

NÖVEKEDÉSI HITELPROGRAM

Az első **18** *hónap*



2014

TANULMÁNYKÖTET
A NÖVEKEDÉSI HITELPROGRAM
EDDIGI EREDMÉNYEIRŐL

Növekedési Hitelprogram

Az első 18 hónap

Jelen kiadvány a mintegy másfél éve elindított Növekedési Hitelprogramot és annak eddigi eredményeit hivatott bemutatni.

A tanulmánykötetben szereplő cikkek szerzői:

Bokor Csilla

Endrész Mariann

Fellner Zita

Hidasi Balázs

Komlóssy Laura

Lehmann Kristóf

Módos Dániel

Oláh Zsolt

Pogácsás Péter

Pellényi Gábor

Plajner Ádám

Dr. Szöllősi László

Vadkerti Árpád

Várpalotai Viktor

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank
Felelős kiadó: Hergár Eszter
1054 Budapest, Szabadság tér 9.
www.mnb.hu

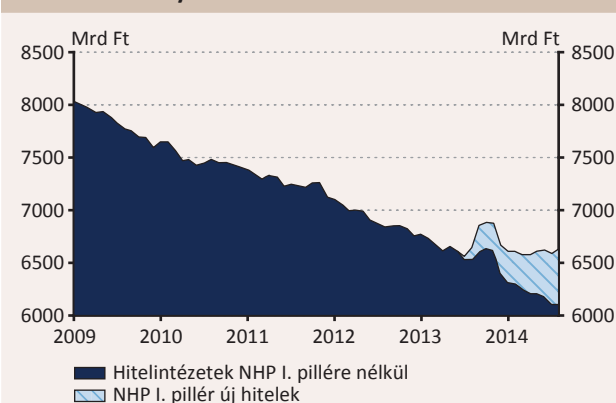
Tartalom

Előszó	5
Komlóssy Laura – Lehmann Kristóf – Vadkerti Árpád: Nemzetközi kitekintés a jegybanki hitelösztönző eszközökre	7
Dr. Szöllősi László – Pogácsás Péter: Kedvezményes magyar KKV finanszírozási programok és az NHP	17
Módos Dániel – Bokor Csilla – Hidasi Balázs: Az NHP-ban nyújtott hitelek és a hitelfelvevő vállalatok fontosabb jellemzői	26
Bokor Csilla – Fellner Zita – Plajner Ádám: A Növekedési Hitelprogramban felvett hitelek felhasználása és várható hatása – egy kérdőíves felmérés eredménye	33
Endrész Mariann – Oláh Zsolt – Pellényi Gábor – Várpalotai Viktor: Az NHP első és második szakaszának 2013–2014. évekre vonatkozó makrogazdasági hatásai	40

Előszó

Másfél évvel ezelőtt, 2013 júniusában indította útjára Növekedési Hitelprogramját (NHP) a Magyar Nemzeti Bank. 2014. október végéig több mint 16000 mikro-, kis- és középvállalkozás (KKV) jutott növekedési hitelhez összesen 1153 milliárd Ft értékben¹, ami a teljes vállalati hitelállomány hatodát, a KKV-hitelállománynak pedig negyedét teszi ki. Az NHP mérete nem csak az egyéb hazai, KKV-finanszírozási programokhoz, hanem más nemzetközi hitelösztönző programok nagyságához viszonyítva is kimagasló.

Az NHP keretében nyújtott új hitelek hatása a vállalati hitelek állományára



Forrás: MNB.

Az MNB hitelprogramja számos csatornán keresztül élénkíti a gazdaságot. Az első szakaszban az új hitelek mellett nagy hangsúly volt a hitelkiváltásokon is, ami egyrészt versenyt generált a hitelintézetek között, másrészt pedig a korábbi – jelentős részben devizában denominált – adósságok terheit csökkentve járult hozzá a vállalkozások hitelképességének javulásához, az üzleti aktivitás élénküléséhez, munkahelyek megőrzéséhez. A második szakaszban a hangsúly az új hitelekre helyeződött, és ezen belül is a beruházási hitelekre, ami által a program gazdasági növekedésre, munkahelyteremtésre gyakorolt hatása nagyobb mértékben a termelőkapacitások bővítésén keresztül valósul meg.

Az indulás óta eltelt idő alatt kellő mennyiségű tapasztalat halmozódott fel ahhoz, hogy átfogó képet tudjunk adni a program

hatásairól, a kitűzött célok teljesüléséről. A legfontosabb kérdés, hogy vajon az NHP milyen mértékben járul hozzá a hitelpiaci problémák enyhítéséhez, és ezen keresztül a gazdasági növekedéshez. Az elmúlt időszak gazdasági adatai kedvező képet festenek mind a vállalati hitelezés, mind pedig a beruházás és kibocsátás alakulásáról, ezért fontos kérdés, hogy milyen szerepet tölthetett és tölt be ebben a hitelprogram, és különösen időszerű mély elemzések segítségével kiértékelni az elmúlt 18 hónapot.

Jelen kötet tanulmányai több aspektusból világítják meg a program fontosabb jellemzőit, jelentőségét, és az esetleg már most látható eredményeit.

Az első tanulmány más jegybankok hasonló nemkonvencionális, hitelösztönző eszközei között helyezi el a magyar programot. Az ilyen típusú jegybanki eszközökről általában elmondható, hogy újszerűek, melyek alkalmazására a válság előtt alig volt példa. Mivel az eszköztár nem kanonizált, és mivel minden nemkonvencionális eszközt alkalmazó jegybank más kihívásokkal szembesül, a problémákra adott válaszok eltérőek, azonban egyúttal lehetőség nyílik új, kreatív ötletek megvalósítására is. A megvizsgált programok volumenének összevetéséből kiderül, hogy GDP-arányosan az NHP keretében került folyósításra a legnagyobb összeg.

A második tanulmány a hazai KKV-finanszírozási programok palettáján mutatja be a Növekedési Hitelprogramot. Megállapítja, hogy a kedvezményes hitelprogramok feltételeivel összehasonlítva a legtöbb paraméter vonatkozásában az NHP kínálja a legkedvezőbb feltételeket. A vállalkozók által fizetendő hitel költségek, a felhasználási célok széles köre, a maximálisan igénybe vehető hitelösszeg tekintetében a legelőnyösebb feltételek az NHP-ban állnak rendelkezésre, és a futamidő tekintetében is a legelőnyösebb programok közé tartozik. Az NHP bevezetése és gyors felfutása jelentősen alakította a hazai KKV-finanszírozási piacot. A kedvezményes hitelprogramok és a monetáris politikai eszközként működő NHP együttes hitelállományának aránya a KKV-hitelállományon belül bő egy év alatt háromszorosára nőtt. Ez az arány 2014. szeptember 30-ra megközelítette a 40%-os mértéket, ami jelentős hatással van a teljes KKV-hitelezési piac feltételeire és szerkezetére.

¹ A kiadványban szereplő egyes tanulmányokban ettől különböző, korábbi időpontokban fennálló igénybevételi adatok szerepelhetnek a mögöttes elemzések eltérő időigénye miatt.

A harmadik tanulmány az NHP két szakaszát hasonlítja össze. Az elemzés szerint a hosszabb rendelkezésre állási időnek és a program finomhangolásainak köszönhetően számottevően emelkedett a mikrovállalkozások súlya a programban, összhangban az átlagos hitelméret csökkenésével. Jóllehet az MNB-nek nincs ágazati preferenciája, a mezőgazdaság részesedése kiemelkedik a második szakaszban, részben annak köszönhetően, hogy az EU-s támogatások előfinanszírozására felvett hitelek jelentős része ebbe az ágazatba irányul. A mezőgazdaság részesedésének emelkedése a KKV-hitelezés regionális koncentrációjának csökkenését is eredményezte.

Az MNB kérdőíves felmérést végzett a programban részt vevő vállalkozások körében, melynek célja az volt, hogy első kézből szerezzon mikroszintű információkat a reálgazdasági hatásról. A negyedik tanulmány ezen felmérés eredményeit foglalja össze. Ezek közül talán a legfontosabb, hogy az NHP nélkül a programban folyósított hitelek összegének közel 40 százaléka egyáltalán nem, és további közel egyharmada pedig csak részben került volna folyósításra. A felmérésben részt vevő vállalkozások jelentős része önmagát átlagos jövedelmezőségű, stabil vállalkozásként határozta meg, amelyet a program elindítását megelőzően számos tényező – elsősorban a magas hitelkamat – korlátozott a hitelfelvételben. Külön kiemelendő,

hogy a válaszadók közel egynegyedénél kifejezetten az NHP nyújtotta lehetőség miatt fogalmazódott meg egy új beruházás ötlete.

Az ötödik tanulmány a „végső” kérdésre keresi a választ, vagyis hogy milyen reálgazdasági hatásai voltak a hitelprogramnak makroszinten. A szerzők több módszerrel is becslést adnak a hitelkínálat és a beruházási hitelkereslet oldaláról egyaránt. A hitelkínálati megközelítés alapján 0,5-1,1 százalékos, míg kereslet oldalról 0,3-0,9 százalékos összesített GDP-bővülés adódik a hitelprogram 2013-2014 években folyósított hiteleinek következtében. Mindez egybeesik az MNB előzetes várakozásával, és megerősíti, hogy az NHP jelentős szerepet játszik a magyar gazdaság növekedési pályára állításában.

A tanulmányok különböző megközelítési módjai, eltérő módszertanai – reményeink szerint – intellektuális élménnyel szolgálnak mindazok számára, akiket érdekel a nemkonvencionális jegybanki eszközök világa, a hitelösztönző programok működési mechanizmusa, de azok számára is, akiket egyszerűen csak az foglalkoztat, hogyan állhat talpra a magyar gazdaság az elmúlt közel egy évszázad legnagyobb globális gazdasági válsága okozta megrázkódtatásból, és ebben milyen szerepet vállal a Magyar Nemzeti Bank.

Komlóssy Laura – Lehmann Kristóf – Vadkerti Árpád: Nemzetközi kitekintés a jegybanki hitelösztönző eszközökre

ÖSSZEFOGLALÓ

A jegybanki nemkonvencionális eszközökről elmondható, hogy újszerűek, melyek alkalmazására a válság előtt a japán jegybankot leszámítva jellemzően nem volt példa. Így – mivel az eszköztár nem kanonizált, és mivel minden nemkonvencionális eszközt alkalmazó jegybank más kihívásokkal szembesül a pénzügyi piacainak eltéréseiből, valamint a társadalmi-gazdasági különbségekből adódóan –, a problémákra adott válaszok a kiinduló helyzettől voltak függőek. Ahogyan a Növekedési Hitelprogram (NHP), úgy a kitekintésben megvizsgált angol, japán és eurozónabeli programok is fiatalok, több esetben még nem zárultak le. Értékelésük során a nemzetközi szakirodalomra, valamint a jegybanki értékelésekre támaszkodunk, ám épp a programok fiatalságából következően is nehéz a hatások számszerűsítése. Az elemzések a legtöbb esetben kvalitatív módon az adott intézkedést nélkülöző forgatókönyv (counterfactual) hatásainak becslésével mérik fel a hatásokat.

A vizsgált programok volumenének összevetéséből (1. táblázat) látható, hogy GDP-arányosan az NHP keretében került folyósításra a legnagyobb összeg. A Magyar Nemzeti Bank azért bocsájt rendelkezésre ekkora keretösszegben refinanszírozási hitelt, mert a válság kitörése óta a vállalati hitelállomány folyamatosan zsugorodott, ráadásul régiós összevetésben a legnagyobb mértékben Magyarországon volt tapasztalható visszaesés.

