

Fábián Gergely–Fáykiss Péter–
Szigel Gábor

A vállalati hitelezés ösztönzésének eszközei

MNB-TANULMÁNYOK 95.
2011



MAGYAR NEMZETI BANK

Fábián Gergely–Fáykiss Péter–
Szigel Gábor

A vállalati hitelezés ösztönzésének eszközei

MNB-TANULMÁNYOK 95.
2011

Az „MNB-tanulmányok” sorozatban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, és nem feltétlenül tükrözik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

MNB-tanulmányok 95.

A vállalati hitelezés ösztönzésének eszközei

Írta: Fábián Gergely, Fáykiss Péter, Szigel Gábor

Budapest, 2011. szeptember

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: dr. Simon András

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 1787-5293 (on-line)

Tartalom

Összefoglaló	5
1. Bevezetés	6
2. Kínálati problémák a vállalati hitelezésben Magyarországon	8
2.1. Vállalati hitelezés régiós összehasonlításban	8
2.2. A vállalatihitel-dinamika szétbontása keresleti és kínálati komponensekre ökonometriai eszközökkel	9
2.3. A vállalatihitel-kínálat alakulása a hitelezési felmérés alapján	9
2.4. A nem banki hitelezés visszaesése	11
3. Hitelezést ösztönző eszközök	13
3.1. Hitelezés ösztönzése monetáris (jegybanki) eszközökkel	14
3.2. Hitelezés ösztönzése fiskális szubvencióval (a banki hitelkockázatok átvállalása nélkül)	16
3.3. Hitelezésösztönzés részleges vagy teljes fiskális kockázátvállalással	19
3.4. Hitelezésösztönzés prudenciális eszközökkel	22
3.5. Hitelezésösztönzés adminisztratív eszközökkel	23
4. Összegzés	25
Felhasznált irodalom	26

Összefoglaló

Magyarországon a 2009-es recessziót követően nem következett be fordulat a vállalati hitel-állomány csökkenésében, így növekedett a szakirodalomban „hitelezés nélküli fellendülésnek” (*creditless recovery*) nevezett jelenség kialakulásának kockázata. Ez a tapasztalatok szerint alacsonyabb gazdasági bővüléssel jár. Az MNB stábja korábban számos belső elemzésben foglalkozott a vállalati hitelezés visszaesésének okaival és a hitelezés ösztönzésének lehetőségeivel. Jelen írásunkban a nyilvánosság számára is összegezzük ezen kutatások eredményeit, illetve áttekintjük a vállalati hitelezés állami élénkítésének összes szóba jöhető lehetőségét. Erről az „étlapról” a jelenlegi hazai helyzetben elméletileg a banki hitelezési kockázatok részleges állami átvállalása lehet a leghatékonyabb eszköz, mivel a vállalati hitelezés csökkenését az alacsony banki kockázátvállalási hajlandóság okozza, erre pedig a jegybanki alapkamat esetleges csökkentése nem lenne hatással. Ugyanakkor fontos hangsúlyozni, hogy valamennyi állami beavatkozásnak komoly fiskális költségei vannak, nincsen költségmentes és egyszerű megoldás. Ez vonatkozik a kockázatok részleges állami átvállalására is: a kockázátvállalások ugyanis realizálódó hitelvesztesség formájában hamar konkrét kiadásokkal is terhelhetik a költségvetést.

JEL: G21, G28, H81.

Kulcsszavak: vállalati hitelezés, hitelkínálati korlátok, hitelezés élénkítése, állami hitelgarancia-programok, állami hitelnyújtás.

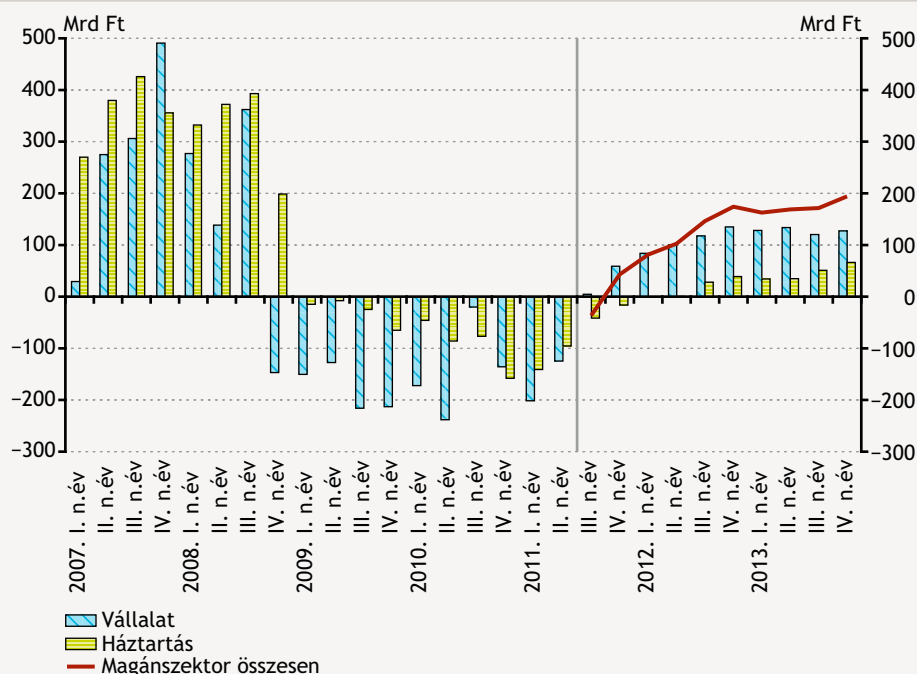
1. Bevezetés

Magyarországon a 2009-es mély recessziót követően, 2010-ben már növekedett a gazdaság. Mindez annak ellenére következett be, hogy 2010-ben még mind a vállalati hitelek, mind pedig a lakossági hitelek állománya meredek – év/év alapon –5%-os, illetve –3%-os – csökkenést mutatott. Ez a tendencia 2011-ben is folytatódott, így előre tekintve is fennáll a kockázata annak, hogy megvalósul hazánkban a szakirodalomban „hitelezés nélküli fellendülésként” (*creditless recovery*) jellemzett állapot. Noha az MNB legutóbb publikált, áprilisi pénzügyi stabilitási jelentése (MNB, 2011) 2011 utolsó negyedére várta a fordulatot a vállalati hitelezésben (1. ábra), korábbi előrejelzéseink – amelyeket többek között a bankoktól kapott, előre tekintő információkra alapozva adtunk – e tekintetben rendre túl optimistának bizonyultak. A legfrissebb makrogazdasági folyamatok is arra utalnak, hogy a hitelprognózisban még további jelentős lefelé mutató kockázatok vannak.

Bár a hitelezés nélküli fellendülés – az IMF egy közelmúltban megjelent tanulmánya¹ szerint – egyáltalán nem ritka, a hitellel támogatott fellendülésekhez képest szuboptimálisnak tekinthető. A hivatkozott tanulmány empirikus adatai azt mutatják, hogy a hitelezés nélküli fellendüléseknél a gazdaság növekedése lassabb, a GDP trendhez való visszatérése pedig a válság mélypontja után tovább tart.²

1. ábra

Az MNB aktuális hitelezési előrejelzése



Forrás: MNB.

¹ Abiad et al. (2011).

² A hitelezés nélküli gazdasági fellendülésről bővebben lásd az MNB (2011).

A hitelezés nélküli fellendülés alapvetően a banki hitelkínálat elégtelenségére és a pénzügyi közvetítőrendszer zavaraira vezethető vissza. Elemzésünk 2. fejezetében azokat a tényadatokat mutatjuk be, amelyek azt támasztják alá, hogy a vállalati hitelezés visszaesésében a hitelkínálati korlátok dominálnak Magyarországon. A 3. fejezetben bemutatjuk, hogy milyen állami intézkedések lehetségesek a hitelezés ösztönzésére. Végül összegzésünkben megállapítjuk, hogy mivel a kínálati korlátok jellemzően az alacsony kockázatvállalási hajlandóságból adódnak, ezért ezen korlátok oldásának elméletileg leghatékonyabb eszköze a bankok és az állam közötti kockázatvállalás (részleges állami kockázatátvállalás) lehet. Ugyanakkor ez szükségszerűen fiskális költségekkel is együtt jár.

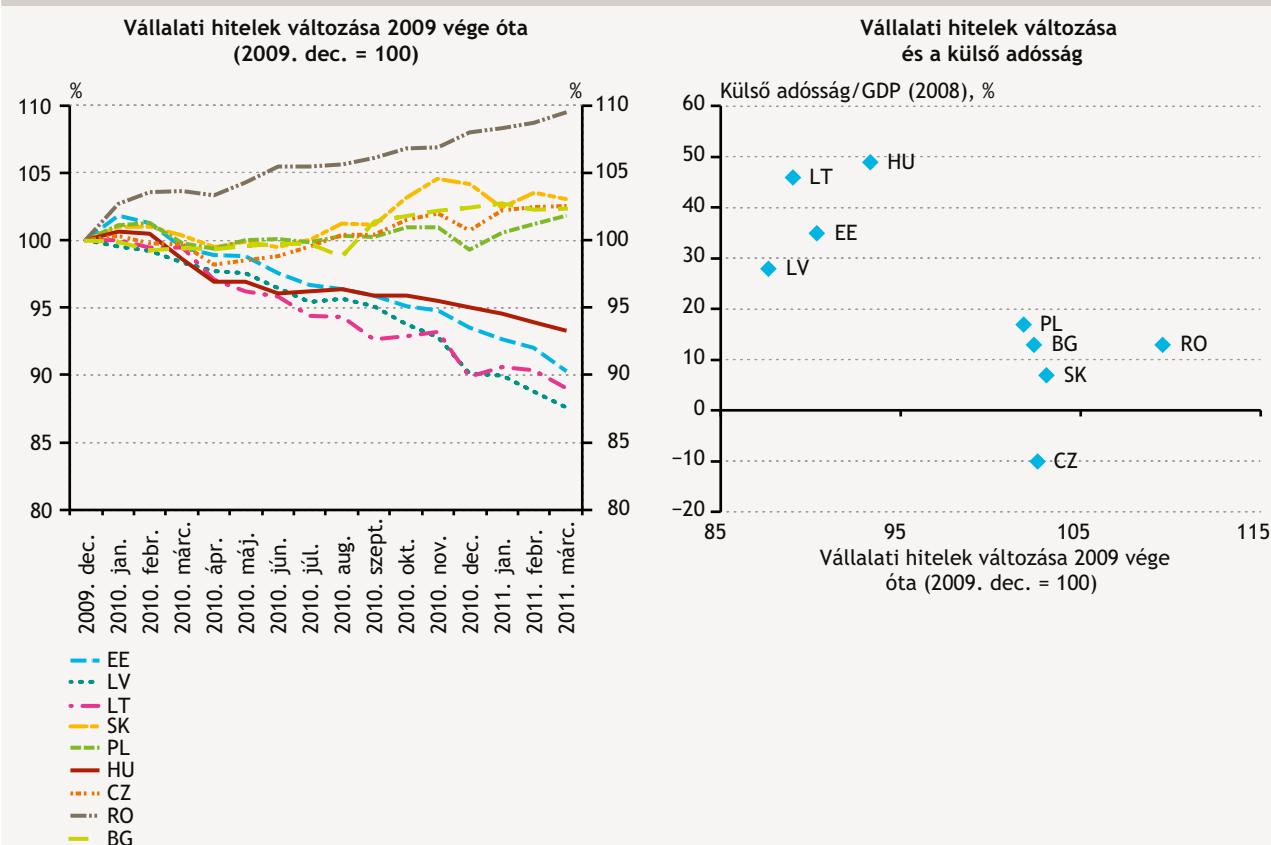
2. Kínálati problémák a vállalati hitelezésben Magyarországon

2.1. VÁLLALATI HITELEZÉS RÉGIÓS ÖSSZEHAISONLÍTÁSBAN³

A vállalati hitelezés csökkenése Magyarországon régiós összehasonlításban is jelentősnek mondható. Akár a válság kitörésétől (2008 októbere), akár a recesszió mélypontjától (2009 vége) nézzük, a vállalati hitelek állománya csak a balti országokban csökkent nagyobb mértékben, mint nálunk (2. ábra, bal oldal). Bár Romániát leszámítva más országokban sem tekinthető kifejezetten erősnek a vállalati hitelek dinamikája, az állományok 2009 vége óta Lengyelországban, Csehországban, Bulgáriában és Szlovákiában már emelkedtek. Így a régió két, jól elkülönülő egységre bontható: ahol 2010-ben már nőtt a vállalati hitelezés, illetve ahol meredeken csökkent.