1. táblázat

A jegybanki hitelösztönző programok volumene²

	Folyósított összeg a GDP százalékában	Keretösszeg a GDP százalékában
NHP (Magyarország)	4%	6%
FLS (Egyesült Királyság)	3%	–
HP (Japán)	3%	–
TLTRO (Eurozóna)	1%	5%

Forrás: Jegybankok honlapjai (Bank of England, Bank of Japan, EKB, MNB).

NEMKONVENCIONÁLIS ESZKÖZÖK ÉS AZOK CSOPORTOSÍTÁSA

A 2008 őszen gyorsan elmélyülő globális pénzügyi válság során a bankrendszer- és a pénzpiacok működésében jelentkező zavarokat, majd a reálgazdasági teljesítmény nagymértékű visszaesését, és a deflációs veszélyeket a fejlett jegybankok

a monetáris politika hagyományos eszköztárával (kamatpolitika) nem tudták hatékonyan kezelni, emiatt nemkonvencionális intézkedésekkel bővítették az eszköztárukat.³

A nemkonvencionális eszközök alkalmazására alapvetően három esetben került sor. Elsőként akkor, amikor a jegybanki alapkamat a zero alsó korlátra vagy annak közelébe csökkent,

² Az összehasonlításhoz a 2013-as bruttó hazai terméket (piaci áron) és a programok során eddig lehívott összeget vettük alapul. Mivel sem a Bank of England, sem pedig a Bank of Japan nem közli a hitelösztönző programok keretösszegét, ezért ezek kimaradtak az elemzésből. Az EKB esetében a TLTRO keretösszege csak egy becsült érték (400-450 Mrd euro).

³ A zero alsó korlát miatti és a pénzpiaci zavarokat kezelő nemkonvencionális eszközökről részletesebben írt Krekó et al. (2012).

és a monetáris politika tovább akart lazítani a monetáris kondíciókon, leszorítva ezzel a hozamgörbe különböző szegmenseit. A hosszú hozamok tovább csökkenthetőek az előretekintő iránymutatás használatával (például: az alacsony alapkamat melletti tartós verbális elköteleződéssel) és hosszabb lejáratú pénzügyi piaci eszközök vásárlása révén.

Másrészt szintén a nemkonvencionális eszközök alkalmazását igényelheti, ha valamilyen akut pénzügyi zavar, pánikszerű hangulat miatt egy részpiac működése képtelenné válik (például a swappiac befagy). A jegybanki beavatkozás célja ebben az esetben a feszültség oldása: a túlzott, pánikszerű kockázatkörülés mérséklése, és a hozamok, felárak indokolt szintre csökkentése az adott pénzügyi piacon. Emiatt a jegybankok a válság alatt szinte kivétel nélkül hajtottak végre általános vagy célzott likviditásbővítést, így a bankrendszer likviditásán keresztül igyekeztek javítani a pénzügyi rendszer zavarain. Ennek keretében a jegybankok fedezet ellenében, nagy volumenben és nem feltétlenül a megszokott lejáratra⁴ nyújtottak hitelt a bankoknak. Pénzügyi zavar kezelése esetén a fejlett országok jegybankjai közül néhányan kockázatosabb pénzügyi eszközöket is vásároltak, és így a portfóliójukba fedezetlen (vagy részben fedezett) eszközöket is bevettek. A kockázatos eszközök vásárlása azonban a jegybanki portfólió minőségét rontja, ami a jegybanki eredmény szempontjából számottevő kockázatot jelenthet. Ezt a jegybankok úgy mérséklék, hogy kockázatos eszközöket jellemzően akkor vásárolnak, ha annak ára a piaci zavar következtében feltehetően elmarad a fundamentumok által indokolttól, illetve előzetes garancia-megállapodást kötnek az állammal (pénzügyminisztérium) a veszteségek költségvetési kifizetéséről.

Végül a pénzügyi válságot követő mérlegleépítés miatt az előbbi eszközök a bankszektor hitelezési aktivitását érdemben nem tudták élénkíteni, az utóbbi években néhány jegybank célzottan igyekezett a banki hitelezés ösztönzését támogatni. Globális tendencia, hogy a válság előtti adósságszinteket mind a háztartási, mind a vállalati szektor, mind az állam elkezdte visszaszorítani. Ez a folyamat részben ellentétes hatású volt a többi eszközzel, mert a reálgazdaság szükséges élénkítése az alacsonyabb hozamok ellenére sem valósult meg. Emiatt a beruházások serkentése érdekében a jegybankok különböző, hitelezést támogató eszközöket kezdtek alkalmazni. Ezek az eszközök többnyire a hitelezés masszív visszaesését tudták csak korlátozni vagy megállítani, de önmagukban érdemben nem eredményeztek jelentős hitelezésszövetést, mivel a keresleti oldalon is bizonytalanságok jelentkeztek.

A következőkben az egyes fejlett országbeli jegybankok által alkalmazott, bankszektort közvetetten vagy közvetlenül érintő nemkonvencionális intézkedések kerülnek bemutatásra és kiértékelésre, különösen fókuszálva arra, hogy mennyiben sikerült elérni a tárgyalt célokat.

A BANKSEKTORT KÖZVETETTEN TÁMOGATÓ ÉS VÁLLALATI HITELEZÉST DIREKTEN ÖSZTÖNZŐ PROGRAMOK

A célzott likviditásbővítő eszközök bemutatása során azokat a globálisan jelentős jegybankokat választottuk ki, melyek eszköztárában célzott likviditásbővítő ill. refinanszírozási eszköz megtalálható (volt). Így a továbbiakban rendre a Bank of England, a Bank of Japan, valamint az EKB által meghirdetett programokat ismertetjük, azonban hogy átfogó képet nyújthassunk a jegybankok támogató pénzügyi környezet megteremtése érdekében tett erőfeszítéseiről, az eszköztáraikban megtalálható nemkonvencionális lazító programokat is bemutatjuk.

A BANK OF ENGLAND ESZKÖZVÁSÁRLÁSI ÉS FLS PROGRAMJA

A Bank of England a válság kitörése után rövid idő alatt 0,5 százalékra mérsékelte az alapkamatot. Az alapkamat nulla alsó korlátjának elérésével a hagyományos monetáris politikai eszköztár kimerült, ezért a monetáris kondíciók további lazítása érdekében az angol jegybank eszközvásárlási programba kezdett. E nemkonvencionális eszköz célja megegyezett a konvencionális monetáris politikai céllal, vagyis az infláció 2 százalékos közelében tartásával. 2012-ben az eszközvásárlások elérték a 375 milliárd fontot (a GDP 26,9 százalékát), a keret nagysága azóta nem változott. Az eszközvásárlások sikeresek voltak a pénzügyi feszültségek kezelésében és a hosszú hozamok mérséklésében (Joyce és társai, 2011). A jegybanki döntéshozói és elemzői vélemények szerint a gazdasági teljesítmény jelentősen rosszabb lehetett volna, ha a jegybank a kamatcsökkentés után nem kezd nemkonvencionális lazításba.⁵ Kapetanios és társai (2011) több idősoros modelljük segítségével arra a következtetésre jutottak, hogy az eszközvásárlási program nélkül az állampapírhozamok 100 bázisponttal lettek volna magasabbak, míg a gazdasági növekedés és a fogyasztói árindex közel 1,5 százalékkal lett volna alacsonyabb. A mennyiségi lazítás ugyanakkor a hitelezésre korlátozott hatást fejtett ki.

⁴ A szokásos rövid lejáratok helyett több hónapos, majd éves és három éves fedezett hiteltendereket is alkalmaztak jegybankok. Pl.: az Európai Központi Bank 3 éves LTRO és TLTRO eszközei.

⁵ Ian McCafferty: The UK economy: the road ahead?, beszéd, Bank of England, 2013. április 23., <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2013/speech651.pdf>

2012-ben az európai adósságválság fokozódása miatt az európai bankok refinanszírozása drágább lett és likviditási zavarok mutatkoztak a bankközi piacon. A bankszektor nehézségei és az európai feszültségek miatt az angol jegybank az angol pénzügyminisztériummal közösen 2012 júliusában egy új típusú eszközt jelentett be (Funding for Lending Scheme, FLS), aminek az volt a célja, hogy a bankrendszer forrásköltségének csökkentésén keresztül oldja a banki hitelezési feltételeket, ösztönözve a gazdasági növekedést az Egyesült Királyságban. A programban résztvevő és több hitelt kihelyező kereskedelmi bankok fedezet ellenében alacsonyabb díj mellett kaptak likvid kincstárjegyet az angol jegybanktól, melyet az állampapírpiacra repo művelet keretében válthattak likvidebb eszközre. Az FLS a jegybanki alapkamat szintjéhez kötött hozamon történő hitelezést jelentette. A várakozásoknak megfelelően a program meghirdetését követően a banki forrásköltségek jelentősen csökkentek az Egyesült Királyságban, azonban a banki hitelezés a válság miatti mérlegleépítés következtében nem élénkült érdemben.

Az FLS kapcsán a banki hitelezés élénkülésének hiányában felmerült a program kibővítése. A Bank of England adatközlése⁶ szerint az FLS-ben résztvevő pénzintézetek nettó hitelkihelyezése 2012 negyedik negyedévében 2,4 milliárd fonttal csökkent. A hitelt felvett bankok 2012 második félévében együttesen 0,15 százalékkal csökkentették a háztartási és nem pénzügyi

vállalati hitelezésüket. Ez azonban nem feltétlenül jelentette a program kudarcát. Az FLS bejelentése óta jelentősen csökkentek a forrásköltségek, valamint a hitelkondíciók javulására utaló jelek is voltak.

A program bevezetését követő hitelstatistikák és a 2013 első negyedéves hitelezési felmérés⁷ továbbra is negatív hitelnövekedési ütemet mutatott. A hitelállomány a KKV és a nagyvállalati körben egyaránt csökkent, egyedül csak a fogyasztási hitelekénél volt a teljes nettó hitelezés pozitív a periódus alatt. A felmérésben a válaszadók jelezték, hogy a Bank of England FLS eszköze is segített mérsékelni a forrásköltséget. A hitelkínálat a nagyvállalatoknál nőtt, a KKV szektorban azonban nem változott. A vállalati új hitelek effektív kamata nagyjából változatlan maradt a három hónap során.

A program hatékonyságának növelése érdekében a Bank of England és a brit kormány 2013. április végén bejelentette a Funding for Lending Scheme (FLS) kibővítését. A változtatások három célt szolgáltak. Egyrészt, még mindig jelentős feszültség volt tapasztalható a pénzügyi piacokon, ami aláásta a hitelezést és így a reálgazdaság fellendülését. Ennek orvoslására a programot 2015 januárjáig hosszabbították meg, hogy a programban résztvevők számára továbbra is elérhető legyen az olcsó forrás, amennyiben növekszik a nettó hitelezésük. Másrészt, az FLS 2012-es bevezetése óta jelentősen csökkentek a bankok

2. táblázat

A hitelezési feltételekben történt változások értékelése az FLS indulása és 2013 decembere között

	Várt alakulás az FLS indítását követően	Eddigi fejlemények (2012. júl. – 2013. dec.)	Összhangban voltak-e a várakozásokkal?
Résztétel a programban	Hitelezők többsége.	Az Egyesült Királyság hitelállományának 85%-a származik az FLS-ben résztvevő bankoktól.	A várakozásoknak megfelelően alakult.
1. szakasz Banki forrásköltség	A marginális banki forrásköltségek megközelítőleg 150 bázisponttal csökkennek, beleértve a piaci forrásköltségeket is.	A kis- és nagykereskedelmi forrásköltségek 150-200 bázisponttal csökkentek. A hitelezők 41,9 Mrd £-ot hívtak le közvetlenül.	A marginális költségek csökkenése megfelelt a várakozásoknak, azonban a lehívott összeg a vártnál alacsonyabb volt.
2. szakasz Hitelfeltételek és hitelkínálat	A felárak a háztartásoknál és a vállalatoknál is kb. 100 bázisponttal csökkentek.	A háztartások esetén a felárak 100 bázisponttal, a vállalatoknál 150 bázisponttal csökkentek.	A felárak csökkenése nagyrészt megfelelt a várakozásoknak, a felárak csökkenési üteme viszont a vártnál lassabb volt.
3. szakasz Hitelkérelmek és jóváhagyások	Negyedévente, átlagosan 200.000 befogadott jelzáloghitel.	Negyedévente, átlagosan 175.000 befogadott jelzáloghitel.	Némileg elmaradt a várakozásoktól.
4. szakasz Hiteláramlás és effektív ráták	A nettó hitelezés 20 Mrd £ körül alakul 2012 III. negyedéve és 2013. IV. negyedéve között. Ebből 28 Mrd £ a nettó háztartási hitelezés, a vállalati hitelvisztaesés mértéke pedig 8 Mrd £.	A nettó hitelezés megközelítőleg 12 Mrd £-tal nőtt összesen, amiből 19 Mrd £ a nettó háztartási hitelezés, a vállalati hitelek csökkenése pedig 7 Mrd £.	Összességében kisebb, köszönhetően az alacsonyabb háztartási hitelezésnek.

Forrás: Bank of England

⁶ <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/news/2013/044.aspx>

⁷ Trends in Lending April 2013 <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/monetary/trendsapril13.pdf>

forrásköltségei, ami a hitelköltségek csökkenéséhez vezetett, azonban a hitelkondíciók javulása kevésbé volt érezhető a KKV szektorban nagyvállalatokkal és a háztartásokkal összevetve. A KKV-k hitelezésének ösztönzése érdekében a program keretén belül a KKV szektornak nyújtott hitelezésre szánt források nagyobb súlyt kaptak. Külön ösztönözték, hogy rövid távon minél előbb lendületet kapjon a szektor hitelezése.⁸ Végül a programot kiterjesztették nem banki hitelezőkre is (például lízing- és faktoring cégek), amelyek fontos szerepet töltek be a reálgazdaság finanszírozásában. Az FLS finanszírozás díjszámításában nem történt változás, az továbbra is a hitelezési teljesítmény függvénye maradt. Az FLS indulása óta elért eredményeket az 2. táblázat foglalja össze.

Az FLS indulása óta elmúlt negyedévekben a pozitív nettó hitelezés elsősorban a lakossági szegmensnek volt tulajdonítható. A KKV hitelek kondíciói javultak, azonban a lakossági hitelekhez képest kisebb mértékben. Ezen kívánt segíteni a jegybank és a Kincstár 2013 novemberi bejelentése⁹, miszerint az FLS a továbbiakban a vállalati hitelezés élénkítését célozza.

A Bank of England legutóbbi adatközlése¹⁰ alapján 2014 második negyedévben a résztvevők nettó 2,4 milliárd fontot hivatnak le az eszközön keresztül, így a teljes állomány elérte a 45,7 milliárd fontot. Az FLS meghosszabbításában részt vevő bankok KKV-szektorban nyújtott nettó hitelezése enyhén negatív volt (-0,4 milliárd font), ami javulás a korábbi negyedévekhez képest. A teljes vállalati szektornak nyújtott nettó hitelezése -3,9 milliárd fontot tett ki, a banki adatok alapján ugyanakkor a résztvevők egy részénél bővült a KKV-hitelezés. A csökkenő banki forrásköltségek ellenére gyenge hitelaktivitás a kisebb vállalatok körében a gyenge hitelkeresletet is tükrözheti.

JAPÁN JEGYBANKI HITELÖSZTÖNZŐ PROGRAMOK

A japán jegybank (Bank of Japan) első monetáris lazító programját (Mennyiségi Lazítás, ML) 2001. március 19-én indította el, és 2006 márciusában állította le.¹¹ Ezt követően két másik nagyszabású monetáris lazító programot is elindított a jegybank. 2010 októberében (Átfogó Monetáris Lazítás, ÁML), majd ezt kibővítve és az eszközvásárlásokat felgyorsítva – az Abenomics-ként ismertté vált gazdaságpolitika egyik pilléréként – 2013 áprilisában meghirdette a Mennyiségi és Minőségi

ségi Lazítást (MML)¹². A MML mellett egyéb intézkedéseket is bevezettek, így az „intézkedések a pénzügyi intézmények a gazdasági növekedés alapjainak megerősítését célzó erőfeszítéseinek támogatására” programot, melynek keretében a pénzügyi intézmények számára nyújtanak likviditásbővítő támogatást, valamint bevetnek banki hitelezés fellendítését célzó eszközöket is.

MENNYISÉGI LAZÍTÁS, 2001–2006

A mennyiségi lazítás programot 2001 márciusában indította a japán jegybank, azzal a céllal, hogy a zero alsó korlát elérése után a pénzügyi kondíciók lazításával támogassa a gazdaságot és feloldja a deflációs várakozásokat. A jegybank irányadó rátáját ekkor már két éve 0 százalékra csökkentette, a dotcom-buborék kipukkanása utáni pénzpiaci feszültségek miatt pedig további monetáris lazításra volt szükség, ezért nemkonvencionális eszközökhöz folyamodott. A programot 2006-ban, a kitűzött cél – az éves maginflációs ráta pozitívvá válása – elérésekor állították le. A program során háromféle beavatkozást alkalmaztak, melyből az egyik maga a program céljának bejelentése és az amelletti elköteleződés volt. A másik kettő pedig az irányadó instrumentum megváltoztatása és az állampapír-piaci hozamgörbe lefelé tolása volt. A megvalósítás során a jegybank tartalékcélt jelentett be, így a jegybanksi tartalékok növelésével a jegybankmérték erősen megnövekedett. Eközben a hosszúlejáratú (10 és 20 éves) állampapírok vásárlását is megkezdte, így a bankszektor eszközei rövidültek. 2002 januárjától a rövidebb lejáratú állampapírokra is kiterjesztette a programot a jegybank, míg a vásárlások havi értékét meghatározva biztosította a tartalékcél elérését.

ÁTFOGÓ MENNYISÉGI LAZÍTÁS, 2010–2013 ÉS MENNYISÉGI ÉS MINŐSÉGI LAZÍTÁS, 2013 –

A 2008-as globális válság hatásainak semlegesítésére tett kísérletként kezdett a jegybank az újabb, Átfogó Monetáris Lazítás programjába 2010 októberében.¹³ Az újabb program a korábbihoz hasonlóan három fő elemből épült fel: az irányadó kamat 0 és 0,1 százalék közötti szintjéből (mely a zero alsó korlátot jelenti), az irányadó ráta szinten tartása mellett elköteleződésből, valamint egy új eszközvásárlási programból. Az eszközvásárlások a 2001-ben indított programnál diverzifikáltabbak

⁸ A rendelkezésre álló jegybanksi forrás mennyisége a hitelfelvevő szektortól függ. A KKV szektornak 2013 második és negyedik negyedéve között nyújtott nettó hitel tízszeresen, a 2014-ben nyújtott pedig ötszörösén számít. A többi szektornak nyújtott hitel egyszeresen kerül beszámításra.

⁹ <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/news/2013/177.aspx>

¹⁰ Trends in Lending July 2014 <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/monetary/trendsjuly14.pdf>

¹¹ A japán jegybank mennyiségi lazító programok tekintetében úttörőnek mondható: a japán monetáris politikának az ezredfordulóra nem maradt mozgásteret – ugyanis 1999-ben elérte a zero alsó korlátot –, ezért nemkonvencionális eszközökhöz folyamodott. Ezelőtt egyik másik jegybank sem alkalmazott mennyiségi lazítást (a kifejezés is innen származik).

¹² A programok nevei rendre: Quantitative Easing, Comprehensive Monetary Easing, Quantitative and Qualitative Easing és Measures to Support

¹³ Financial Institutions' Efforts toward Strengthening the Foundations for Economic Growth and to Stimulate Bank Lending Comprehensive Monetary Easing, Bank of Japan, 2010 október 5, https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2010/k101005.pdf

3. táblázat

A japán jegybank mennyiségi lazító programjainak áttekintése

Program	Időszak	Cél	Alapkamat (%)	Vásárolt eszközök	Állampapír-vásárlások összértéke (Mrd ¥)	Monetáris bázis változása (%)	Jegybanki tartalékok változása (%)
Mennyiségi Lazítás (Quantitative Easing)	2001. március–2006. március	Pozitív infláció	0–0,25	Hosszú- és rövidlejáratú állampapírok	34 883	62%	n.a. **
Átfogó Mennyiségi Lazítás (Comprehensive Quantitative Easing)	2010. október–2013. március	Laza monetáris kondíciók megteremtése a növekedés támogatásához	0–0,1	Hosszúlejáratú államkötvények, diszkont kincstárjegyek, valamint értékpapírok, eszközfedezetű értékpapírok, vállalati kötvények, tőzsdei alapok papírjai, ingatlankezelő alapok papírjai	35 000	68%	31%
Mennyiségi és Minőségi Lazítás (Quantitative and Qualitative Easing) *	2013. április–	2 százalékos infláció elérése, monetáris bázis megduplázása	0	Hosszúlejáratú államkötvények, tőzsdei alapok és ingatlankezelő alapok papírjai	88 484	61%	44%

* 2014 szeptember végéig beérkező adatok alapján

** Csupán a program lezárását követő időszakra érhető el adat: 2005 január és 2006 áprilisa, (a program befejezése utáni hónap) között a jegybanknál elhelyezett források 67,5 százalékkal csökkentek

Forrás: Bank of Japan

voltak (ld. 3. táblázat: A japán jegybank mennyiségi lazító programjainak áttekintése), ugyanis a hosszúlejáratú állampapírok mellett – kiegészítően ugyan, de – más értékpapírokat is vásárolt a jegybank. Az állampapír-vásárlások tervezett és valós értéke is nagyjából megegyezett a korábbi programéval. A monetáris bázis erősen megnövekedett, azonban nem sikerült a gazdaságra nehezedő deflációs nyomást enyhíteni.