2. ábra

A vállalati hitelezés dinamikája és a külső adósság egyes régiós országokban



Megjegyzés: az ábra bal oldali részén a vízszintes tengelyen a vállalati hitelek 2009 végétől 2011 márciusáig bekövetkezett változása szerepel.
Forrás: nemzeti jegybankok.

³ E fejezet alapjául lásd Fábíán et al. (2010).

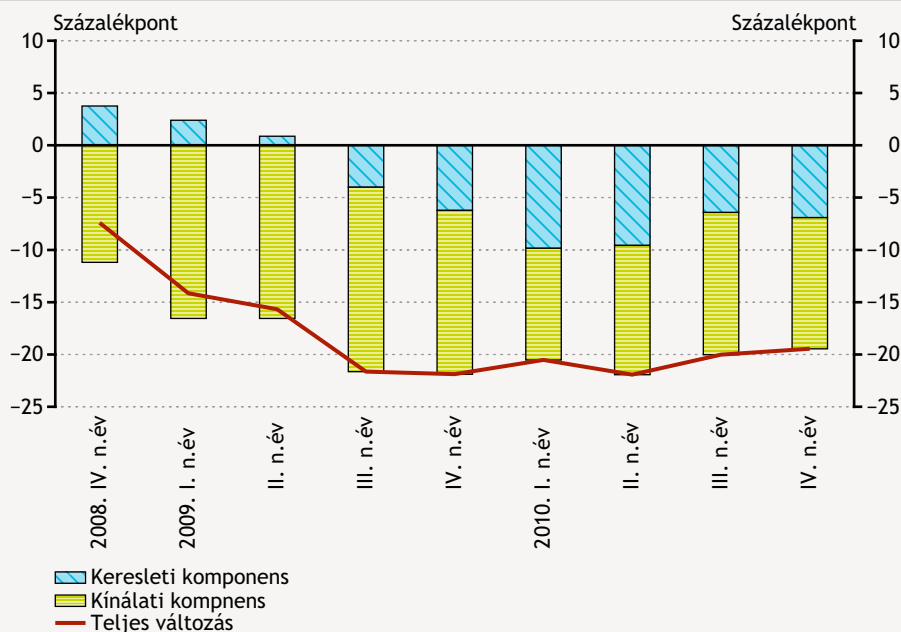
A két országcsoport között a legalapvetőbb különbség a külső finanszírozásra való ráutaltságban van (2. ábra, jobb oldal), bár ez összefüggésben áll számos további, a bankok hitelezési képességeit meghatározó tényezővel – például kockázati felár, banki hitel/betét mutató stb. A balti országokban és Magyarországon a finanszírozási lehetőségek válságot követő látványos beszűkülése és a költségek jelentős növekedése miatt sokkal nagyobb volt a mérlegalkalmazkodás és ennek következtében a gazdasági kibocsátás visszaesésének mértéke. Mindez a – túlzott lakossági hitelezés miatt a külföld felé szintén jelentősen eladósodott – bankrendszerek hitelezési hajlandóságának és képességének megrendülését okozta. Ez erősíti azt a feltételezést, hogy a vállalati hitelek dinamikájában tapasztalt régiós különbségek az eltérő hitelkínálat, illetve a bankrendszerek eltérő hitelezési képességével és hajlandóságával állnak összefüggésben.

2.2. A VÁLLALATI HITEL-DINAMIKA SZÉTBONTÁSA KERESLETI ÉS KÍNÁLATI KOMPONENSEKRE ÖKONOMETRIAI ESZKÖZÖKKEL⁴

Az MNB által végzett ökonometriai számítások is azt támasztják alá, hogy a hazai vállalati hitelezés visszaesésének nagyobb részéért az elégtelen hitelkínálat tehető felelőssé. A – 2011. áprilisi stabilitási jelentésben (MNB, 2011) már részben bemutatott – kutatás szerint a válság kitörése óta a hitelbővülés ütemében bekövetkezett 20 százalékpontos különbséget 2/3 részben a hitelkínálat szigorodása és csak 1/3 részben a hitelkereslet visszaesése magyarázza (3. ábra). A számítások szerint a kereslet és a kínálat változása nem volt egyenletes: a válság kitörésekor a hitelkínálat befagyása volt a meghatározó, 2009 folyamán a recesszió kibontakozásával párhuzamosan azonban a hitelkereslet is visszaesésnek indult. Ezt követően 2009 végétől, a fellendülés megindulásával egyidejűleg a hitelkínálati korlátok valamelyest enyhültek, 2010 közepétől azonban ismét erősödni kezdtek.

3. ábra

A vállalati hitel-állomány éves növekedési ütemének változása 2008 harmadik negyedévéhez képest, és annak felbontása keresleti és kínálati komponensekre



Forrás: MNB.

2.3. A VÁLLALATI HITEL-KÍNÁLAT ALAKULÁSA A HITELEZÉSI FELMÉRÉS ALAPJÁN⁵

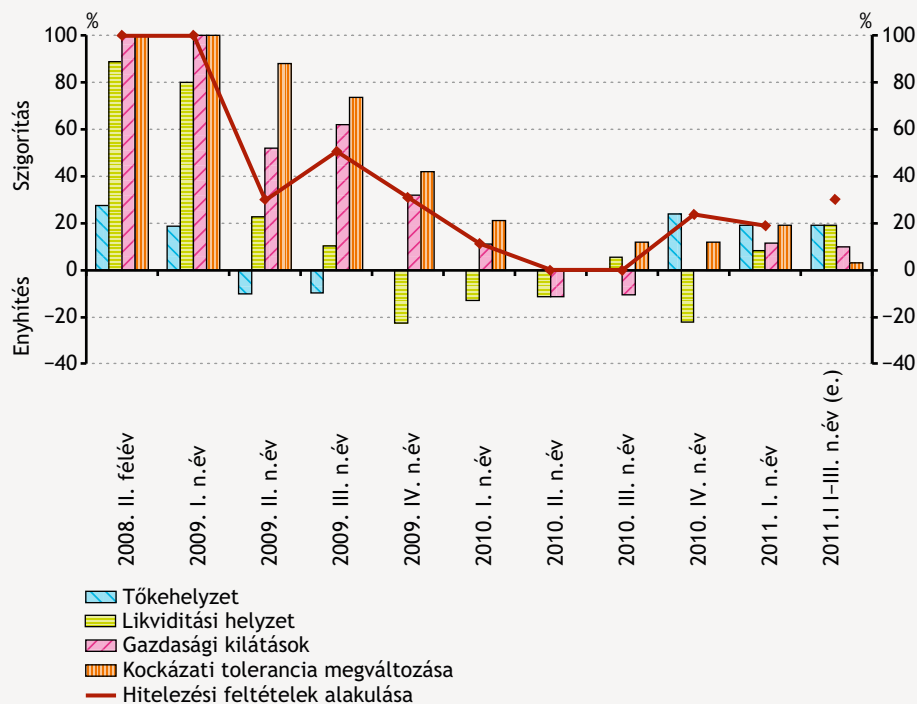
Az MNB hitelezési felmérései is alapvetően azt mutatták, hogy a vállalati hitelezésben az elmúlt években folyamatosan növekedtek a hitelkínálati korlátok: a kérdőívben a bankok 2007 óta kisebb megszakítások mellett folyamatosan a vállalati

⁴ Ez a fejezet a Sóvágó (2011) tanulmányon alapul.

⁵ Ez a fejezet az MNB hitelezési felmérésein alapul: <http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/hitelezesi-felmeres>.

4. ábra

A banki hitelezési feltételek változása és a változáshoz hozzájáruló tényezők alakulása



Forrás: MNB hitelezési felmérés.

ti hitelezési feltételek szigorodását jelezték. 2010-től ezzel szemben már a hitelkereslet növekedését értékelték (4. ábra), elsősorban a rövid lejáratú hitelek esetében.

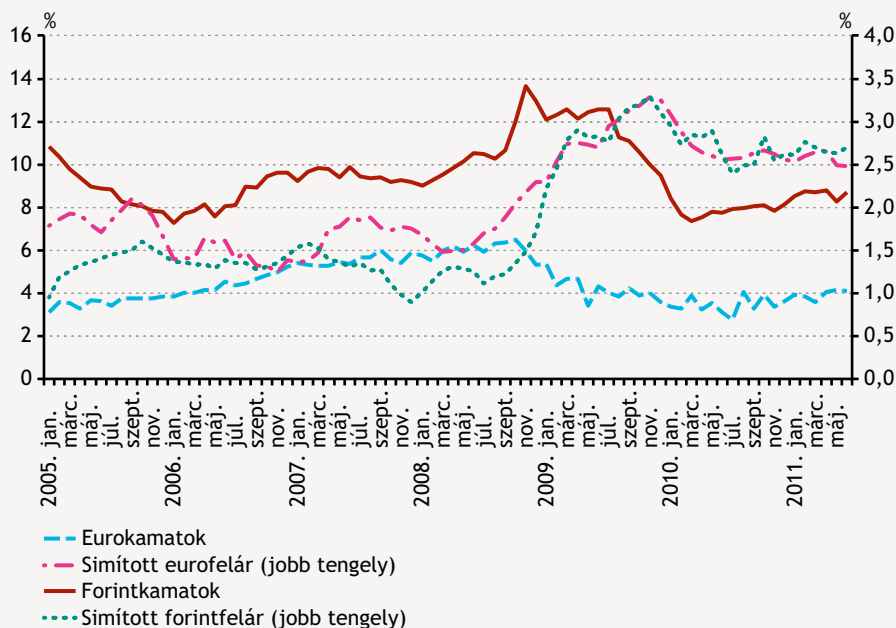
A banki hitelkínálat korlátozásának okaként a hitelintézetek 2009-ben a likviditási problémákat, illetve a rossz gazdasági kilátásokat és az alacsony kockázati toleranciát jelölték meg (4. ábra). 2009 végétől az állam és a jegybank likviditásbővítő intézkedései, valamint az anyabankok segítsége miatt a likviditási problémák megoldódtak (ekkor a likviditási helyzet már a hitelezési feltételek lazítására adott volna okot), ugyanakkor a bizonytalan gazdasági kilátások és a bankok alacsony kockázatvállalási hajlandósága továbbra is a hitelkínálati korlátok addicionális szigorodásához járultak hozzá. 2010 végén és 2011 elején egyes bankok ismét a likviditási problémák erősödéséről, illetve tőkekorlátok megjelenéséről számoltak be, de ez inkább egyedi intézményekre volt jellemző, rendszerszinten nem volt olyan általános, mint 2008–2009-ben. A likviditási korlátok a külföldi devizaforrások szűkülő (vagy drágább) elérhetőségéhez, míg a tőkeproblémák a rossz jövedelmezőségi helyzethez köthetők, amely rontja a bankok belső tőkeakkumulációs, valamint tőkevonzó képességét. A vizsgált periódust összességében értékelve az állítható, hogy a válság kitörése, 2008 októbere óta a bankok alacsony hitelezési, illetve kockázatvállalási hajlandósága sokkal nagyobb mértékben járult hozzá a hitelkínálati korlátok növekedéséhez, mint hitelezési képességük.

A nem árjellegű hitelezési feltételek mellett a kihelyezett hitelek kamatainak, illetve kamatfelárainak alakulása is a hitelkínálati korlátok létezésére utal. A bankok a válság kitörése után közvetlenül – az emelkedő hitelezési veszteségek és dráguló devizaforrások hatására – az új forint- és vállalatihitel-kihelyezéseknél mintegy 150 bázisponttal (5. ábra) növelték a kockázati felárat. 2010 elejétől a felárak enyhén mérséklődni kezdtek, de még így is mintegy 100 bázisponttal magasabbak a válság előtti szinteknél.