Ezt a programot strukturálták át és egészítették ki 2013 áprilisában a jegybank szakemberei, hogy az elvesztegetett évtizedként jellemzett 1990-es évek vége óta tartó, deflációval és stagnálással leírható időszak lezárásában a reformokra épülő gazdaságpolitikát támogassa a pozitív inflációs várakozások megteremtésével és az alacsony, de stabilan növekvő árszínvonal elérésével. A jegybank a MML¹⁴ keretében két év alatt kívánja az inflációs várakozásokat a cél közelébe emelni és ott horgonyozni, valamint elérni a 2013 elején bejelentett numerikus célját (2 százalékos infláció). A lazítás során nagy hangsúlyt fektet a hosszúlejáratú állampapírok vásárlására,¹⁵ hogy ilyen módon nyomja le a hozamokat, ezáltal a pénzügyi szektor állampapír-kintlevőségét csökkentse, és így a lejáratú kockázatokat enyhítse. A vásárlások

nyíltvégűek, így nincs előre meghatározott időpontja a leállításnak. A program nevében szereplő „minőségi” jelző utalás arra, hogy a jegybank a nála lévő állampapírok lejáratát meg kívánja duplázni, így a mérlegében lévő likvidebb eszközöket kevésbé likvidekre cseréli, ami a piaci szereplők mérlegének tisztulásához vezet az eszközoldal rövidülése miatt.

CÉLZOTT LIKVIDITÁSBŐVÍTŐ PROGRAMOK

A japán jegybank nagyszabású mennyiségi lazító programjai mellett két kisebb, célzott likviditásbővítő intézkedést is hozott. Célja ezekkel az volt, hogy a mennyiségi lazítóprogramok hatásaként kedvezőbbé váló pénzügyi környezetet a hitelkínálati oldalról is támogassa, a pénzügyi rendszer forrásbevonási lehetőségeinek szélesítése által. 2010-ben indult az „intézkedések a pénzügyi intézmények gazdasági növekedés alapjainak megerősítését célzó erőfeszítéseik támogatására” nevű eszköz, melynek keretében a japán jegybank eddig 7 ezer milliárd ¥ értékben nyújtott alacsony, 0,1 százalékos kamatfelár mellett forrásokat a programra jelentkező pénz-

¹⁴ Introduction of the „Quantitative and Qualitative Monetary Easing”, Bank of Japan, 2013 április 4, https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2013/k130404a.pdf

¹⁵ A japán jegybank évi nagyjából 60-70 ezer Mrd jen értékben vásárol be a papírokból, ezzel ez történetének legagresszívabb vásárlását hajtja végre.

ügyi intézmények számára. A program lényege, hogy a japán gazdaság termelékenységét hitelkihelyezésből finanszírozott fejlesztések és új beruházások támogatásán keresztül növelje,¹⁶ továbbá hogy a negatív kibocsátási rés záródását elősegítve a gazdaságra nehezedő deflációs nyomást csökkentse. (A pénzügyi intézmények hitelkihelyezési, befektetési tervvel pályázhattak a források lehívására, melyben a jegybank által meghatározott felhasználási területekben, földrajzi régiókban, illetve megfelelő futamidővel kihelyezett hitelprogramokat részesítettek csak pozitív elbírálásban. A program összhangban áll a japán kormány 2010-ben hozott növekedési programjának célkitűzéseivel, ugyanis a hiteltámogatás feltétele, hogy a pénzügyi intézmény a 18 növekedési régió valamelyikében működő vállalat számára nyújtson forrást.) Ebben a pénzügyi intézményeknek a hitelnyújtáson keresztül nagy szerepe van, ugyanis vállalatok forrásköltségei későbbi profitabilitásukat befolyásolja, így az olcsó fejlesztési célú hitelek ösztönözhetik őket az innovációra. A programot meghirdetése óta többször kibővítették, eredetileg ugyanis 3 ezer milliárd ¥ értékben és 8 negyedévben maximalizálták azt. A japán jegybank emellett devizatartaléka terhére dollár alapon is nyújtott refinanszírozási hitelt 12 milliárd dolláros keretösszegig.

2012 végén új likviditásbővítő intézkedést jelentettek be a Hiteltámogató Program (HP) keretein belül. A jegybank hosszú távú (4 év), alacsony kamatozású (0,1 százalék), korlátlan forrást biztosít az igénylő számára. A nyújtott refinanszírozási hitel értéke kétszerese a kintlevő hitelek nettó értékében bekövetkezett növekedésnek,¹⁷ így a hitelkihelyezési aktivitás növekedéséhez kötött a források elérhetősége. Az intézkedés célja, hogy a hitelezési költségeket csökkentse, ezáltal a háztartási és vállalati szektor hitelkeresletét növelje. A végső célcsoport szélesebb köréből kifolyólag a pályázati szakaszban, a refinanszírozási hitel nyújtását megalapozó, beszámítható hitelek is szélesebb körűek, ráadásul a program limit nélkül került meghirdetésre.

AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANK LTRO, TLTRO PROGRAMJAI

Az EKB az egész övezetre vonatkozó, a BoE vagy a japán jegybank mennyiségi lazító programjához hasonló eszközvásárlást nem hirdetett meg, a 2010-ben indított Értékpapír-piaci Program (Securities Markets Programme, SMP) keretében azonban egy kisebb volumenű állampapír-vásárlási eszközt indított. A jegybank közbelépésére a piaci szereplők bizalmának helyreállítása érdekében is szükség volt, a görög krízis eskalálódásával ugyanis egyre több uniós országban vált bizonytalanná

az adósságpályák fenntarthatósága. Az EKB a kötvénnyvásárlási programmal azonban nem tudta sikeresen csökkenteni a periféria-országok hosszú hozamait, ezért 2011 decemberében új eszközt vezetett be, amely közvetett módon szintén a kötvényhozamok csökkentését célozta. Mivel a bankok portfóliójában jelentős volt az állampapírok állománya, a hozamnövekedés érdekében rontotta a portfóliók minőségét és ez részben a hitelkínálat visszafogása és a hitelezési kondíciók szigorítása irányába mutatott, amit fokozott a 2011 év végi likviditási feszültség is. Ezért az EKB további eszközök bevezetésére kényszerült.

Az új hároméves hiteleszköz (Long-Term Refinancing Operations, LTRO) elsősorban a szuverén kockázatok bankrendszerre gyakorolt negatív hatását kívánta mérsékelni, és a hitelezés összeomlását elkerülni. Az LTRO eszközzel sikerült érdemben oldani a bankközi piac feszültségeit, de hiába használták a bankok az olcsó hároméves hitelt részben állampapír-vásárlásra is, a periféria-országok államkötvény-hozamait csak ideiglenesen sikerült mérsékelni. Összességében érdemben sikerült csökkenteni a hitelezés összeomlásának kockázatát, de a hitelállomány növelését és az állampapír-piaci hozamok tartós csökkenését nem sikerült elérni.

Az EKB számára 2012-ben továbbra is az adósságválság kezelése jelentette a prioritást. Az euroövezetben néhány ország esetében historikusan alacsony, míg máshol rekordszintű szuverén felárak alakultak ki. Az EKB kommunikációja a 2012. szeptemberben bejelentett OMT (Outright Monetary Transaction) eszközzel igyekezett helyreállítani az indokolatlanul magas periféria hozamokat és a sérült monetáris transzmissziós csatornát. Ennek keretében az EKB rövidebb lejáratú (maximum 3 éves) állampapírok vásárlásával járulhat hozzá az állampapír-piaci feszültségek enyhítéséhez és a transzmissziós nehézségek kezeléséhez. Az OMT egyelőre verbális beavatkozásnak tekinthető, mert a magas felárakkal rendelkező országok papírjait eddig nem vásárolta. A helyzet megoldása jegybanki szempontból azért nehéz, mert a fiskális kondíciók javításának előírása nem jegybanki hatáskör — ezt az EKB úgy küszöbölte ki, hogy az eszköz igénybevételéhez feltételként szabta egyrészt az EFSF/ESM programban¹⁸ való részvételt, ami magában foglalja a fiskális konszolidációt. További feltétel az ország elsődleges kötvénypiaci jelenléte (államkötvény-kibocsátás). A szeptemberi bejelentés óta a periféria országok rövid- és középtávú állampapír-hozamai és szuverén CDS felárai némi ingadozás mellett jelentősen csökkentek. Ez a bankok mérlegét javítja, ami indirekt módon hozzájárulhat a vállalati hitelezés élénküléséhez is, de az eddig beérkezett hitelezési adatok ezt nem támasztják alá.

¹⁶ Ld.: Fund-Provisioning Measure to Support Strengthening the Foundations for Economic Growth, Bank of Japan Review, 2010 szeptember, https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/rev_2010/data/rev10e05.pdf

¹⁷ A programot 2014 márciusában meghosszabbították és kibővítették, ugyanis az eredeti kondíciók szerint a nettó hitel növekedés értékével azonos mennyiségű hitelt nyújt a pénzügyi intézmény számára a jegybank. <https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/other.htm/>

¹⁸ Az EFSF (European Financial Stability Facility) és az ESM (European Stability Mechanism) olyan válságkezelési mechanizmusok, amelyek célja a fizetési és újrefinanszírozási nehézségek megoldása, a pénzügyi stabilitás megőrzése Európában.

2014-re az euroövezeti infláció tartósan az EKB célja alá süllyedt, ezért további monetáris lazítást jelentettek be. Szeptemberben az EKB Kormányzótanácsa az alapkamatot 0,05 százalékra csökkentette, valamint több nem-szokványos intézkedést jelentett be. Az új intézkedések tartalmazzák az eszközfedezett vállalati értékpapírok vásárlását (ABSPP – asset backed securities purchasing program), az értékpapír-fedezett kötvények vásárlását (CBPP – covered bond purchasing program) és a célzott hosszú lejáratú hiteleszközt (TLTRO). A három eszköz együttesen javíthatja a bankrendszer helyzetét és ezzel élénkíthetik a banki hitelezést, valamint mérsékelheti a deflációs környezet kialakulásának kockázatát.

A hosszú távú refinanszírozás (LTRO) célzottá tétele (Targeted LTRO = TLTRO) több ütemben kb. 400-800 milliárd eurónyi banki hitelezés refinanszírozását alapozza meg. Célja a vállalati hitelezés élénkítése, a lakossági lakásvásárlás kizárásával. A hosszú hiteleszköz 2018 szeptemberében lejár és 2016 szeptemberében lesz időszakos felülvizsgálata. Emellett a bankok a 2015-2016 június között negyedévente nyújtott nettó hitelezéseik háromszorosáig kaphatnak további refinanszírozást. A refinanszírozási kamat nagysága az irányadó kamat plusz 10 bázisponttal egyenlő (jelenleg 0,15 százalék). Egyúttal meghosszabbították a korábban kibővített fedezetként befogadható értékpapírok körét legalább 2018. szeptemberig. A TLTRO első allokációján 255 bank igényelt összesen 86 milliárd eurót.

Az eszköz-fedezett vállalati értékpapír (ABSPP) és értékpapír-fedezett kötvény (CBPP3) vásárlási programok több hatáson keresztül javíthatják a hitelezést. Az ABS papírok és fedezett kötvények vásárlásával élénkíthetőek ezek a nem túl aktív piacok, ami hozamcsökkenéshez vezet, és ezzel elő lehet segíteni azt, hogy a bankok a hitelkamataikban érvényesítsék az alacsony forrásköltségeiket, amelyeket az EKB a bankok célzott hosszú távú refinanszírozása (TLTRO) keretében felszámít. Ugyanis közvetlen és szoros kapcsolat van az ABS másodlagos piacokon kialakult hitelfelárak és a bankok által ugyanezen értékpapírok fedezete mellett nyújtott hiteleikért felszámított hitelkamatok között. Másodszor portfólióhatást is el lehet érni a programmal, hiszen az ABS-ek piacára nem-banki befektetőket lehet vonzani, így a KKV-k diverzifikáltabb befektetői-finanszírozói körrel számolhatnak. Az ABS-ekből már most is jelentős mennyiség van a piacon, de az EKB belépésével a piac növekedése lökést kaphat.