Az emelkedés ellenére a kamatfelár jelenleg megfigyelhető szintje mégis inkább alacsonynak tekinthető. A kamatfelár nagysága ugyanis arra utal, hogy a jelenlegi hitelezési feltételek mellett elsősorban a jó hitelképességűnek tartott ügyfelek jutnak hitelhez, míg a kockázatosabbnak tekintett kis- és középvállalatok hitelfelvételi lehetőségei korlátozottabbak. Az MNB felmérése azt mutatja, hogy a bankok a nagyvállalati hitelek esetében átlagosan 100–200 bázispont, míg a KKV-hiteleknel 400–800 bázispont (hitel)kockázati felárat várnak el. A bankok félnek attól, hogy ilyen magas felárakat a kockázatosabb KKV-k nem tudnak kitermelni, így a nem árjellegű hitelezési feltételeiket úgy alakítják, hogy csak a jobb

5. ábra

Átlagos hitelkamatok és felárak a hazai bankrendszer által folyósított vállalati hitelekre



Megjegyzés: A felárakat az aktuális vállalati hitel-kamatok, illetve az adott deviza három hónapos bankközi kamata közötti felárak 3 havi mozgóátlagával számítottuk.

Forrás: MNB kamattisztítási, saját számítások.

hitelképességű vállalatok juthassanak hitelhez és kaphassanak a bankoktól finanszírozásra árajánlatot. Ezért az átlagos kamatfelár inkább a hitelképesebb nagyvállalati ügyfelek feláraihoz van közelebb, ami arra utal, hogy a kockázatosabb hitelszegmensek eleve nem is jutnak hitelhez.

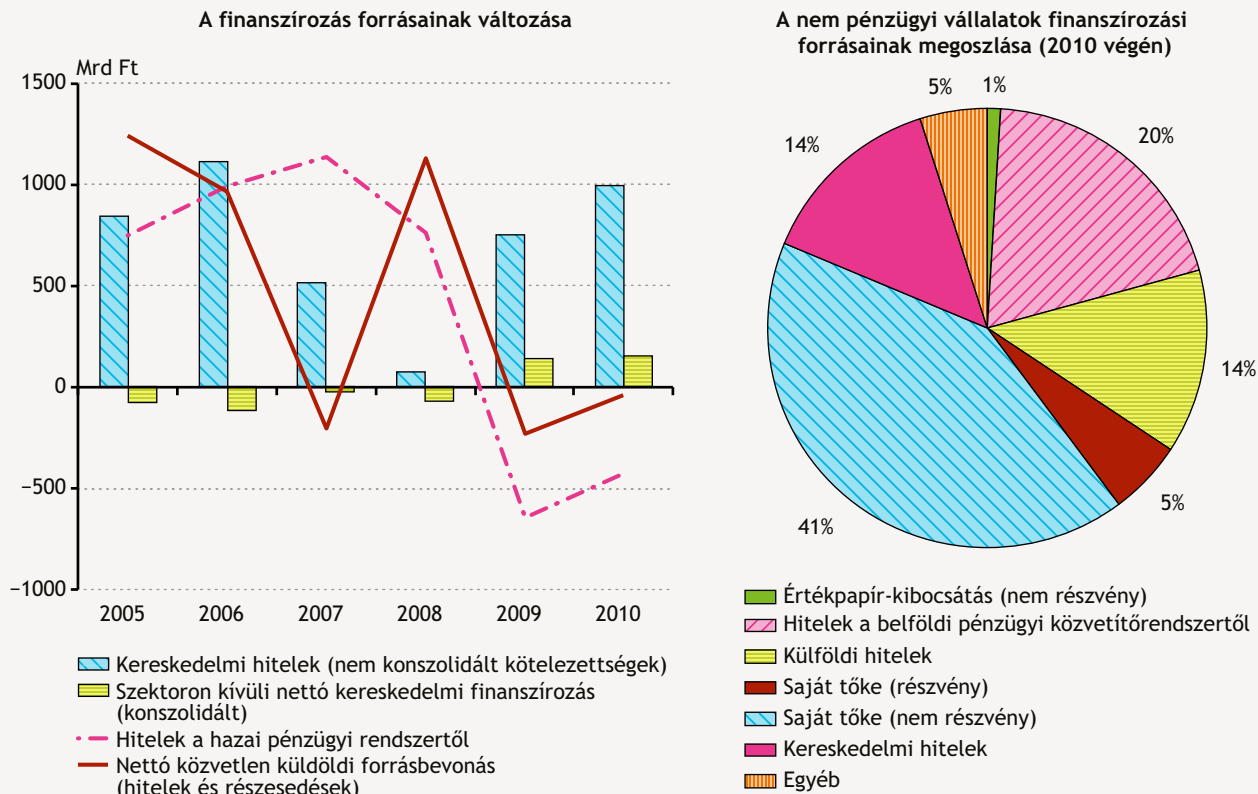
Ezeknek a felármutatónak még egy nagyon fontos implikációja van. Ha a kockázatosabb vállalatok kockázati felára 400-800 bázispont, akkor könnyen belátható, hogy a jegybanki alapkamat nagysága az ő finanszírozásukra viszonylag kicsi hatással van, mert a hitelkamatuk nagyobb részét maga a kockázati felár teszi ki. Így a refinanszírozási kamatláb csökkentése nem feltétlenül növeli a bankok által hitelezhető vállalatok körét (hiszen az ügyfélkamat még így is nagyobb marad annál, mint amit a hitelfelvevők mérsékelt kockázatú projektekkel ki tudnak termelni).

2.4. A NEM BANKI HITELEZÉS VISSZAESÉSE

A banki források elapadása különösen azért jelent problémát, mert a nem pénzügyi vállalatok más forrásokból sem tudnak könnyen finanszírozáshoz jutni. A közvetlen külföldi hitelfelvétel ugyanis eleve csak egy szűkebb, nagyvállalati kör számára érhető el. A hazai vállalati szektor 2009-ben és 2010-ben sem jutott ilyen pluszforrásokhoz: a külfölddel szembeni nettó finanszírozási pozíciója – bár kisebb mértékben, mint a bankrendszerrel szembeni – csökkent. A kereskedelmi hitelek nem konszolidált állománya azonban jelentősen növekedett, noha ez a korábbi évek tapasztalatai alapján összefüggésben áll a konjunktúra változásával is (6. ábra). A kereskedelmi hitelek állományának különösen a 2009-es növekedésében szokatlan volt, hogy mindez mély recesszió mellett következett be: ekkorra tehát a vevői követelések duzzadása nem a gazdasági tevékenység bővülésének velejárója, hanem a forrásszűke egy indikátora lehetett, és a fizetési határidők, körbetartozások növekedésére utalhatott. Vagyis a vállalatok a saját beszállítóikkal próbálták pótolni kieső finanszírozási csatornáikat, ez önmagában azonban nem enyhítette, hanem akár növelhetette is a likviditási feszültséget. Nem hozott új forrást a rendszerbe, miközben a tartozások emelkedése miatt bekövetkező csődök esetén növekszik a fertőzés veszélye is. Ezenkívül a fizetési határidők kitolása és a kereskedelmi hitel-állomány növelése a rosszabb alkupozícióval rendelkező kisebb cégek számára eleve nehezebben járható út, így ennek az eszköznek a használhatósága aszimmetrikus. A rendelkezésünkre álló adatok szerint a nagyvállalatok forrásai között a szállítói kötelezettségek aránya legalább kétszeresen meghaladja a KKV-kra jellemző értéket.

6. ábra

A nem pénzügyi vállalati szektor egyes finanszírozási forrásainak megoszlása 2010 végén és a finanszírozási források árfolyamszűrt éves állományváltozása



Megjegyzés: a kereskedelmi hitelek változása a külfölddel szembeni kereskedelmi hitelek változását is tartalmazza. Ennek értéke azonban 2010-ben – a fizetésimérleg-statisztikák alapján – mintegy 130 milliárd forint volt, ami nem meghatározó mértékű a nem pénzügyi vállalatok nem konszolidált kereskedelmi hiteleinek 1000 milliárd forintos növekményéhez képest. Kijelenthető tehát, hogy a kereskedelmi hitelek alapvetően a belföldi vállalatok egymás közötti tartozásai miatt növekedtek. A finanszírozási források állományára vonatkozó adat nem konszolidált.

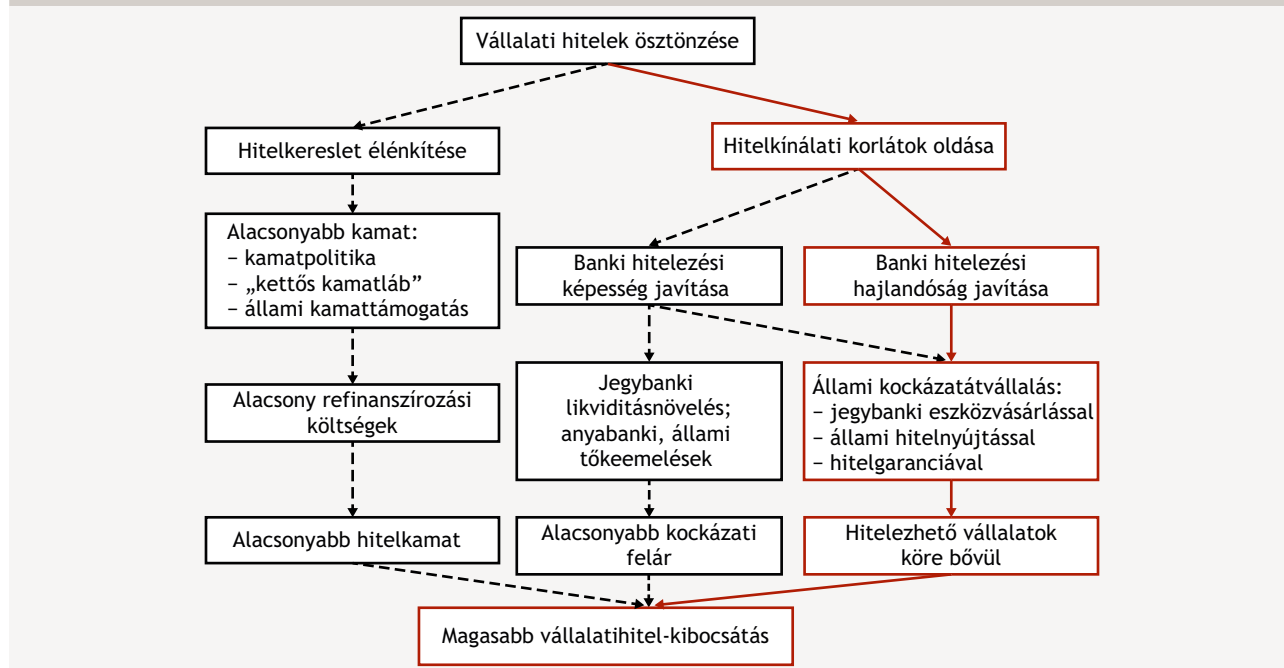
Forrás: MNB pénzügyi számlák.

3. Hitelezést ösztönző eszközök

Ebben a fejezetben⁶ áttekintjük valamennyi, elméletileg számba jöhető hitelezésélénkítő eszközt. Ezek működési elveit, mechanizmusait a 7. ábra tekinti át.

7. ábra

Állami beavatkozási lehetőségek a hitelezés ösztönzésére



A hitelezés ösztönzése állami eszközökkel az alábbi mechanizmusokon keresztül érhető el:

- *a kereslet ösztönzésén keresztül:* ennek használata akkor javasolt, ha a hitelezés visszaesésében a keresleti tényezők dominálnak, ilyenkor segíthet a refinanszírozási kamatláb csökkentése és ezen keresztül a hitelkamatok mérséklése;
- *a kínálat növelésén keresztül:* itt az elsődleges cél a hitelkínálati korlátok enyhítése. A banki hitelkínálatot két tényező határozza meg:
 - *hitelezési képesség:* a hitelkínálat egyik meghatározó eleme, hogy a bank rendelkezik-e hitelnújtáshoz szükséges elegendő likviditással és tőkével. Ha a banki hitelkínálatot az alacsony hitelezési képesség korlátozza, akkor a jegybank – alapvetően hazai devizában – likviditást, az állam pedig hosszú hitelt/tőkét biztosíthat a bankok számára a hitelezéshez (ennek a legextrémebb formája a bankkonsolidáció – de mivel jelenleg nem ennek hiánya a hitelezés visszaesésének oka, ezért erre külön nem térünk ki). Az állam emellett hozhat olyan intézkedéseket, amelyek a bankok tulajdonosait ösztönzik tőkeemelésekre;

⁶ Ebben a fejezetben támaszkodunk Balogh–Nagy (2009) kéziratára.