HATÁSOK, EREDMÉNYEK ÁTTEKINTÉSE

A nemkonvencionális jegybanki lazító, illetve célzott likviditásbővítő eszközök hatásainak értékelését a nemzetközi szakirodalomra támaszkodva, a kutatások eredményeinek ismertetésén keresztül végeztük el. Az értékelés során a programok hitelezési- (Az új hároméves hiteleszköz (Long-Term Refinancing Operations, LTRO) elsősorban a szuverén kockázatok bank-

rendszerre gyakorolt negatív hatását kívánta mérsékelni, és a hitelezés összeomlását elkerülni. Az LTRO eszközzel sikerült érdemben oldani a bankközi piac feszültségeit, de hiába használták a bankok az olcsó hároméves hitelt részben állampapírvásárlásra is, a periféria-országok államkötvény-hozamait csak ideiglenesen sikerült mérsékelni. Összességében érdemben sikerült csökkenteni a hitelezés összeomlásának kockázatát, de a hitelállomány növelését és az állampapír-piaci hozamok tartós csökkenését nem sikerült elérni. ák) és a gazdasági aktivitással összekapcsolható reálgazdasági hatásait – úgy, mint a kibocsátás, munkanélküliség, inflációs várakozások – ismertetjük.

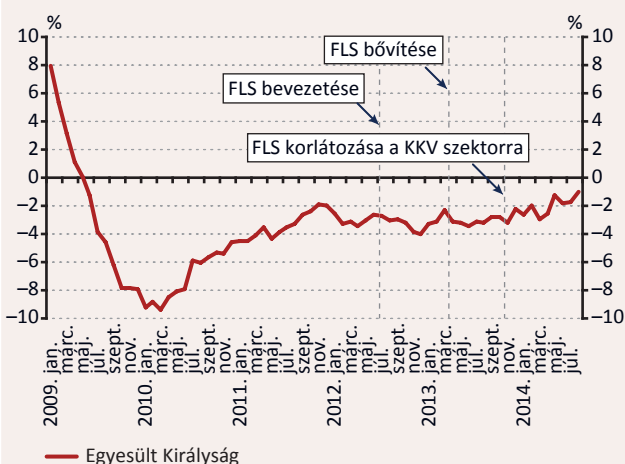
Míg a hitelezési aktivitásra gyakorolt hatás a gyakorlatban viszonylag jól megfigyelhető tényező, addig az egyes konkrét programok reálgazdasági változókra gyakorolt hatásának feltárása, valamint nagyságának becslése számos bizonytalanságot hordoz magában. Az eszközbevezetések a közelmúltban történtek, ráadásul a programok még nem zárultak le, így a különböző hatásokat vizsgáló tanulmányok száma korlátozott, eredményeik pedig a hatások elkülönítésének nehézségéből adódóan óvatossággal kezelendőek. A becslések metodológiai szempontból is eltérnek egymástól: különböző modelleket használnak különböző idősorokon, különböző változókat vizsgálva – éppen ezért a kapott eredmények nem minden esetben szignifikánsak statisztikailag, vagy vethetőek össze közvetlenül –, azonban a kapott eredmények hasonló irányba mutatnak. Mivel a reálgazdasági folyamatok számos egyéb eseménytől és sokkaktól is függték, a becslések és így a bemutatott eredmények jelentős statisztikai hibát tartalmazhatnak. A tanulmányok főképpen kvalitatív eredményekkel szolgálnak, azaz a hatások irányáról és a lezajló folyamatokról nyújtanak információt, kvantitatív eredményeket a vizsgálatok bonyolultsága miatt kevesen tudnak bemutatni. Általánosságként elmondható, hogy a jegybankok „utolsó mentsvár” szerepe felértékelődött a válság következtében. A nemkonvencionális eszközök támogatták a piaci szereplők bizalmának helyreállítását, de a reálgazdaság élénkítésére csak korlátozott hatást tudtak kifejteni, ezért vált szükségessé, hogy célzott hitelpiaci aktivitást befolyásoló eszközöket indítsanak.

A programok GDP-hatását vizsgáló tanulmányok (Hayashi et al. (2013), Beaumester et al. (2011), Berkmen (2012), Darracq et al (2013)) általános kvalitatív eredményre jutottak: az eszközvásárlások növelése növel(het)te a kibocsátást a jegybankmérleg emelkedésén, illetve az állampapír-piaci felárakra gyakorolt leszorító nyomáson keresztül. Ugyanezen csatornákon a monetáris lazítás a kibocsátás megemlése mellett inflációs hatást is kivált(ha)tott. A BoE 2014 májusi inflációs jelentésében reálgazdasági hitelezési hatást azonosított, míg Saito et al. (2014), Belke (2012), Andrade et al.(2014), Darracq (2013) részletgazdagabb magyarázattal szolgált a hitelezési feltételek és a hatások alakulásával kapcsolatban. Saito et al. (2014) szerint a japán jegybank hosszúlejáratú eszközvásárlása a port-

foliátrendeződésen felül a hitelkihelyezéseket növeli, míg a rövidlejáratú eszközök vásárlása esetén utóbbi hatás nem figyelhető meg. Belke (2012) szerint az LTRO javíthatta a hitelezési kondíciókat, míg Andrade et al. (2014) szerint a két 3-éves LTRO a francia vállalati hitelezést – minden kihelyezett 1 milliárd euro értékű Franciaországban működő banknak nyújtott hitel – 107 millió euróval növelte. Az első LTRO-nak nagyobb hatást tulajdonítottak.

1. ábra
A Bank of England FLS programjának hitelezési hatása
a nem-pénzügyi vállalati szektorban

(év/év változás)



Forrás: Bank of England.

FUNDING FOR LENDING SCHEME

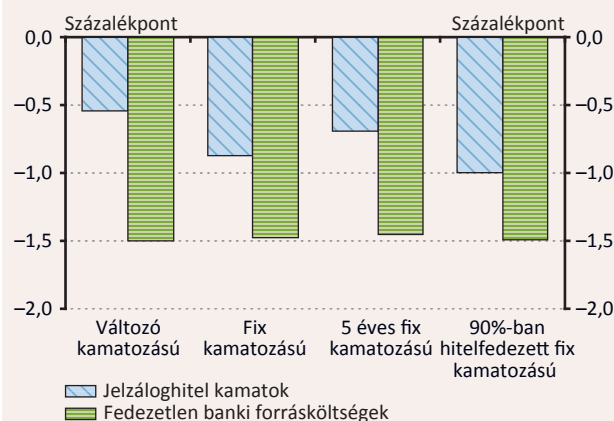
Az angol jegybank májusi inflációs jelentésében részletesebben is foglalkozott a program értékelésével.¹⁹ A Bank of England hitelösztönző programja sikeres volt a banki forrásköltségek csökkentésében, valamint a hitelezési feltételek enyhítésében mind a háztartási, mind pedig a nem pénzügyi vállalati szektorban (1. ábra).

Az angol jegybank jelzáloghitel kamatokra²⁰, valamint a banki forrásköltségekre²¹ készített becslését a 2. ábra mutatja. 2012 júniusa és 2013 áprilisa között a változó és a fix kamatozású lejáratokon is csökkenés látható. A banki fedezetlen forrásköltségek az összes lejáraton közel 1,5 százalékponttal mérséklődtek, míg a jelzáloghitel kamatok esetében a csökkenés 0,5 és 1 százalékpont között alakult. A pozitív hatások eredményeként az elmúlt negyedévekben a nettó hitelezés pozitív tartományba lépett, ami főként a lakossági szegmensnek volt tulajdonítható. A program pontos hatását azonban nehéz megbecsülni,

hiszen nem tudható mi történt volna annak hiányában. Az FLS bevezetését megelőző években a forrásköltségek emelkedtek, ami részben az eurozóna bizonytalan gazdasági kilábalásának volt köszönhető. A forrásköltségek későbbi mérséklődéséhez azonban az FLS-en kívül más gazdasági események és szakpolitikai kezdeményezések is hozzájárulhattak, ami az angol

2. ábra
A jelzáloghitel kamatok és a banki forrásköltségek
csökkenése

2012 júniusa és 2013 áprilisa között



Forrás: Bank of England.

bankok esetében csökkentette a programban való részvételi hajlandóságot. Ezen események hiányában valószínűleg sokkal nagyobb lett volna a programban való részvétel. Ettől eltekintve az FLS továbbra is támogatja a hitelezést azáltal, hogy egyfajta gátként működik akkor is, amikor a piaci finanszírozási feltételek romlanak. Összességében a program szerepet játszott a forrásköltségek csökkenésében, és növelte a reálgazdasági hitelezést az eddigi működése alatt.

JAPÁN JEGYBANKI PROGRAMOK

A japán jegybank mennyiségi lazító programjai kedvezőbbé tették a gazdasági környezetet vállalatok és pénzügyi intézmények számára. Az áttekintett tanulmányok inflációt és kibocsátást illetően hasonló megállapításra jutnak (a lazítás növelte a változók értékét), noha azok erőssége eltérő. A kihelyezett hitelek mennyisége az egyes programok megkezdése után növekedett. A ML program a vállalatok mérlegalkalmazkodása miatt eleinte csak korlátozottan és lassan fejtette ki hatását, a program sikeres lezárása²² jó példa lehet más jegybankok számára. A programot áttekintő tanulmányok főképpen csatorna-alapon értékelték,

¹⁹ Inflation Report May 2014 <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/inflationreport/2014/ir14may.pdf>

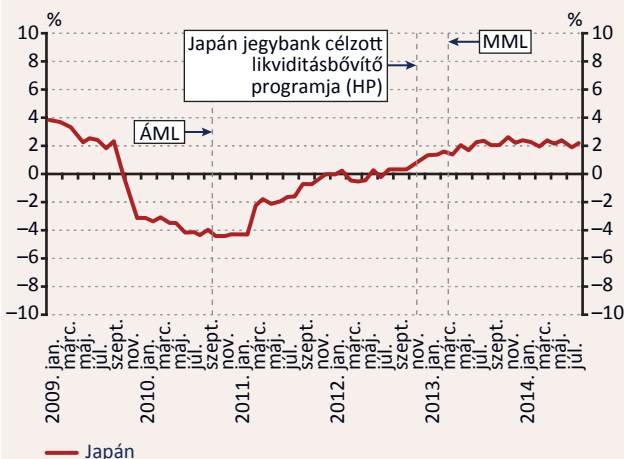
²⁰ Két éves 75%-ban hitelfedezett jelzáloghitel.

²¹ Indikatív másodlagos piaci kötvény spread és a swap ráta összegeként számolt forrásköltségek.

²² A japán jegybank a program végeztével fokozatosan zárta le az eszközvásárlásokat. Ennek és hitelességének köszönhetően a pénzügyi piacok nem fogytak be újra, míg az inflációs várakozások változatlanok maradtak.

megbízható(bb) eredményt Hayashi-Koeda (2013) szolgáltatott többváltozós strukturális vektorautoregresszív modellbecslések alapján: az állampapír-vásárlások következtében megnövekvő jegybanki tartalékok növelték a kibocsátást és az inflációt. Az ÁML kapcsán Baumeister and Benati (2010) megállapította, hogy az állampapír-piaci hosszúlejáratú hozamok változásának inflációs és kibocsátási hatása az 1990-es évek végétől kezdve mérséklődött, azonban a 2000-es évek vége felé újra felerősödött. Saito – Hogen (2014) a MML hitelezési hatását vizsgálva arra az eredményre jutott, hogy a jegybank rövidlejáratú állampapír-vásárlásai nem okoztak változást a pénzügyi intézmények hitelezési aktivitásában, míg a hosszúlejáratú állampapír-vásárlások a portfóliótrendeződés során a kihelyezett hitelek növekedésé-

3. ábra
A japán jegybank nemkonvencionális eszközeinek hatása a nem-pénzügyi vállalati szektorban
(év/év változás)



Forrás: Bank of Japan.

hez vezettek. A célzott likviditásbővítő programok méretükben eltörpülnek a mennyiségi lazító programok mellett, ugyanakkor azokkal párhuzamosan futnak. Ebből kifolyólag kevesen foglalkoznak a hatások azonosításával, azonban a jegybank adatai alapján a pénzügyi intézmények részéről igény mutatkozik az olcsó refinanszírozási hitelekre. A japán bankszövetség egyes elemzői emellett úgy vélik, hogy a program főképpen a kockázati felárak csökkentésén keresztül hat a hitelezési aktivitásra, mintsem a hitelkereslet feltámasztásán keresztül.²³

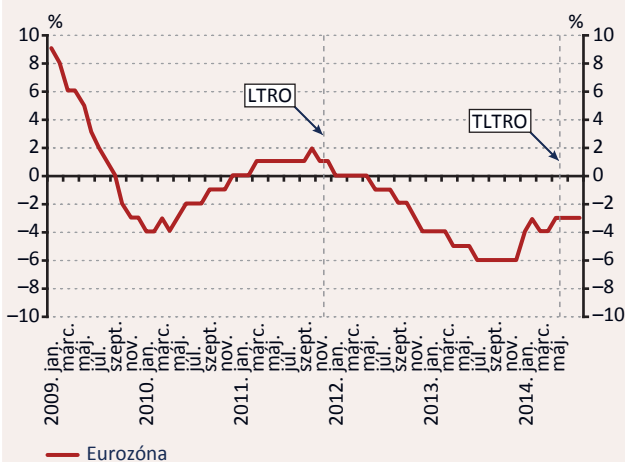
EKB PROGRAMOK

Az EKB esetében különösen nehéz a bemutatott eszközök pontos hatásainak számszerűsítése, mivel sok program egymással átfedésben hatott a monetáris transzmisszióra, továbbá számos

sokk érte az euroövezetet. Hatástanulmányok alapján az EKB likviditásbővítő intézkedései nélkül az eurozóna GDP növekedése 2010 első feléig több mint egy százalékponttal alacsonyabb lett volna, és az övezet deflációba került volna.²⁴

Az EKB előzetes felmérése szerint az első LTRO esetében a bankok a forrás teljes összegének harmadát hitelezésre szánták volna (a fennmaradó összeget refinanszírozásra és eszközvásárlásra). Ehelyett a bankok teljes egészében refinanszírozásra (a bankközi piacról szerzett forrásaik lecserélésére) és államkötvény-vásárlásra költötték el a közel 500 milliárd eurós keretet.²⁵ Ahogy az 1. ábrán látható az euroövezeti nem-pénzügyi vállalatoknak nyújtott hitelezés nem élénkült az LTRO után, de ebben az adósságválság mélyülésének is jelentős szerepe volt, amelyet az eszköz csak ideiglenesen tudott kezelni. Belke (2012) szerint javíthatta a hitelezési kondíciókat, a banki felmérések eredményeihez képest kevésbé szigorítottak a hitelezési feltételeken, és közvetetten növelhette a fogyasztói árindexet. Ugyanakkor növelhette a valószínűségét az inflációra való megkésett reagálásnak. Andrade et al. (2014) becslése alapján a két 3-éves LTRO minden Franciaországban működő banknak kihelyezett 1 milliárd euro értékű hitel 107 millió euróval növelte a bankok vállalati hitelkínálatát. Az első LTRO-nak (2011. december) nagyobb hitelezési hatást tulajdonítanak. Darracq-Santis (2013) becslése alapján 0,7-0,8 százalékponttal emelkedett a kibocsátás a két LTRO következtében, a hatás 2013 közepén érte el maximumát. 2014 végére 0,2-0,4 százalékponttal lehet magasabb a reál GDP, mint a két program nélkül. Továbbá a tenderek inflációra kifejtett hatása 2014 elején érthette el maximumát, ekkor 0,15-0,25 százalékponttal

4. ábra
Az EKB nemkonvencionális eszközeinek hatása a nem-pénzügyi vállalati szektorban
(év/év változás)



Forrás: EKB.

²³ <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/1878f224-9853-11e3-8c0e-00144feab7de.html>

²⁴ Fahr, Motto, Rostagne, Smets, Tristani (2010): Lessons for monetary policy strategy from the recent past. ECB conference paper.

²⁵ EKB előadás, Philippe Moutot: Az EKB nemkonvencionális monetáris eszközei a válság alatt. Nemsztenderd jegybanki eszközök konferencia, 2012. június 25-26, Frankfurt.

magasabb az infláció, mint a program nélkül. A nem-pénzügyi vállalatokra kifejtett hitelezési hatás elnyújtva jelentkezik, 2014 második felében éri el maximumát. Ekkor 2-2,5 százalékponttal magasabb a bankok által kihelyezett hitelállomány, mint a program nélkül. Mivel a programok összességében nem hoztak fordulatot a hitelkihelyezésben, az EKB újabb eszközöket hirdetett meg 2014-ben. A bejelentett új eszközökről a tanulmány készítéséig nem készültek átfogó hatástanulmányok, mivel a TLTRO-nak csak egy tendere zajlott le, a további eszközökről még kevesebb az információ, így bizonytalan az igénybevétel is.

FORRÁSOK

- ANDRADE, P. – CAHN, C. – FRAISSE, H. – MÉSONNIER, J.S. (2014): Can Unlimited Liquidity Provision Help To Avoid A Credit Crunch? Evidence From The Eurosystem's LTROs (2014, megjelenés alatt, EKB konferencia discussion paper) Bank of England (2014): Inflation Report, 2014. Május
- BANK OF ENGLAND (2013): Inflation Report, 2013. Május
- BANK OF JAPAN (2010): Fund-Provisioning Measure to Support Strengthening the Foundations for Economic Growth, Bank of Japan Review, 2010. szeptember
- BAUMESTER, C. – BENATI, L. (2011): Unconventional Monetary Policy and the Great Recession, ECB Working Paper no. 1258, 2011/10
- BELKE, A. (2012): 3-Year LTROs – A First Assessment of a Non-Standard Policy Measure (2012. április)
- BERKMEN, S. PELIN (2012): Bank of Japan's Quantitative and Credit Easing: Are They Now More Effective? IMF Working Paper, 12/2
- DARRACQ, M. – DE SANTIS, R. (2013): A Non-Standard Monetary Policy Shock: The ECB's 3-Year LTROs And The Shift In Credit Supply IMF (2013): Unconventional Monetary Policies – recent experience and prospects, IMF, 2013
- HAYASHI, FUMIO – KOEDA, YUNKO (2013): A Regime-switching SVAR Analysis of Quantitative Easing, CARF Working Paper, 2013
- JOYCE, M, LASAOSA, A, STEVENS, I AND TONG, M (2011), 'The financial market impact of quantitative easing in the United Kingdom', International Journal of Central Banking, Vol. 7, No. 3, pages 113–61.
- KAPETANIOS, G, MUMTAZ, H, STEVENS, I AND THEODORIDIS, K (2011), 'Assessing the economy-wide effects of quantitative easing', Bank of England Working Paper
- KREKÓ JUDIT – BALOGH CSABA – LEHMANN KRISTÓF – MÁTRAI RÓBERT – PULAI GYÖRGY – VONNÁK BALÁZS (2012): Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei. *MNB-tanulmányok*, 100.
- SAIOT, MASASHI – HOGEN, YOSHIHIKO (2014): Portfolio Rebalancing Following the Bank of Japan's Government Bond Purchases: EMpirical Analysis Using Data on Bank Loans and Investment Funds, Bank of Japan Reports & Research Papers, 2014. június
- UGAI, HIROSHI (2007): Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses, Monetary and Economic Studies, 2007. március

Dr. Szöllősi László – Pogácsás Péter: Kedvezményes magyar KKV finanszírozási programok és az NHP

ÖSSZEFOGLALÓ

Az NHP bevezetése és gyors felfutása jelentősen átalakította a hazai KKV finanszírozási piacot. A különféle kedvezményes hitelprogramok és a monetáris politikai eszközként működő NHP hitelállományát összeadva, bő egy év alatt háromszorosára nőtt a kedvező árazású hitelállományok KKV hitelezésen belüli aránya. Ez az arány 2014. szeptember 30-ra megközelítette a 40%-os mértéket, ami jelentős hatással van a teljes KKV hitelezési piac feltételeire és szerkezetére.

A KKV-k számára jelenleg rendelkezésre álló kedvezményes hitelprogramok feltételeit és az elmúlt éves alakulását megvizsgálva, az NHP kizorító hatása figyelhető meg az MFB által a vállalkozók számára működtetett fejlesztési és forgóeszköz hitelprogramok tekintetében. Nem érzékelhető ugyanakkor kizorítás az Eximbank Exportélenkítési Hitelprogramja, valamint a Széchenyi Kártya Program egyes hitelei, továbbá a különböző mikrohitel programok esetében, azok eltérő piaci szegmensben való működése miatt.

A kedvezményes hitelprogramokkal összehasonlítva a legtöbb paraméter vonatkozásában az NHP kínálja a legjobb feltételeket. A vállalkozók által fizetendő hitelköltségek, a felhasználási célok széles köre, a maximálisan igénybe vehető hitelösszeg tekintetében a legelőnyösebb feltételek az NHP-ban állnak rendelkezésre, a hosszú futamidő miatt pedig szintén a legelőnyösebb programok közé tartozik.

A KEDVEZMÉNYES PROGRAMOK ÉS AZ NHP SZEREPE A KKV-K FINANSZÍROZÁSÁBAN

A KKV-k gazdasági és társadalompolitikai jelentőségét újra és újra felismerő kormányzatok számos intézkedést tettek a szektor helyzetének javítása érdekében. A beavatkozások legfontosabb területei adókedvezmények, eltérő hatósági- és adminisztrációs kötelezettségek biztosítása, szankciók enyhítése, a finanszírozáshoz jutás segítése szoktak lenni.

A kisebb vállalkozások, a velük kapcsolatban a finanszírozóknál jelentkező információs aszimmetria és az alacsony haszon miatt, kisebb eséllyel indulnak a külső forrásszerzési eljárásokban. A hátrányok mérséklése érdekében a magyar állam és az EU intézményei is szorgalmazzák a KKV-k finanszírozási esélyeit növelő programok bevezetését.