– a hitelezési (kockázatvállalási) hajlandóság: a hitelkínálat másik fontos és objektíven kevésbé mérhető eleme a hitelezési hajlandóság, amit az határoz meg, hogy a bankok mennyi kockázatot hajlandók vállalni az új hitelkihelyezéseknél. A kockázatvállalási hajlandóság alapvetően szubjektív tényező, a gazdasági kilátásokkal, illetve a meglévő portfólió minőségének romlásával áll összefüggésben. Ha egy bank kockázati hajlandósága alacsony, akkor sem fog hitel nyújtani, ha a hitelezési képessége, kapacitásai ezt lehetővé tennék (kivétel a legbiztonságosabbnak tekintett ügyfélkör). A bank ilyenkor még magasabb kamat mellett sem fogja a kockázatosabb ügyfeleket meghitelezni, mivel alapvetően éppen a kockázatvállalás elkerülése a célja. Ha a hitelkínálatot az alacsony kockázatvállalási hajlandóság korlátozza, akkor az állam ezen úgy tud segíteni, ha átveszi a banktól a hitelkockázatok egy részét, vagyis a bank és az állam között kockázatmegosztásra kerül sor.

Amint a 2. fejezetben bemutattuk, Magyarországon a vállalati hitelezés visszaesése elsősorban az erős hitelkínálati korlátok miatt következik be, ezen belül is elsősorban az alacsony kockázatvállalási hajlandóság miatt (bár részben a romló vállalati hitelképességen keresztül is). Ennek ellenére – a teljesség kedvéért – a hitelkereslet ösztönzésére szolgáló lehetőségeket is megvizsgáljuk.

Az intézkedések értékelésénél két dolgot azonban mindenképp szem előtt kell tartani:

- **fiskális költségek:** mind a kamatok mesterséges csökkentésére szolgáló eszközök, mind a kockázatvállalás miatt a beavatkozó államnál fiskális költségek keletkeznek – a finanszírozási költségek átvállalásánál azonnali, a kockázatok átvállalásánál késleltetett módon;
- **allokációs problémák:** mind a hitelkereslet, mind a hitelkínálat ösztönzésére szolgáló eszközök magukban hordozzák annak kockázatát, hogy olyan vállalatok is hitelhez jutnak, akik vagy nem „rendeltetésszerűen” (például beruházás helyett arbitrázsra), vagy nem hatékonyan (rosszul, veszteségesen gazdálkodva) használják fel ezeket a forrásokat. Mivel a támogatásnyújtó (vagyis többnyire az állam) nem rendelkezik azzal az ellenőrzési kapacitással, amellyel az ilyen allokációs torzulásokat meg lehetne akadályozni (erre tökéletes módon – az adós és hitelező közötti információs aszimmetriák miatt – még a kereskedelmi bankok sem képesek), ezért ezek a problémák szükségszerűek. Minél átfogóbb és szélesebb körű egy adott program, annál nagyobbak lehetnek az általa okozott allokációs problémák. Ha a kereskedelmi bankok – saját kockázatvállalásukkal – nagyobb felelősséget kapnak a forrásallokációban, az valamelyest mérsékelheti ezt a problémát, de ez sem szünteti meg teljesen.

Mindezeket szem előtt tartva az alábbiakban öt, a vállalati hitelezés ösztönzésére szolgáló eszköztípust mutatunk be. A bemutatás során az eszközöket aszerint csoportosítjuk, hogy melyik állami szereplő és milyen módon avatkozik be.

3.1. HITELEZÉS ÖSZTÖNZÉSE MONETÁRIS (JEGYBANKI) ESZKÖZÖKKEL

- **Likviditásbővítés (quantitative easing):** a jegybankok bővíthetik a jegybanki hitelfacilitások mennyiségét és eredeti futamidejét, csökkenthetik a tartalékrátát, bővíthetik a fedezetül elfogadható értékpapírok vagy egyéb instrumentumok (vállalati hitelek) körét. Ezekkel az eszközökkel a bankrendszerek hazai devizában denominált likviditása tetszőleges mértékben megnövelhető. Emellett a jegybankok a devizatartalék terhére akár külföldi devizában is nyújthatnak likviditást a bankrendszer számára (például FX swapok, banki devizahitelek formájában), bár itt a rendelkezésre álló eszközök – a tartalékkorlátok miatt – korlátosak.
- **Vállalatok nem hagyományos jegybanki finanszírozása kockázatvállalással (credit easing):** itt a jegybankok – a kereskedelmi bankok felett átnyúlva – lényegében közvetlenül veszik át a vállalatok hitelkockázatát, és nyújtanak finanszírozást számukra. Ez főként a pénz- és tőkepiacon végrehajtott értékpapír-vásárláson (vállalati kötvények, rövid lejáratú kereskedelmi papírok, CP-k és minden más értékpapírosított vállalati hitel vásárlásán) keresztül valósítható meg. A jegybankok közvetlenül, hitelnyújtással nem finanszírozzák a vállalatokat, hiszen ez az egyszintű bankrendszerhez való visszatérés lenne (Magyarországon pedig – az európai uniós joggal összhangban – az MNB törvény nem is teszi lehetővé).
- **Vállalati hitelek kedvezményes kamaton történő jegybanki refinanszírozása (kockázatvállalás nélkül):** itt a jegybankok célzott és kedvezményes kamatozású refinanszírozást nyújtanak kereskedelmi bankok számára, amit azok továbbhiteleznek a megcélzott kedvezményezett körnek. Ebben a megoldásban a jegybankok nem vállalják közvetlenül a vállalati

tok hitelkockázatát, csupán olcsó finanszírozást biztosítanak számukra. Ennek eredményeképp „kettős kamatszint” jön létre, hiszen a programban megcélzott vállalati kör számára (de csak számukra!) ez a lépés az alapkamat csökkentésével egyenértékű.

- **Kamatpolitika:** a jegybankok hagyományos anticiklikus kamatpolitikát folytatva csökkenthetik az alapkamatot és ezzel párhuzamosan a hazai devizában elérhető finanszírozási költségeket. A kamatpolitika az inflációs célkövetés rendszerében azonban elsődlegesen az árstabilitás elérésére szolgál. Így a vállalati hitelezés ösztönzését célzó kamatpolitika összeütközhet ezzel az elsődleges céllal.

A hazai gyakorlatban a válság kitörését követően elsősorban a bankrendszer *likviditását bővítő eszközök* domináltak. Így az MNB 2008 végén/2009 elején csökkentette a kötelező tartalékrátát, bővítette a repoügyletekben befogadható fedezetek körét (az önkormányzati kötvényekkel, kapcsolt vállalkozások jelzálogleveleivel), illetve 2 hetes és 6 hónapos forint hiteltendert, valamint kezdetben egynapos, később 3 és 6 hónapos devizaswap rendelkezésre állást vezetett be. Utóbbi intézkedés egy adminisztratív jellegű hitelezésösztönzővel is kiegészült: a 6 hónapos swaptenderekben való részvétel feltétele az volt, hogy a részt vevő bankok vállalták vállalati hiteleiknek a 2008 végi állománynak megfelelő szinten tartását. Bár e feltétel nemteljesítésének szankciója a tenderen való részvételi lehetőség elvesztése volt, végül mégis a részt vevő kereskedelmi bankok közül negyedévente egyre kevesebben teljesítették azt. **Összességében az MNB ezen intézkedései sikeresek voltak a hazai bankrendszer forintlikviditási helyzetének megerősítésében, illetve a devizalikviditási problémák megelőzésében, és helyreállították a bankrendszer hitelezési képességét.** A hazai bankok forintlikviditása jelenleg is igen magas. A devizalikviditás, illetve a hosszú devizaforrások bevonásának lehetősége több bank számára azonban szűkös – ez a hitelezési feltételek legutóbbi szigorításánál is visszatükröződött (lásd még: 4. ábra) –, aminek fő oka az eurozóna adósságválságának elmélyülése. Az ebből származó negatív hatások tompítására igen korlátozott eszközök állnak az MNB rendelkezésére, hiszen a jegybank külföldi devizában nem tud likviditást teremteni – legfeljebb külföldi jegybankok segítségére számíthat –, a devizatartalék pedig ezen eszközök aktív használatát csak korlátozottan és igen indokolt esetben teszi lehetővé.

A vállalatok nem hagyományos – *vállalati értékpapírok megvásárlásán* keresztül történő – jegybanki finanszírozása elvileg pozitívan hathat mind a hitelkínálatra (mivel ilyenkor a jegybank közvetlenül vállalja át a hitelkockázatot), mind pedig a hitelkeresletre, különösen, ha a jegybank alacsony hozamszint mellett (lényegében kedvezményes hitelkamattal egyenértékű módon) vesz vállalati értékpapírokat. Magyarországon – hasonlóan azokhoz az országokhoz, ahol nincsen fejlett tőke-, illetve vállalatiértékpapír-piac – a válság alatt ilyen intézkedésre azért nem került sor, mert a vállalatikötvény-piac mérete kicsinek tekinthető. Hazánkban a fennálló állomány 2011 első negyedévének végén 541 milliárd forintot tett ki, ami a vállalati hitel-állomány mindössze 7,5%-a, ráadásul a kibocsátók köre is döntően a legnagyobb és leghitelképesebb vállalatokra korlátozódik. Figyelembe véve a kis vállalatméreteket, a vállalati kötvény-piac hazai fejlődésének erős korlátai vannak. Egy másik járható út, a KKV-hitelek értékpapírosítása pedig időigényes és jelentős többletköltséggel járna. Emellett az MNB közelmúltbeli jelzáloglevél-vásárlási programja is – amely egy lényegesen nagyobb volumenű értékpapírpiacon célzott meg – csak korlátozott eredményeket hozott a piacépítés területén.

Elméletileg még felmerülhetne, hogy az MNB *közvetlenül nyújtson hitelt* (nem pénzügyi) vállalatoknak. Ezt – az uniós joggal összhangban – az MNB törvény nem teszi lehetővé, de a jegybank sem rendelkezik az ehhez szükséges adminisztrációs apparátussal. Ennek kiépítése költséges lenne, éppen ezért ellentétes a jegybank takarékos működési modelljével. Más állami tulajdonú bankoknál már kiépült az ehhez szükséges infrastruktúra, az általuk végzett hitelezés költségvetési hatása pedig teljesen azonos azzal, mintha ezt a feladatot az MNB végezné.

A vállalati hiteleknek – a kereskedelmi bankokon keresztül lebonyolított – *kedvezményes jegybanki refinanszírozása* a 3.2. alfejezetben bemutatott fiskális programokkal megegyező hatású. A kedvezményes hitelnyújtás növelni tudja a likviditást a bankrendszerben, de a hitelintézetekhez került pluszforrás – a gazdaságban megforgatva – végső soron kicsapódik a jegybanknál MNB-kötvények formájában. Mivel az MNB-kötvények kamata magasabb, mint a kedvezményes kamatozású hitelkonstrukcióé lenne, ezért ebből veszteség keletkezne az MNB eredménykimutatásában, és így egy év késéssel a központi költségvetésben is. Vagyis ez a megoldás ugyanúgy terheli az állami költségvetést, mintha maga az állam nyújtana kedvezményes kamatú hitelt a bankok, vállalatok számára. Az egyetlen különbség a közvetlen állami kamattámogatáshoz képest, hogy a kamatkülönbözet csak egy év késéssel jelenik meg a költségvetésben. Ráadásul ez az eszköz alapvetően – az olcsóbb hitel miatt – inkább a hitelkeresletre hat, illetve legfeljebb a banki hitelezési képességet javíthatja enyhén, az

alacsony kockázatvállalási és hitelezési hajlandóságon – amely a fő problémát jelenti – azonban nem segít (hiszen a kockázatok ebben az esetben továbbra is a bankoknak kellene vállalniuk). Emellett azt is hangsúlyozni kell, hogy minél több pénzt juttat a jegybank alacsonyabb kamaton a gazdaságba, annál nagyobb mértékben csökken a tényleges, átlagos jegybanki alapkamat (amely a kedvezményes kamatozású és nem kedvezményes kamatozású jegybanki eszközök átlagkamatából adódik). Ez egy bizonyos mértéken túl többletinflációhoz vezethet. A korlátlan monetáris finanszírozás (bármilyen formájában) tehát ellentétben áll a jegybank árstabilitási céljával, és hosszú távon nagyon káros a gazdasági fejlődés számára.