A pénzügyi válság idején a hazai KKV-k az általuk előállított javak iránti drasztikus kereslet-visszaesés mellett azzal szembe-sültek, hogy a pénzügyi szektor is erősen visszafogta irányukban

hitelezési tevékenységét. A piaci és finanszírozási problémákkal szembesülő KKV-k egy része kereskedelmi hitelekbe, szállítói tartozások felhalmozásába vagy csődbe menekült, ezzel tovább növelte üzleti partnerei finanszírozási gondjait. Az MNB hitelezési folyamatokról kiadott jelentései²⁶ arról számoltak be, hogy a válságot követő években a rövid lejáratú KKV hitelek piaca inkább keresleti jellegűvé, a fejlesztési hiteleké viszont kínálativá vált. A hitelintézetek veszteségeik és kockázataik növekedését érzékelve mérsékeltek rövid lejáratú és likviditási finanszírozásukat, a beruházásokhoz kötődő hiteligényeket pedig a vállalati szféra fogta vissza.

A magyar KKV-fejlesztési politika a KKV-k egyes finanszírozási részpiacain fennálló piaci elégtelenségek enyhítésére sokféle kedvezményes finanszírozási lehetőséget kínál. A Széchenyi Terv 2001. évi elindulása óta különböző formában folyamatosan léteztek vissza nem térítendő támogatások, kedvezményes beruházási-, fejlesztési hitelek, működést segítő támogatott folyószámla- és forgóeszközhitel-programok, 2011-től pedig jelentősen felfutottak a KKV-k korai szakaszú növekedését finanszírozó kockázati tőkeprogramok.

²⁶ <http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/hitelezesi-folyamatok>

A támogatott finanszírozási eszközök csak a megcélzott, elégtelen működéssel jellemezhető részpiacokra irányulnak, így a hitelezés általános visszaesésének éveiben sem sikerült működésüket olyan mértékben kiterjeszteni, hogy a teljes KKV szektor finanszírozásában érzékelhető, anticiklikus hatást fejtsenek ki. A hitelintézeteken és pénzügyi vállalkozásokon keresztül nyújtott kedvezményes finanszírozás KKV hitelezésen belüli aránya az elmúlt időszakban mindvégig limitált, 6-8%-os mértékű maradt, némi erősödés 2012-től, az Eximbank aktívabb hitelezési tevékenységének beindulásával figyelhető meg. A kedvezményes KKV finanszírozás méreteihez, piacbefolyásoló képességéhez képest a monetáris politikai eszköztár elemeként elindított NHP gyökeres

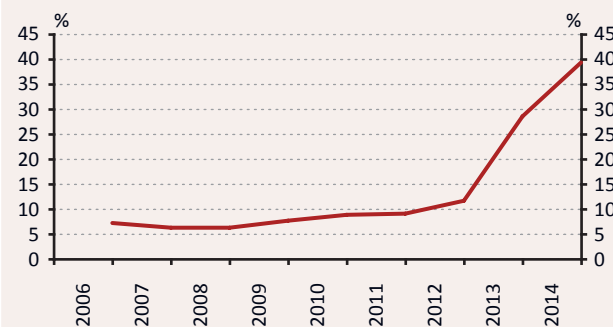
fordulatot hozott. Az NHP keretében 15 hónap alatt kihelyezett hitelállomány a 2014. szeptember 30-i KKV hitelállománynak közel negyedét adta, ez mintegy másfélszerese a kedvezményes hitelprogramok keretében finanszírozott állománynak. A kedvezményes hitelprogramok és az NHP fennálló kihelyezésének együttes aránya 2014. szeptember 30-i időpontban már megközelítette a 40%-ot. A KKV finanszírozás ilyen jelentős hányadának mérsékelt kamatokkal és díjakkal történő kihelyezése meghatározó hatással van a teljes KKV finanszírozási piac feltételeire.

Az Európai Bizottságnak a tagállamok körében 2 évenként elvégzett finanszírozási felmérései²⁷ szerint 2009-2013 közötti időszakban Magyarország azon országok közé tartozott, ahol a KKV-k a legnagyobb arányban kizárólag belső forrásokat vettek igénybe működésük és fejlesztéseik finanszírozásához.

A Nemzetgazdasági Minisztérium és a Századvég Gazdaságkutató Zrt. 2013 és 2014 elején több mint 3000 kis- és középvállalkozó körében elvégzett online kérdőíves felmérései hasonló eredményt mutatnak:

1. ábra
Kedvezményes hitelek és az NHP összesített állományának aránya az összes KKV finanszírozáson belül

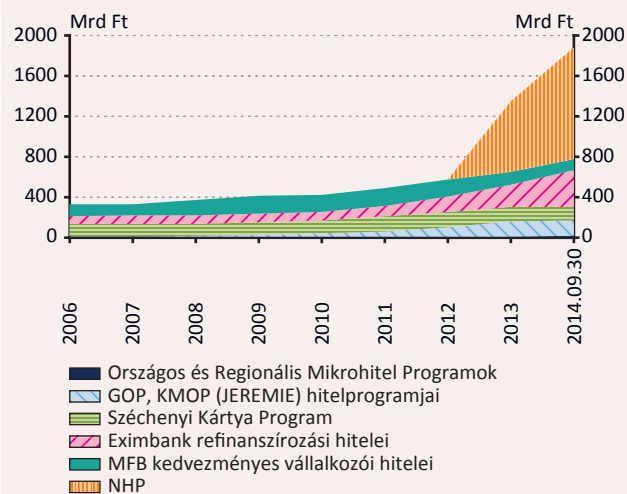
(időszakok végén)



Forrás: Támogatott programok, MNB.

2. ábra
Kedvezményes hitelek és az NHP állományának összege időszak végén

(Mrd Ft)



Forrás: Támogatott programok, MNB.

1. táblázat
Az elmúlt egy évben igénybe vett-e valamilyen külső forrást

(gyakoriság, a válaszadók százalékában)

	Igen		Kértem, de teljes mértékben elutasítottak	
	2012	2013	2012	2013
Belsőnek minősíthető források (tulajdonosi, baráti, rokoni kölcsön vagy tőke)	41,6%	39,6%	1,2%	0,7%
Vissza nem térítendő állami támogatás	14,1%	13,6%	4,9%	4,5%
Banki folyószámlahitel	17,0%	15,3%	5,0%	3,8%
Banki forgóeszközhitel	6,5%	6,2%	5,1%	4,2%
Banki beruházási hitel	5,3%	4,9%	4,5%	3,5%
Garanciaintézmény garanciájával nyújtott bankhitel	3,9%	3,3%	1,6%	1,2%
Széchenyi Kártya Hitelprogram valamelyik hitele	10,8%	9,2%	4,0%	2,9%
Egyéb támogatott hitel (pl. MFB, Exim)	2,6%	2,8%	1,8%	2,4%
Factoring	1,8%	1,3%	0,5%	0,5%
Lízing	12,0%	10,2%	0,8%	0,6%
Mikrohitel (Új Széchenyi Hitel, Országos Mikrohitel Program)	4,1%	3,9%	3,1%	2,0%
Külső befektető által befektetett tőke (kockázati tőke, üzleti angyal)	1,1%	0,9%	0,9%	0,6%
MNB Növekedési Hitelprogram		3,0%		2,4%

Forrás: A kis- és középvállalkozások helyzete Magyarországon 2012, 2013 NGM, Századvég.

²⁷ http://ec.europa.eu/enterprise/policies/finance/data/index_en.htm

A kérdések a 2012-es és a 2013-as év finanszírozásaira irányulnak, az egyes finanszírozási típusokra vonatkozó válaszok hasonló arányokat mutatnak. A hazai KKV-k számára a leggyakoribb finanszírozási forrást a családi, baráti kapcsolatok biztosítják. Jóval kisebb súllyal, de meghatározóak még a KKV-k külső finanszírozásának gyakoriságában a banki folyószámlahitelek, a vissza nem térítendő támogatások, a lízingfinanszírozás és a Széchenyi Kártya Program. Feltűnő, hogy 2012-ről 2013-ra minden elem gyakorisága csökkent valamelyest, de érzékelhetően megjelent a finanszírozási csatornák között a Növekedési Hitelprogram. Az NHP valószínűleg mind a fejlesztési, mind a forgóeszköz-finanszírozás tekintetében részben átvette a korábbi finanszírozási csatornák szerepét.

Tekintettel arra, hogy az Európai Unió tagállamai közül a magyar KKV-k belső forrásokból történő finanszírozási aránya évek óta a legmagasabbak, a külső finanszírozási aránya pedig a legalacsonyabbak között van, a hazai KKV-fejlesztési politika egyik kiemelt célkitűzése a vállalkozások hitelfelvételének ösztönzése. Különösen fontos ez a fejlesztések finanszírozásánál, ami meghatározó a növekedési potenciál és a hatékonyság növelése szempontjából.

A KEDVEZMÉNYES FINANSZÍROZÁSI PROGRAMOK FELTÉTELRENDSZERE

A kedvezményes KKV-fejlesztéspolitikai finanszírozási programok olyan részpiacokra és fázisokra irányulnak, ahol a piac a maga eszközeivel nem képes hatékonyan megfinanszírozni a megtérülőnek ígérkező üzleti tevékenységeket. A támogatott programok célja az, hogy a finanszírozás elősegítse a fejlesztések létrejöttét, javítsa azok megtérülését és a fenntartható működtetését.

A Magyar Export-Import Bank-ról és a Magyar Exporthitel Biztosítóról szóló 1994. évi XLII. törvényt az Országgyűlés a kül-gazdasági kapcsolatok, ezen belül kiemelten a magyar áruk és szolgáltatások exportjának ösztönzése és segítése,

- az exporthoz fűződő állami érdekek érvényesítése,
- az exportörök külpiazi versenyképességének erősítése,
- az export hagyományos piaci eszközökkel nem biztosítható pénzügyi kockázatainak megosztása,

a pénzügyi intézményrendszer, ezen belül az exportfinanszírozás és exporthitel-biztosítás rendszerének a piacgazdasági eszközökkel, valamint a nemzetközi normákkal összhangban történő továbbfejlesztése érdekében alkotta meg. A finanszírozásban való állami részvételt az exporttevékenységek különleges kockázatainak kezelése indokolja. Az Eximbank hiteleit exportcélú vagy beszállítói ügyletekre, befektetésekre, belföldi

vállalkozás nemzetközi versenyképességet javító befektetéseire, valamint külföldi vállalkozások magyarországi beruházásaira lehet igénybe venni. Az Eximbank és a MEHIB által alkalmazott, OECD tagállamainak megállapodása és az EU Bizottság közleménye szerint meghatározott feltételekkel nyújtott exportfinanszírozás és exporthitel-biztosítások nem torzítják a nemzetközi kereskedelmet, illetve piaci feltételű finanszírozásnak minősülnek.

2013 óta az Eximbank arra törekszik, hogy a nagyvállalatoktól a mikrovállalkozásokig teljes körű finanszírozási palettát kínáljon az exporttal közvetlenül vagy közvetetten kapcsolatba kerülő vállalkozások számára. Az Eximbank vezértermékének tekinthető Exportélenkítési Hitelprogram (EHP) keretében olcsó refinanszírozást kínálnak a hazai pénzügyi szervezeteknek a legfeljebb 15 milliárd Ft árbevételű vállalkozások beruházási és forgóeszköz hitelezéséhez. A refinanszírozási forrást pénzügyi vállalkozások is igénybe vehetik lízingfinanszírozás céljára. Bár a Bank törekszik arra, hogy a kisebb méretű vállalkozásoknak is elérhető finanszírozást kínáljon, az exportprofil miatt ügyfelei elsősorban a KKV szegmens felsőbb részéből és a nagyvállalatok közül kerülnek ki. Az EHP kamatbázisai alacsonyak: a 2 éven belüli hitelekre érvényes euró referencia kamatláb jelenleg 0,44%, a 2 éven túli hitelekre vonatkozó euró CIRR kamatláb 2-5 év futamidő között jelenleg 0,99%. A maximálisan alkalmazható kamatfelár (4%+egyéb költségek) olyan mértékű, hogy a hitelt kihelyező bankoknak széles mozgásteret biztosít a kockázatok és a jövedelmezőség árazására. Az EHP-ban érvényesülő átlagos kamatszint az ügyletek jellegéből adódóan ugyanakkor a maximális mérték felénél is alacsonyabban alakul. Az EHP és az NHP párhozamos dinamikus bővülése azt mutatja, hogy az NHP nincsen kizorító hatással az EHP-ra. Az Eximbank 2 éve lendületesen bővíti hitelezési tevékenységét, az idén 350 milliárd Ft folyósításával számol.