Végül maga a *kamatpolitika* is eszköze lehet a vállalati hitelezés ösztönzésének. Itt azonban ugyanaz a probléma merül fel, mint a mennyiségi beavatkozásoknál: a kamatpolitika elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása, ezért ezen eszköz más célok elérésére csak rendkívül korlátozottan alkalmas és alkalmazható. Emellett fontos azt is hangsúlyozni, hogy a kamatcsökkentés csak a hitelkereslet bizonyos fokú élénkítését eredményezné, míg a hitelezés visszaesésének fő okára, a kínálati korlátokra nem lenne érdemi hatással. A KKV-szektorban a hitelkockázati felárának csökkentése sokkal nagyobb hatást fejthet ki, mint a refinanszírozási kamatok mérséklése.

Összefoglalás az egyes intézkedéstípusok előnyeiről és hátrányairól		
	Előny	Hátrány
Általános likviditásbővítés (<i>quantitative easing</i>)	Lényegében megvalósult, további bővítés nem segít, hiszen a bankrendszer forintlikviditása így is magas; deviza esetén a devizalikviditással kapcsolatos hitelezési korlátokat enyhíti.	Kockázatvállalási korlátokat nem enyhíti; deviza esetén csökkenti a devizataralékot, növeli az ország külső sérülékenységét.
Vállalati hitelkockázat jegybanki átvállalása (<i>credit easing</i>)	Kockázatvállalási korlátokat enyhíti; kikerüli a bankrendszert.	Sikeresen csak fejlett tőkepiacon és értékpapírosítás mellett működik; fiskális kockázatvállalással ekvivalens.
„Kettős kamatszint”: vállalati hitelek célzott és kedvezményes jegybanki refinanszírozása (kockázatvállalás nélkül)	Kamatcsökkentéshez hasonló hatású, csökkenti a hitelköltséget, növelheti a hitelkeresletet.	Állami kamattámogatással egyenértékű, de a technikai lebonyolítás költségesebb; nemzetközi példák hiánya, kockázatvállalási korlátokat nem enyhíti; ellentétes a jegybank elsődleges, árstabilitási céljával.
Alapkamat-csökkentés	Csökkentheti a refinanszírozási költségeket.	Ellentétes a jegybank elsődleges, árstabilitási céljával; kockázatvállalási korlátok oldására alkalmatlan.

3.2. HITELEZÉS ÖSZTÖNZÉSE FISKÁLIS SZUBVENCIOVAL (A BANKI HITELKOCKÁZATOK ÁTVÁLLALÁSA NÉLKÜL)

A vállalati hitelezéshez nyújtott állami szubvenciók célja, hogy a hitelkamatozatokat csökkentse, így a vállalatok a piacnál olcsóbban jussanak hitelhez és végső soron csökkenjen a hitelköltségük, emelkedjen a beruházási igényük és ezen keresztül az addicionális hitelfelvételük. Ezek az eszközök – egy-egy kivételtől eltekintve – alapvetően inkább a hitelkeresletet próbálják élénkíteni, a hitelkínálati korlátok oldásában kevésbé hatékonyak. A hitelköltségeket csökkentő és hitelezésösztönző állami szubvenció az alábbi módokon képzelhető el:

- *kamattámogatás közvetlenül*: ebben az esetben a hitel forrását a bank teremti elő, az állam pedig megadott feltételek esetén ehhez kamattámogatást nyújt, így a bank ennek mértékéig csökkenteni tudja az ügyfélkamatot (például: Széchenyi Kártya);
- *kamattámogatás refinanszírozással*: ilyenkor a hitel folyósításához a finanszírozást is az állam vagy más állami szereplő bocsátja a bank rendelkezésére, kedvezményes áron és különböző feltételekkel (például Új Magyarország hitelprogramok). Ebben az esetben magának az államnak vagy állami banknak kell előteremtenie a programhoz szükséges finanszí-

rozást. Ez történhet külső, például európai uniós, EIB-, EBRD-források igénybevételével is, ebben az esetben a kamatkedvezmény költsége a külső finanszírozót terheli;

- *egyéb, a banki költségvetési terheket a hitelkihelyezések függvényében csökkentő intézkedések:* ilyen intézkedés lehet például, ha az állam a bankok közterheinek egy bizonyos részét elengedi abban az esetben, ha növelik vállalatihitel-kihelyezéseiket.

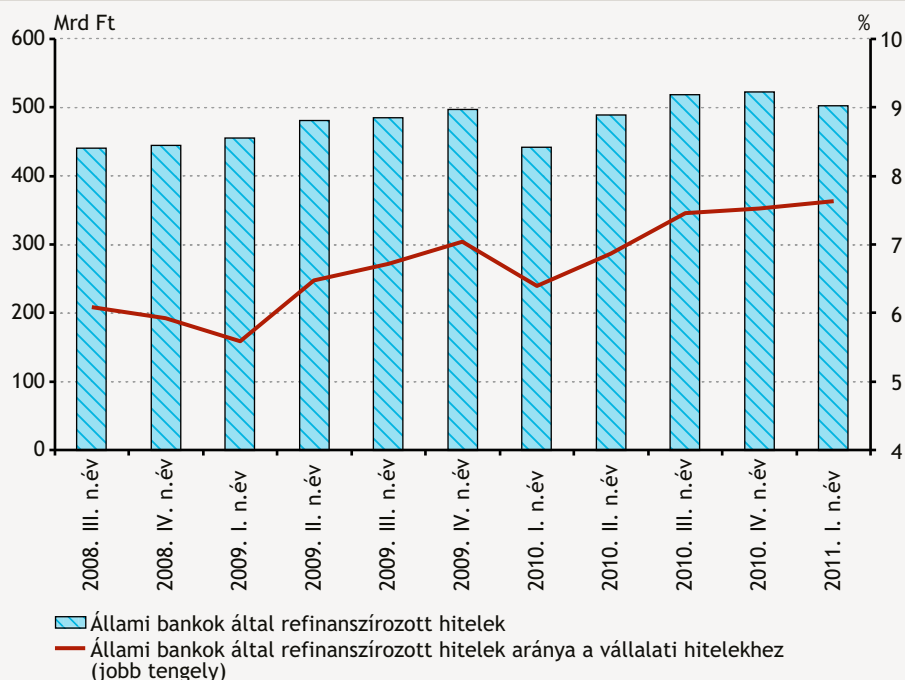
Mind a *refinanszírozásos*, mind a *közvetlen kamattámogatás* esetében a kedvezményes és a piaci kamat közötti különbség terheli a költségvetést, így e két forma fiskális hatása azonos. A refinanszírozás közvetlen állami finanszírozás esetén növelheti a bruttó államadósságot, ha viszont a forrást a központi költségvetésen kívüli szerv – például állami tulajdonú bank – veszi fel, akkor az valamelyest drágább. Mindkét eszköz felveti a hatékony allokáció problémáját: ha a kedvezményezett vállalatok körét túlságosan szűken vagy óvatosan szabják meg, a program nem juttat jelentős mennyiségű többletforrást a gazdaságba, ellenkező esetben viszont kevésbé megtérülő projektek is forráshoz juthatnak. Az allokációs problémát jól mutatja, hogy az állami bankok által közvetlenül kihelyezett vállalati hitelek lényegesen nagyobbak a veszteségek, mint a kereskedelmi bankok átlagában. De a legnagyobb gyengesége ezeknek az eszközöknek, hogy alkalmatlanok a hitelkínálati korlátok enyhítésére, hiszen a hitelezés kockázatait továbbra is a kereskedelmi bank viseli.

Ennek ellenére nem állítható, hogy a támogatott hitelprogramok teljesen sikertelenek lettek volna az elmúlt években Magyarországon. Az állami bankok bankközi kihelyezései 2008 vége óta növekedtek (8. ábra), például az MFB refinanszírozott vállalati hiteleinek állománya mostanáig mintegy 100 milliárd forinttal – több mint 30%-kal – nőtt. De más, kamattámogatáson alapuló programok, elsősorban a Széchenyi Kártya is alapvetően stagnáló állományt mutattak, szemben a kereskedelmi bankok jelentősen visszaeső vállalatihitel-állományával (ugyanakkor a Széchenyi Kártya esetében kockázatátvállalás is történik, lásd 1. keretes írás). Mindezzel együtt is, a kedvezményes refinanszírozott hitelek és egyéb programok relatív sikere eltörpül a kereskedelmi bankok hitelállományának visszaesése mellett.

8. ábra

Az állami bankok bankközi hitelei (többségében kereskedelmi bankoknak nyújtott refinanszírozás) alakulása

(árfolyamszűrt)



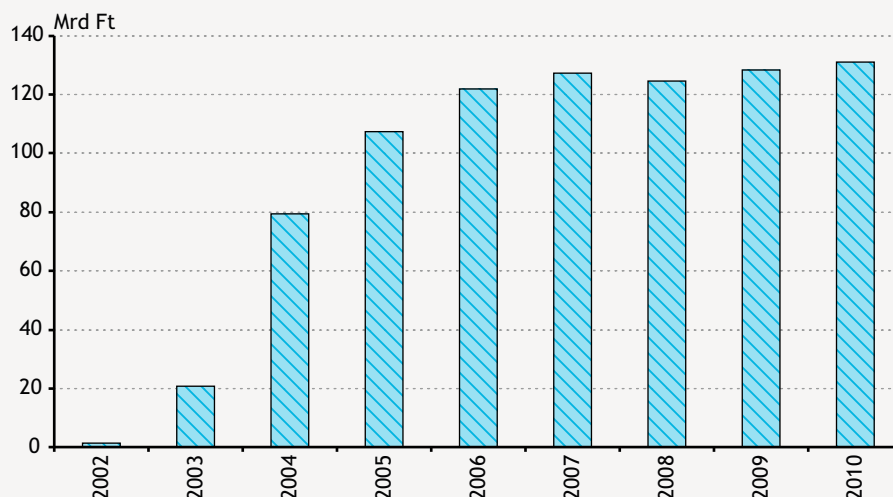
Forrás: MNB.

1. keretes írás

A Széchenyi Kártya Program

A Széchenyi Kártya Program a legnépszerűbb államilag támogatott hitelprogram, amelynek legrégebben (2002-től) működő eleme a legfeljebb 25 millió forintos Széchenyi Kártya Folyószámlahitel tetszőleges célra felhasználható hitelkeret megszerzését teszi lehetővé a mikro- kis- és középvállalkozói ügyfélkör számára (a hiteligénylők döntő többsége mikrovállalkozás). A kibocsátott Széchenyi Kártyák teljes hitelkeret-volumene 2008 óta évente nagyjából 120-130 milliárd forintos állományon stagnál, a hitelkeretek lehívási aránya szintén stabilan 70%. A hitelt kereskedelmi bankok bocsátják rendelkezésre saját finanszírozásból, ehhez az állam kamattámogatást biztosít. A Széchenyi Kártya „hibrid” program abban az értelemben, hogy az állami kamattámogatás mellett garanciainstanzményi kezesség is társul hozzá: a kártyát csak a Garantiqa Hitelgarancia Zrt. 80%-os kezességvállalása mellett lehet igényelni, melynek díjához az állam az ügyfelek részére garanciadíj-támogatást nyújt. Az intézményi kezességvállalás csökkenti a kereskedelmi bankok kockázatait. A Széchenyi Kártya Programot a kormány tavalyi ősszel kiegészítette a Széchenyi Forgóeszközhitel, illetve Széchenyi Beruházási Hitel programokkal, amelyek már a KKV-szegmensen belüli nagyobb vállalatokat is célozzák. A kamattámogatás ezeknél is a Garantiqa Zrt. kezességvállalásával és az ahhoz biztosított garanciadíj-támogatással párosul. Az ezen programok keretében kihelyezett hitelek állománya 2010-ben még nem érte el az 1 milliárd forintot. 2011 nyarán a kormány elindította az Agrár Széchenyi Kártya konstrukcióit is, amely a Széchenyi Kártyához hasonló folyószámla-hitelkeretet biztosít mezőgazdasági vállalatok számára az Agrár-Vállalkozási Hitelgarancia Alapítvány készfizető kezességvállalása mellett.

A Széchenyi Kártya Program keretében leszerződött hitelkeretek összege



Megjegyzés: mivel a Széchenyi Kártyákat évente meg kell hosszabbítani, és a hosszabbítások is beleszámítanak az új keretnyitásokba, ezért a fenti adatok jól közelítik a fennálló hitelkeretek állományát is.
Forrás: KA-VOSZ Zrt.

A vállalati hitelezés adókedvezménnyel történő ösztönzése a közelmúltban az erről folyó hazai diskurzusban is felmerült. Így például volt olyan javaslat, amely szerint a bankok a kihelyezett új KKV-hitelek alapján valamilyen módon csökkenthetnék volna az általuk fizetendő bankadót. Egy ilyen eszköz pozitívan hathat a hitelkínálatra, mivel növeli a hitelezési hajlandóságot, és valamelyest a hitelkeresletet is élénkítheti, ha a bankok a kedvezmény egy részét átadják a vállalatoknak (olcsóbb hitelkamatok formájában). Ugyanakkor ez a pozitív hatás csak akkor érvényesül, ha az így elengedett adó megfelelő mértékű, ennek azonban természetesen vannak fiskális hatásai. Emellett az ilyen adókedvezmény azért sem hatékony, mert nem célzott: azok a bankok is igénybe vehetik, amelyek egyébként is hiteleznének.

Összefoglalás az egyes intézkedéstípusok előnyeiről és hátrányairól

	Előny	Hátrány
Állami kamattámogatás nyújtása vagy olcsó banki refinanszírozás vállalati hitelezés ösztönzése céljából	Csökkenti a hitelkamatokat, növeli a hitelkeresletet.	A kockázatvállalási korlátokat nem enyhíti; terheli a költségvetést; allokációs problémák.
Kamattámogatás nyújtása EU-s és külföldi forrásból	Csökkenti a hitelkamatokat, növeli a hitelkeresletet; nem terheli a költségvetést.	A kockázatvállalási korlátokat nem enyhíti; kötöttebb feltételrendszer; allokációs problémák.
Adókedvezmény, fiskális transzfer a vállalatokat hitelező bankoknak	Valamelyest növeli a bankok hitelezési hajlandóságát; csökkentheti a hitelkamatokat, növeli a hitelkeresletet.	A kockázatvállalási korlátokat csak kevésbé enyhíti; terheli a költségvetést; nem célzott.

3.3. HITELEZÉSÖSZTÖNZÉS RÉSZLEGES VAGY TELJES FISKÁLIS KOCKÁZATÁTVÁLLALÁSSAL

Az alacsony kockázatvállalási hajlandóság miatti hitelkínálati korlátokat leginkább az oldhatja, ha egy állami szereplő magát a kockázatot vállalja át részben a hitelnyújtó banktól. Ennek két formája lehetséges:

- *közvetlen hitelnyújtás*: ebben az esetben egy állami szereplő részben vagy egészében átveszi a bankok hitelezési funkcióját. Ilyenkor az állami szereplőt terhelik a hitelveszteségek, illetve a finanszírozás megoldása is. Magyarországon az ilyen típusú közvetlen hitelnyújtást állami tulajdonú bankok (az MFB és az Exim Bank) végzik.
- *garanciavállalás*: ilyenkor a hitelnyújtást továbbra is a kereskedelmi bankok végzik, de egy állami (közeli) szereplő garanciát vállal a kihelyezett hitelek egy részére, ezzel csökkentve a bank kockázatát. Magyarországon több államközeli cég végez ilyen feladatokat állami viszontgarancia mellett, közülük eddigi garanciavállalásait tekintve a Garantiqa Zrt., illetve az Agrárvállalkozási Hitelgarancia Alapítvány (AVHGA) számottevő méretű.⁷ Az állami viszontgarancián alapuló megoldás esetében is az állam viseli végső soron a hitelezési veszteségeket (bár azokat részben megosztja a kereskedelmi bankokkal), de a fiskális költségek elnyújtva és késleltetéssel jelentkeznek.⁸

Az állami bankok által nyújtott vállalati finanszírozás legfőbb előnye, hogy a probléma gyökerét, vagyis az alacsony kockázatvállalási hajlandóságot kezeli, illetve az, hogy ehhez már jelenleg is rendelkezésre áll az apparátus. Ugyanakkor az ilyen hitelezésből származó veszteségek (vagy adott esetben a kedvezményes kamatszint) egyéves késéssel megjelennek a költségvetésben. Emellett az ilyen hitelek finanszírozását az állami bankoknak maguknak kell előteremteniük: ez nem lesz ugyan a központi költségvetés adósságának része, de a tágabb értelemben vett – állami cégek adósságával konszolidált – bruttó államadósságot növeli. Ráadásul az állami bankok jelenleg drágábban jutnak (deviza)forráshoz, mint a magyar állam. Emellett az ilyen programoknál automatikusan fellépnek a korábban már említett allokációs problémák is.

A KKV-hitelekhez igényelhető állami garancia disztribúcióját lényegében két nagyobb szervezet végzi: a Garantiqa Zrt., illetve az Agrárvállalkozási Hitelgarancia Alapítvány (AVHGA), utóbbi alapvetően a vidékfejlesztéshez kapcsolódó vállalatok számára nyújt garanciát. Az üzleti modell mindkét szervezet esetében azonos: a szervezetek a vállalatihitel-köve-

⁷ További, kisebb méretű szervezetek: a Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. (MV Zrt.), a Start Tőkegarancia Zrt. és a UNIO Garancia Szövetkezet, de összesített piaci részesedésük alig 1-2%. Az MV Zrt. azonban a közelmúltban a kormányzat Új Magyarország Hitelgarancia programjának illetve Új Széchenyi Viszontgarancia programjának lebonyolítójává vált, ennek keretében összesen 58 milliárd forint értékben vállalhat garanciát 100%-os állami viszontgarancia mellett.

⁸ Ugyanakkor ezzel némileg rontják a költségvetés átláthatóságát, és könnyen azt a hamis illúziót keltik, hogy az állami beavatkozásnak valójában nincsen költsége. Ehhez lásd még részletesebben: P. Kiss (2011), pp. 14.

lések legfeljebb 80%-ig vállalnak készfizető kezességet, amelynek 2011 júniusáig 70%-át, egy jelenlegi törvénymódosítás nyomán⁹ azonban már 85%-át az állam – a költségvetési törvény alapján – viszontgarantálja. A garancia mértéke a bank és a garanciaszervezet közötti kockázatmegosztás miatt fontos, az állami viszontgarancia mértéke pedig a garanciaszervezetek tőketerhelése és garancianyújtó képessége miatt. Ez utóbbi képességet növeli az is, hogy a 70/2011. kormányrendelettel a kormányzat májusban 100%-ról 50%-ra csökkentette a Garantiqa Zrt. és az AVHGA garanciavállalásai önrészenek (állam által nem viszontgarantált részenek) kockázati súlyát.¹⁰ A garanciáért a bankok vagy az adós garanciadíjat fizetnek a garancianyújtó szervezeteknek. Ebben a konstrukcióban az állam mérlegen kívüli kötelezettségeket vállal (a közvetlen adósságmutatókat tehát nem rontja *azonnal*), de végső soron a hitelezési veszteségek itt is a költségvetést terhelik. Az allokációs problémák ennél a megoldásnál valamelyest kisebbek, hiszen a bankrendszer és az állam közötti kockázatmegosztás arra ösztönzi a bankokat, hogy alapos vállalati hitelminősítést, kockázatértékelést végezzenek.

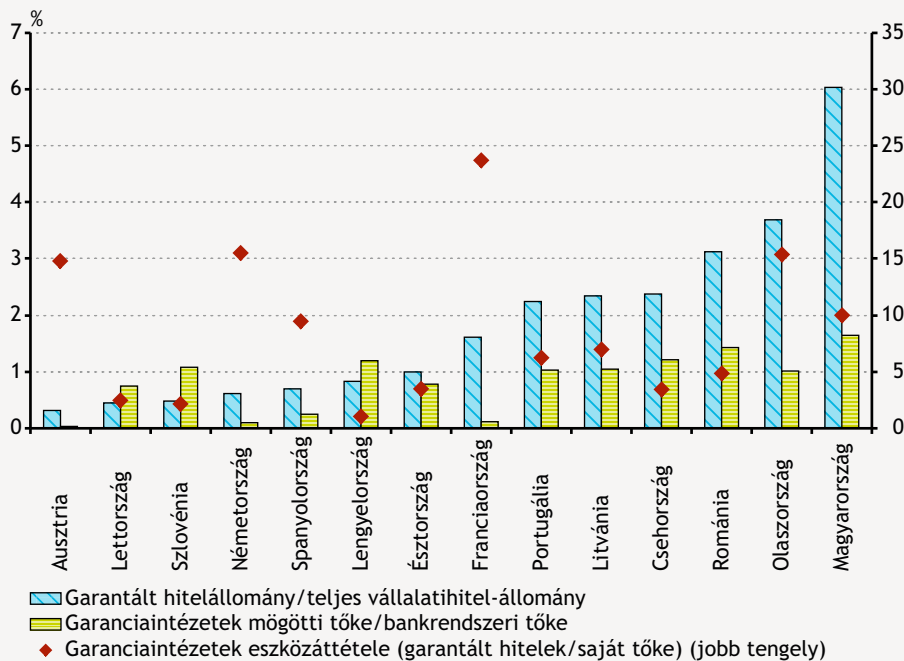
2. keretes írás

A garanciaintézmények európai gyakorlata

Az európai összehasonlítás azt mutatja, hogy Magyarországon a garanciaszervezetek (és az állami viszontgarancia) szerepe a vállalati hitelezésben kiemelkedő a kontinens többi országához képest.

Európában alapvetően háromféle garanciaintézmény-típus létezik: a Magyarországon is létező állami konstrukció, a KKV-vállalatok szövetségéből létrejövő garanciaszövetkezetek (Mutual Guarantee Institutions), illetve olyan vegyes garanciaszövetkezetek, amelyekben az állam is részt vesz. A garanciaszövetkezetek egyrészt a garancia nyújtásával könnyítik meg a vállalatok hitelhez jutását, amely kiváló és gyorsan érvényesíthető fedezetnek számít. Másrészt a garanciaszövetkezetnek a tagok közötti folyamatos és részletes ellenőrzése (*peer monitoring*) csökkenti az információs aszimmetriát, így az adott vállalat tagsága a bank számára pozitív üzenetet hordoz növelve ezzel hitelezési hajlandóságát.

A garanciaintézmények saját tőkéje és a garantált vállalatihitel-állomány 2009 végén



Forrás: EKB, AECM.

⁹ 2011. évi LXIV. törvény a személyi jövedelemadóról szóló 1995. évi CXVII. törvény, valamint az államháztartásról szóló 1992. évi XXXVIII. törvény és egyes kapcsolódó törvények módosításáról szóló 2006. évi LXV. törvény módosításáról (hatályos: 2011. június 18.).

¹⁰ A 2006/48/EK európai irányelv elvileg lehetőséget ad arra is, hogy a szabályozó – a Bizottság tájékoztatása mellett – akár ennél alacsonyabb kockázati súlyt is hozzárendeljenek a Garantiqa és az AVHGA saját kezességvállalásaihoz.

A válság során a garanciaszervezetek szerepe jelentősen felértékelődött: az AECM (European Association of Mutual Guarantee Societies) adatai szerint az új garanciavállalások mennyiségi alapon 60%-kal nőttek 2009-ben, szemben a korábban tapasztalt átlagos 8%-os növekedéssel. Emellett a garanciaintézmények enyhítették a feltételeiket, így csökkentek a garanciadíjak, emelkedett a hitelek garanciával fedezett része, valamint igyekeztek a minősítési eljárást is gyorsítani. További érdemi anticiklikus lépés volt új termékek bevezetése, úgymint a lízingkonstrukciók és a forgóeszközhitel garanciái. Az utóbbi különösen sikeresnek bizonyult, mivel a speciális válságkezelésre kialakított garanciaprogramok kétharmada – közel 12 milliárd euro – forgóeszközhitel fedezetére ment el 2009-ben, ami közel százezer kis- és középvállalaton segített.¹¹ Egyedi adatokon végzett elemzések rámutatnak, hogy a garanciaszövetkezetek hitelkorlátokat mérséklő hatása a pénzügyi válság során is fennmaradt, így a tagoknál kisebb volt a valószínűsége pénzügyi feszültségeknek.¹²

Nemzetközi összehasonlításban, Magyarországon kiemelkedő volt a garanciavállalási tevékenység. A teljes nem pénzügyi vállalatihitel-állomány 6%-a volt garantálva 2009-ben, miközben az európai átlag 1,5% körül alakult.¹³ Emellett Magyarországon a garanciaintézmények saját tőkéje is a legmagasabb a bankrendszer tőkéjéhez viszonyítva. A garanciaintézmények átlagos tőkeáttétele (garantált hitelállomány/saját tőke) 10-szeres mértékű volt Magyarországon (bár nagy intézmények közötti aszimmetriával), amely nagyjából az európai átlagnak felel meg, de elmarad a Németországban és Ausztriában tapasztaltaktól. Összességében látható, hogy a hitelkínálati korlátok miatt nagymértékben volt szükség a hitelgaranciákra Magyarországon, enélkül jóval erőteljesebb lenne a visszaesés a vállalati hitelezésben. Figyelembe véve a garanciák kihasználtságát, az eszköz sikeresnek tekinthető a bankok kockázatkerülésének csökkentésében.

A válság kitörése óta mind a közvetlen állami hitelezés, mind az államilag garantált hitelek jelentősége nőtt a bankrendszerben. Az állami bankok által közvetlenül nyújtott vállalati hitelek súlya az összes vállalati hitelen belül a 2008. szeptemberi 2,7%-ról 2011 elejére 4,2%-ra (294 milliárd forint) nőtt. Az állami viszontgarancia mellett nyújtott hitelek aránya pedig még ezt is meghaladta: a legnagyobb garanciaszervezetek által vállalt együttes garanciavolumen 2010 végén a vállalati hitelek 6,5%-a (432 milliárd forint) volt. Ugyanakkor sem a közvetlen állami hitelezés, sem az emelkedő garanciavállalás nem volt képes ellensúlyozni a kereskedelmi bankok vállalati hitelezésének masszív – 2008 és 2010 vége között több mint 900 milliárd forintos – visszaesését.

Az állami bankok és garanciaszervezetek növekvő szerepe azonban a költségvetési kiadások emelkedésében is jelentkezett. Az államot 2010-ben mintegy 21 milliárd forintos kiadás terhelte a garanciaszervezetek kockázatvállalásainak állami viszontgaranciájából, ráadásul a tényleges kiadások meghaladták a tervezettet. Az állami bankok tevékenysége is növelte az államháztartás hiányát, mivel tavaly év végén ezeknél mintegy 20 milliárd forintos tőkeemelési kellett végrehajtani.

Összességében a két eszköztípus közül jelenlegi működési formájukban – figyelembe véve a beavatkozás fiskális költségeit is – a garanciaszervezetek tűnnek hatékonyabbnak a vállalati hitelezés ösztönzésében:

- a garanciaszervezetek azonos mennyiségű saját tőkével, jóval nagyobb kockázatvállalást és tőkeáttételt képesek elérni (mivel kötelezettségvállalásaik részben államilag garantált, részben alacsonyabb kockázati súlyú mérlegen kívüli tételek). Itt kiemelhető, hogy a garanciaszervezetek nem mindegyike használja kielégítő mértékben a rendelkezésére álló erőforrásokat: egyes társaságok tőkeellátottsága a jelenleginél lényegesen magasabb garanciavállalást is lehetővé tenné. Itt tehát az intézményi rendszer jelentős tartalékkal rendelkezik.
- a garanciaszervezetek – különösen a kockázatvállalás mértékéhez képest – kevésbé terhelik azonnali, konkrét kiadásokkal a költségvetést. A garanciaszervezetek vállalati ügyfélköre egyértelműen jobb hitelminőséget mutat, mint az állami bankoké: a nemteljesítő vállalatok aránya az utóbbiak esetében átlagosan kétszeresen meghaladja a garanciaszervezetekét.

¹¹ Bővebben: AECM (2010).

¹² Bővebben: Bartoli et al. (2010).

¹³ A hazai adat ugyanakkor az önkormányzati, illetve nagyvállalati hitelekre vállalt garanciákat is tartalmazza, míg a külföldi szervezetek adatainál erről nincsen információ. Azonban ha csak a KKV-hitelekre vállalt garanciák állományát viszonyítjuk az összes vállalati hitelhez, akkor a garantált állomány aránya még mindig közel 5% lenne, ami még mindig kiemelkedőnek tekinthető.

tek hasonló adatát. Ebben feltehetően az is szerepet játszik, hogy a garanciaszervezetek kockázatvállalása nem 100%-os, vagyis a kereskedelmi bankok is viselik a nemteljesítő ügyletek veszteségeinek egy részét, valamint a hitelminősítési folyamatnak is részesei. Ez valószínűleg már önmagában is csökkenti az allokációs problémákat (a „rossz” vállalatok hitelezésének kockázatát). Természetesen ez egyúttal az eszköz hatékonyságát is mérsékelheti, hiszen egy bizonyos mértékű banki kockázatvállalás is szükséges a garanciaszervezetek ügyleteinek létrejöttéhez. Emellett az állami garanciavállalások mértékének növelése a költségvetés átláthatóságát is csökkenti, és a garanciavállalásokból származó veszteségek végül ugyanúgy a költségvetési kiadásokat növelik.

Fontos ugyanakkor hangsúlyozni, hogy minden lehetséges beavatkozás szükségszerűen a költségvetés kiadásainak növekedésével jár együtt.

Összefoglalás az egyes intézkedéstípusok előnyeiről és hátrányairól		
	Előny	Hátrány
Közvetlen állami hitelnyújtás az állami bankokon keresztül	A kockázat átvállalásával enyhíti a banki hitelkínálati korlátokat.	Terheli a költségvetést; implicit államadósság keletkezik; allokációs problémák.
Állami garanciavállalás vállalati hitelekre	A kockázat átvállalásával enyhíti a banki hitelkínálati korlátokat; nem keletkeztet (azonnal) állami adósságot; a kockázatmegosztás csökkenti az erkölcsi kockázatot.	Terheli a költségvetést; állami függő kötelezettségvállalást keletkeztet.

3.4. HITELEZÉSÖSZTÖNZÉS PRUDENCIÁLIS ESZKÖZÖKKEL

A prudenciális szabályozás a minimálisan elvárt banki szavatoló tőke nagyságára, illetve az eredménycsökkentő értékvesztésképzésre vonatkozik, és mint ilyen, lényegesen befolyásolja mind a bankok hitelezési képességét (a tőkekorlátok miatt), mind pedig a hitelek árazását (a szükséges szavatoló tőke tőkeköltése miatt). Ezért abban az esetben, ha a vállalati hitelek után szükséges szavatoló tőke elvárt szintje csökken, akkor

- *csökken a banki tőkekorlát:* ha például a KKV-hitelek tőkekövetelménye felére csökken, akkor a bank (vagy garanciaszervezet) kétszer akkora állományt tud kihelyezni ugyanakkora szavatoló tőke mellett;
- *csökken a bankhitelek árában érvényesített tőkeköltés, így csökkenhet a hitel kamata is:* ennek hatása azonban a valóságban igen korlátozott. Mivel a (nagy)vállalati hitelek kockázati súlya 100%, vagyis a tőkekövetelmény a kitettség 8%-a, ezért 100 egységnyi (nagy)vállalati hitel tőkeköltése – 20%-os elvárt ROE-t (Return on Equity, sajáttőke-arányos megtérülés) feltételezve – 1,6 egység. Vagyis még a legmagasabb kockázati súlyú vállalati hitel tőkekövetelményének (legradikálisabb) nullára csökkenése is csak legfeljebb alig 160 bázisponttal csökkentheti a hitelkamatot.

A prudenciális szabályozás elsődleges célja azonban az, hogy a bank (vagy a garanciaszervezet) az egyes hitelek után azok hitelkockázatával arányos tőkét tartson, illetve, hogy a követeléseire azok várható megtérülése alapján képezzen veszteséget. Ez tehát már önmagában is ellentétes a hitelezésösztönzés céljával. Emellett a prudenciális szabályozás kereteit az Európai Tőkedirektíva jelöli ki, a magyar szabályozás pedig ennél legfeljebb szigorúbb lehet. Ez azonban jelenleg nem jellemző: az Európai Tőkedirektíva hazai implementációja során a vállalatitőke-követelményre a hazai szabályozás is a lehető legnagyobb kedvezményt érvényesítette. Így például a KKV-hitelek kockázati súlya a sztenderd módszer szerint 75%, szemben a nagyvállalati hitelek 100%-os kockázati súlyával (noha anekdotikus információk alapján ezt jelenleg nem minden kereskedelmi bank használja ki). A fejlett módszer (IRB) hazai szabályozása is ugyanazokat a tőkekedvezményeket adja a kisebb vállalatok számára, mint az Európai Tőkedirektíva, illetve nem érhető el érdemi tőkekövetelmény-csökkenés a KKV-állományt garantáló költségvetés-közei szervezetek kedvezményesebb besorolásával sem.

Korábban említettük, hogy a kormányzat májusban 100%-ról 50%-ra csökkentette a garanciaszervezetek garanciavállalásai önrészeinek (állam által nem viszontgarantált részének) kockázati súlyát. E módosítás hatására a garanciaszervezetek

tőke megfelelése a jelenlegi értékekről akár meg is duplázódhat. Ugyanakkor ennek a lépésnek nem az volt a célja, hogy a bankok tőkeköltsége csökkenjen, hanem hogy a garanciaszervezetek több garanciát tudjanak nyújtani.

További lehetőség lenne, ha a garanciaszervezetek által garantált követelések mögötti állami viszontgaranciát – a közel-múltbeli módosítás utáni immár 85%-os szintről is – még tovább növelnék (lásd még a 3.3. alfejezet). Így csökkenhetne azoknak a bankoknak a tőkekövetelménye, amelyek ilyen garanciát vesznek igénybe a hitelek után. Az így elérhető tőkecsökkentési potenciál azonban igen alacsony: a garanciaszervezetek által garantált hitelek tőkekövetelménye banki szempontból összesen alig 2,2%¹⁴ (tőkeköltsége pedig nagyjából 40 bázispont). Ráadásul az állami kezességvállalás kiterjesztése a költségvetés közvetlen terhelésével járna együtt.

Emellett elvileg az értékvesztés-képzési szabályok lazítása is elképzelhető: ekkor a bankoknak kevesebb értékvesztést kellene megképezni a nem problémamentes hitelekre, ami javítaná az eredményüket és ezáltal a tőkehelyzetüket. Az erre vonatkozó 250/2000. kormányrendelet azonban jelenleg is igen nagy mozgásteret enged a bankoknak, amelyeknek lényegében a várható veszteségeik alapján kell a hitelekre értékvesztést képezni. Ennek további lazítása a számviteli alapelvek és a prudenciális szempontok megsértése nélkül nem lehetséges.

Az egyetlen érdemi banki tőke könnyítés a hazai szabályozó, a PSZÁF által diszkrecionálisan kirótt II. pillér alatti (SREP) egyedi banki többlettőkekövetelmény-elvárások csökkentésével lenne elérhető. Az így előírt többlettőke azonban elvileg prudenciális megfontolásokból került előírásra, így hitelezésösztönzési célból való eltörlése negatív hatású lenne a banki sokk-ellenállóképesség szempontjából.

Összefoglalás az egyes intézkedéstípusok előnyeiről és hátrányairól		
	Előny	Hátrány
A garanciaszervezetek saját kezességvállalásai utáni tőkekövetelmény csökkentése	A garanciaszervezetek tőkekorlátai (tovább) lazulnak.	Nem hatékony, ezeknél a szervezeteknél jelenleg nincsen tőkekorlát.
Állami kezességvállalás arányának növelése a garanciaszervezeteknél	Tovább csökkenti a garantált hitelek banki tőkekövetelményét; csökkenti a garanciaszervezetek tőkeigényét is.	Nem hatékony, a nyert tőkeelőny elenyésző; többletteleher a költségvetésre; erkölcsi kockázat a garanciaszervezeteknél.
Prudenciális követelmények (SREP vagy értékvesztés-képzési szabályok) enyhítése	Olyan beavatkozás, aminek fiskális hatásai (rövid távon) nincsenek.	Sérti a számviteli alapelveket és a prudenciális szempontokat, hosszú távon rontja a pénzügyi stabilitást.

3.5. HITELEZÉSÖSZTÖNZÉS ADMINISZTRATÍV ESZKÖZÖKKEL

A hitelkínálati korlátok enyhítése olyan módon is elképzelhető, ha

- *a szabályozó valamilyen más, a bankok számára nyújtott támogatás feltételévé teszi a hitelezés fenntartását:* ilyen eszköznek volt tekinthető, amikor az MNB a 6 hónapos swaptenderen való részvételt a vállalati hitel-állomány fenntartásához kötötte (lásd még: 3.1-es alfejezet). Hasonló elvárásokat fogalmazott meg az állam az FHB-ban történt tőkeemelés, illetve az MFB, az FHB és az OTP számára történt 2009 eleji kedvezményes devizahitel-folyósítás során is. Ezek az eszközök azonban nem hatékonyak: ha nem társul hozzájuk szankció, akkor a feltételeket a kedvezményezettek nem tartják be, ha viszont kemény szankció társul hozzájuk, az az eredeti segítségnyújtás, támogatás céljával kerülhet konfliktusba;

¹⁴ A Garantiqua és AVHGA által garantált banki hitelek tőkekövetelménye a következőképpen számolódik: a hitelekre a garanciaszervezetek 80%-ig vállalnak garanciát, ennek 85%-a mögött pedig állami kezességvállalás áll. A hitel kockázati szempontból tehát három részre osztható: egy állami kezességvállalással védett rész ($80 \times 85 = 68\%$), egy, a garanciaszervezet tőkéjével védett rész ($80 \times 15 = 12\%$), illetve a bankra jutó kockázat (20%). Az állami kezességvállalás kockázati súlya: 0%, a garanciaszervezetek által védett részé: 100%, bár a KKV-hitelek esetében az adós kockázati súlya csak 75%, ezért a KKV-knál az alacsonyabb értéket kell figyelembe venni. A bankra jutó rész kockázati súlya: 75%. Így a teljes hitel kockázati súlya legfeljebb: $68 \times 0 + 12 \times 100 + 20 \times 75 = 27\%$. Ennek 8%-a, vagyis 100 egység hitelre 2,16 egység tőke a tőkekövetelmény.

- az állam szabályozói eszközökkel erősíti a hitelezők jogait: ez egyfelől csökkenti a hitelezők kockázatait, tehát a kockázatvállalási korlátokat enyhíti, másfelől viszont a hitelezők jogai alapvetően csak a hitelfelvevők rovására növelhetők, ami a hitelkeresletet csökkentheti. A nemzetközi összehasonlítások azt mutatják, hogy Magyarországon a hitelezői jogok, illetve a jogi eljárások idő-, illetve adminisztrációigénye inkább a középmezőnybe sorolható (1. táblázat), így számos helyen lehet javítani a hatékonyságot, amelyek pozitívan hathatnak a bankok kockázatvállalási hajlandóságára. Mivel azonban ezek a kérdések nem tekinthetők jegybanki kompetenciának, ezért itt részletesebben nem foglalkozunk velük.

Összefoglalás az egyes intézkedéstípusok előnyeiről és hátrányairól

	Előny	Hátrány
Adminisztratív intézkedésekkel való ösztönzés	Nincsen fiskális terhelés.	Egyéb, nem kívánatos externáliái lehetnek; hatékonysági problémák.

1. táblázat

Adminisztratív terhek hitelezői jogok érvényesítése szempontjából a Világbank *Doing Business* adatbázis alapján (2010)

Ország	Hitelező jogai index (1 és 10 között)*	Jogi eljárások száma szerződésérvényesítéskor (db)	Szerződésérvényesítéshez szükséges napok száma	Fizetéseketelenség lezárása** (év)
Ausztria	7	25	397	1,1
Bulgária	8	39	564	3,3
Csehország	6	27	611	3,2
Dánia	9	35	410	1,1
Egyesült Királyság	9	28	399	1,0
Észtország	7	36	425	3,0
Finnország	7	32	375	0,9
Franciaország	7	29	331	1,9
Görögország	3	39	819	2,0
Hollandia	6	26	514	1,1
Írország	8	20	515	0,4
Lettország	9	27	309	3,0
Lengyelország	9	38	830	3,0
Litvánia	5	30	275	1,5
Magyarország	7	35	395	2,0
Németország	7	30	394	1,2
Norvégia	7	33	280	0,9
Olaszország	3	41	1210	1,8
Portugália	3	31	547	2,0
Románia	8	31	512	3,3
Spanyolország	6	39	515	1,0
Svájc	8	31	417	3,0
Svédország	5	30	508	2,0
Szlovákia	9	31	565	4,0
Szlovénia	5	32	1290	2,0
USA	8	32	300	1,5

* Mennyire erősek a hitelező jogai fedezetérvényesítéskor, illetve felszámoláskor (1 a leggyengébb, 10 a legerősebb).

** A felszámolási eljárás során a bírósághoz fordulás és az utolsó eszköz rendezéséig eltelt évek száma.

Forrás: 2010 World Bank *Doing Business* adatbázis.

4. Összegzés

Magyarországon a 2009. évi recesszió után a gazdaság ismét növekedésnek indult, ezt a fordulatot azonban a vállalati hitelezés eddig nem követte. Így növekszik annak a valószínűsége, hogy megvalósul a szakirodalomban „hitelezés nélküli növekedésnek” nevezett jelenség. Bár a hitelezés újraindulása nélkül is lehetséges gazdasági bővülés, ez – a vonatkozó kutatások szerint – általában alacsonyabb ütemű, mint a hitelezéssel támogatott növekedés esetén.

Az MNB stábja a válság kitörése óta már számos alkalommal foglalkozott a vállalati hitelek visszaesésének okaival, illetve a hitelezés fellendítésének lehetséges eszközeivel. Ezek az elemzések egy része publikálásra került, más része – különösen a hitelezésélénkítés eszközeivel kapcsolatban – nem, így jelen tanulmány egyfajta hiánypótló munkaként is szolgál.

A korábbi kutatások azt mutatták, hogy a hazai vállalati hitelezés visszaesésében alapvetően a bankok hitelkínálatának korlátossága játsza a legfontosabb szerepet. A hitelkínálatot két tényező határozza meg: a bankok hitelezési képessége (tudnak-e?), illetve hitelezési hajlandósága (hajlandóak-e hitelezni?). Magyarországon a bankok hitelezési képessége a 2008-as megrázkódtatások után többé-kevésbé helyreállt. A hitelezési hajlandóságban azonban nem következett be fordulat: a bankok alacsony kockázatvállalási hajlandósága az elmúlt két évben folyamatosan szűkítette a hitelkínálatot. Mindezt a romló hitelportfólió és a vállalati hitel-képesség nehezülő megítélése okozta.

Elemzésünkben áttekintettük valamennyi, elméletileg szóba jöhető – akár a kereslet, akár a kínálat ösztönzésére alkalmas – eszközt, amelyekkel a vállalati hitelezés élénkítése lehetséges. Megvizsgáltuk a jegybank, a fiskális kamattámogatás és a fiskális kockázatátvállalás lehetőségeit, valamint a prudenciális, illetve adminisztratív eszközöket. Ezek közül a jelenlegi helyzetben alapvetően a fiskális kockázat átvállalása, vagyis a banki hitelkockázatok részbeni, állam általi átvállalása tűnik a leghatékonyabb módszernek, hiszen a hitelezés visszaesését is az alacsony kockázatvállalási hajlandóság okozza. Az állam a vállalatok hitelkockázatát alapvetően két módon képes magára vállalni: közvetlen (vagy állami bankokon keresztül) hitelnyújtással vagy garanciavállalással.

A válság kitörése óta mindkét eszköz bevetésre került, így mind az állami bankok közvetlen hitelezésének, mind a garanciaszervezetek által átvállalt kockázati volumennek nőtt a súlya a hazai vállalati hitelezésben. A kereskedelmi banki hitelek nagymértékű visszaesését azonban mindez nem volt képes – és nem is lehetett képes – ellensúlyozni, emellett pedig mind az állami bankok, mind pedig a garanciaszervezetek kockázatvállalásai is jelentős veszteségeket okoztak a költségvetés számára.

Mindezek ellenére mind az állami bankok, mind pedig a garanciaszervezetek pénzügyi helyzete lehetővé tenné, hogy tovább bővítsék tevékenységüket. Így ezek a szervezetek akár további több százmilliárd forintos nagyságban is képesek lennének vállalati hitel-kockázatok átvállalására, és ezáltal a hitelezés ösztönzésére. Az ilyen programoknak a hitelvesztéseken keresztül költségei azonban igen hamar jelentkezhetnek a költségvetésben. E tekintetben a garanciaszervezetek tűnnek hatékonyabb vállalati hitelezést ösztönző eszköznek: a kockázatvállalási jellegükből fakadóan nagyobb tőkeáttétellel tudják hasznosítani saját tőkéjüket, és – legalábbis az eddigi tapasztalatok alapján – állományarányosan alacsonyabb veszteségeket okoznak az államnak (mivel az ő esetükben a kereskedelmi bankok a hitelminősítésben és a kockázatvállalásban is részt vesznek).

Szem előtt kell tartani azonban, hogy ha a gazdaságpolitika aktívabban kívánja élénkíteni a vállalati hitelezést, akkor az szükségszerűen magasabb fiskális kiadásokat is okoz.

Végezetül figyelembe kell venni azt is, hogy a hitelezés kockázatainak az állam általi nagyobb mértékű átvállalása csak átmeneti és részleges megoldás lehet, mivel az állam nem veheti át (és nem is feladata átvenni) a pénzügyi közvetítők szerepét. Így a hitelezés tartós helyreállása nem képzelhető el a stabil és kiszámítható gazdasági fellendülés nélkül.

Felhasznált irodalom

ABIAD, A.–G. DELL'ARICCIA–B. LI (2011): Creditless Recoveries. *IMF Working Paper*, WP/11/58.

AECM (2010): *Guarantees and the recovery: The impact of anti-crisis guarantee measures*. Brussels, AECM. URL: <http://www.aecm.eu/servlet/Repository/report-on-performance-of-anti-crisis-guarantee-measures.pdf?IDR=150>. Letöltve: 2011. szeptember 22.

BALOGH CSABA–NAGY MÁRTON (2009): *Vállalati hitelezés ösztönzése nem hagyományos monetáris és fiskális eszközök segítségével. Tájékoztató a Monetáris Tanács számára*. Kézirat. Budapest, MNB.

BARTOLI, F.–G. FERRI–P. MURRO–Z. ROTONDI (2010): Bank-firm relations and the role of Mutual Guarantee Institutions during the crisis. *Working Paper*, 0034. Southern Europe Research in Economic Studies.

FÁBIÁN GERGELY–HUDECZ ANDRÁS–SZIGEL GÁBOR (2010): A vállalati hitelezés visszaesése Magyarországon és a kelet-közép-európai régióban. *MNB-szemle*, október.

MAGYAR NEMZETI BANK: *Felmérés a hitelezési vezetők körében a bankok hitelezési gyakorlatának vizsgálatára*. Budapest, MNB.

MAGYAR NEMZETI BANK (2011): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, április.

P. KISS GÁBOR (2011): Mozgó célpont? Fiskális mutatók jegybanki szemszögből. *MNB-tanulmányok*, 92.

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

MNB-tanulmányok 95.

A vállalati hitelezés ösztönzésének eszközei

2011. szeptember

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