A Magyar Fejlesztési Bank feladatait a jelenleg is hatályban levő, a Bank státusát szabályozó 2001. évi XX. törvény 2 §-a foglalja össze. Eszerint MFB köteles részt venni

- az állami infrastrukturális, környezetvédelmi, valamint más állami fejlesztésekhez és beruházásokhoz, illetve az elkészült fejlesztések, beruházások működtetéséhez kapcsolódó feladatok ellátásában;
- az állami források hatékony és bankszerű kihelyezésének megtervezésében, közvetítésében, közreműködik az állami támogatások, valamint kedvezmények és a piaci követelmények összehangolásában;
- az egyes állami célleírányzatokból történő kifizetésekhez kapcsolódó feladatok ellátásában, ideértve a támogatási igények kifizetését, valamint a kifizetések felhasználásának elszámolását és értékelését.

Az MFB feladatköre kiegészült

- 2003-tól a magyarországi székhelyű gazdálkodó szervezetek – ezen belül elsődlegesen a kis- és középvállalkozások – beruházásainak fejlesztési hitel- és tőkefinanszírozásával, valamint
- 2005-től a mezőgazdasági őstermelők és családi gazdálkodók beruházásainak fejlesztési hitelfinanszírozásával.

A fenti sokirányú feladatok közül az aktuális prioritásokat az MFB számára Kormányhatározatok rögzítik. A piacon nehezen hozzáférhető finanszírozások körében az MFB elsősorban a hosszú távú fejlesztési célok megvalósításához kínál beruházási és forgóeszközhitelket a KKV-k és a nagyvállalati szektor számára. Az MFB termékkörében a hosszú távú beruházások hitelezését szolgálja a Vállalkozásfinanszírozási Program illetve ennek mezőgazdasági megfelelője az Új Magyarország Agrárfejlesztési Hitelprogram. A Vállalkozásfinanszírozási Program keretében akár 3 milliárd Ft-ot, az Agrárfejlesztési Hitelprogram keretében legfeljebb 1 milliárd Ft-ot vehetnek fel a vállalkozások maximum 15 évre. Az élelmiszeripar és a mezőgazdaság speciális forgóeszköz igényeinek kezelésére működteti az MFB az Élelmiszeripari Forgóeszköz Hitelprogramot és az Agrár Forgóeszköz Hitelprogramot. A két konstrukció keretében legfeljebb 6 évre, maximum 500 millió Ft forgóeszközhitelhez juthatnak az érintett szektorokba tartozó KKV-k és nagyvállalkozások. Az MFB hiteleinél az EURIBOR bázisra (jelenleg 0,081%) a közvetítők felé a Vállalkozásfinanszírozási Programnál 1,5%, az agrár hitelprogramoknál 3% refinanszírozási kamatfelár adódik hozzá, amit a bankok további maximum 3,5% felárral és további költségekkel növelhetnek meg. Az Élelmiszeripari és az Agrár Forgóeszköz hitelek ugyanakkor 50%-os mértékű kamattámogatásban részesülnek a Földművelésügyi Minisztérium részéről. A kamattámogatás ellenére az MFB hitelprogramjai mind a közvetítő bankok, mind vállalkozások számára drágábbak a szintén hosszú távú beruházási és forgóeszköz-finanszírozást kínáló NHP-nál. Az MFB programjaiban az NHP kizorító hatásának köszönhetően az elmúlt évben érzékelhetően csökkent az aktivitás.

A **Széchenyi Kártya Programmal** (SZKP) kapcsolatos kormányzati célok a programot elindító 1011/2002 Kormányhatározatból olvashatók ki:

- eredményesen működő, megfelelő múlttal rendelkező, egyszerűsített eljárású forgóeszköz finanszírozásának a megteremtése, amelybe
- bármely hitelintézet bekapcsolódhasson,
- a kisebb hitel összegek esetén a biztosíték a tulajdonos és a Hitelgarancia Zrt kezességére.

Az SZKP vezértermékének, a 2002-ben elindított Széchenyi Kártya Folyószámlahitelnek célja az volt, hogy a piacon ebben az időben a mikro- és kisvállalkozások számára nem létező, tárgyi fedezet nélküli folyószámlahitel a KKV-k rendelkezésére álljon.

A Széchenyi Kártya Folyószámlahitel biztosítékát tárgyi fedezet helyett a finomra hangolt feltételrendszer, a Garantiqa Hitelgarancia Zrt. 80%-os kezessége, a hitelfelvevő személyi kezességvállalása és a kockázatot lefedő kamatmarzs, illetve az ehhez kapcsolódó kamattámogatás adja. A konstrukció a kettőezres évek közepére jelentősen felfutott, sikere több, az SZKP-ban részt nem vevő bankot is arra késztetett, hogy hasonló termékkel jelenjen meg a piacon. Ezek a versengő termékek a pénzügyi válság idején azonban eltűntek a piacról, pedig a likviditási nehézségekkel küzdő kisebb vállalkozásoknak ekkor lett volna a legnagyobb szüksége kedvező folyószámlahitelekre. Az SZKP sikerének tekinthető, hogy a Széchenyi Kártya Folyószámlahitel a válság legnehezebb időszakában is fenn tudta tartani korábbi finanszírozási szintjét, ezzel tovább szolgálta eredeti küldetését.

A Széchenyi Kártya Folyószámlahitel sikere alapján a Kormány 2010-ben az I. és a II. Akcióterv keretében döntött a Széchenyi Kártya Program kiterjesztéséről. A döntések alapján bevezetésre került a Széchenyi Forgóeszközhitel, a Széchenyi Beruházási Hitel, a Széchenyi Önerő Hitel, (Széchenyi Önerő Kiegészítő és Támogatást Megelőlegező Hitelek), továbbá az Agrár Széchenyi Kártya. A bevezetés után az új hitelek fokozatos felfutása figyelhető meg. Az SZKP egyes hiteleinek alakulását az eddigi tapasztalatok szerint nem befolyásolta érdemben az NHP megjelenése. Ennek fő oka az lehet, hogy a Széchenyi Kártya program egyszerűsített, sztenderdizált eljárásrenddel és biztosítéki rendszerrel rendelkezik, amire az NHP kötöttebb feltételrendszere kevésbé nyújt lehetőséget.

Az EU 2007-13 közötti támogatási forrásaiból, a GOP és KMOP Pénzügyi Eszközei (JEREMIE) keretében létrehozott **Új Széchenyi Hitelprogram** (Beruházási és Forgóeszközhitel) maximális hitelösszegét és több paraméterét tekintve banki hitelprogram is lehetne, lényeges elemei miatt azonban elsősorban mikrohitelként működik, hasonlóan a több mint 20 éves múltra visszatekintő **Országos és Regionális Mikrohitel Programokhoz**. A mikrohitel finanszírozás célja az, hogy azok a vállalkozások, amelyek hagyományos bankhitelhez nehezen vagy egyáltalán nem juthatnának hozzá, élethelyzetükhöz illeszkedő finanszírozáshoz jussanak. Kiemelt cél a természetes személyek, különösen hátrányos csoportok (munkanélküliek, fiatalok, idősebbek, romák) vállalkozásalapításának, kisebb cégek fejlesztéseinek elősegítése. A mikrohitelvezetés gyakran jár együtt üzleti tanácsadással, mentori tevékenységgel. A hitelmúlt és más fontos gazdálkodási információk hiánya miatt a mikrohitelvezetésnek speciális kockázatai vannak, aminek kezelésében magasabb marzs, esetleg veszteségátvállalási konstrukció is segíti a hitelezőt. Mindegyik mikrohitel program pénzügyi vállalkozásokon (illetve azokhoz hasonlóan működő, Helyi Vállalkozásfejlesztési Alapítványokon) keresztül érhető el a vállalkozások számára. A mikrofinanszírozás az NHP által finanszírozott KKV körtől eltérő piaci szegmenst képvisel, működésük nincsen hatással egymásra.

A kockázati tőkeprogramok (sikeres exitet feltételezve) a hitelek áránál jóval magasabb hasznot adnak át a tőkebefektetőknek, akik ennek fejében a banki finanszírozást jelentősen meghaladó kockázatot és közreműködést vállalnak a célvállalkozások működésében. A hazai KKV finanszírozási piacon jelenleg aktív **Új Magyarország és Új Széchenyi Kockázati Tőkeprogramok**, valamint a **Széchenyi Tőkealap-kezelő Zrt.** tevékenysége paramétereik tekintetében nem vethető össze a kedvezményes hitelekkel vagy az NHP-val, de bizonyos esetekben azok alternatívájaként vagy kiegészítéseként merülhet fel.

A 2013 júniusában elindult **Növekedési Hitelprogram** deklarált célja, hogy a kis- és középvállalkozások forint alapú hitelhez jutásának elősegítése útján oldja a hitelpiaci zavarokat, erősítse a pénzügyi stabilitást és élénkítse a gazdasági növekedést. Rövid távú célként megfogalmazásra került a hitelintézetek közötti verseny növelése is. Az átfogó célokból is látható, hogy az NHP nem egy támogatott fejlesztési program, hanem az említett célok érdekében, átmeneti időre bevezetett monetáris politikai eszköz.

A rövid távú célok már az NHP I. szakaszában teljesültek. A program számottevően élénkítette a hitelkeresletet a vállalkozások oldaláról, a hitelintézetek figyelmét is a KKV szektorra irányította, ami fokozta a versenyt az ügyfelek megszerzéséért és megtartásáért. A verseny élénkítése irányába hatott a program keretösszegének szétosztásakor az MNB által alkalmazott allokációs mechanizmus valamint a bankváltás lehetősége, aminek köszönhetően nőtt a kis- és közepes bankok, valamint a takarékszövetkezetek részesedése a KKV hitelállományon belül. Hitelkiváltáskor az ügyfelek 20%-a élt a bankváltás lehetőségével.

A program sikerére tekintettel az MNB Monetáris Tanácsa 2013. szeptember 11-én a program folytatásáról döntött. A második szakaszban már lehetőség nyílt arra, hogy az új hitelek előtérbe helyezésével az NHP az eddiginél nagyobb hangsúlyt fektessen a gazdasági növekedés ösztönzésére. Így a teljes keretösszeg 90%-a csak új hitelek nyújtására fordítható. Az NHP II. szakaszában sikerült a hitelezés súlypontját a kisebb vállalkozások irányába mozdítani, a hitelfelvevők között nőtt a kisebb vállalkozások aránya, csökkent az átlagos hitel nagyság. A kihelyezések további jelentős növelése valószínűleg a kisméretű vállalkozások hitelezésbe való még erőteljesebb bevonásával valósítható meg.

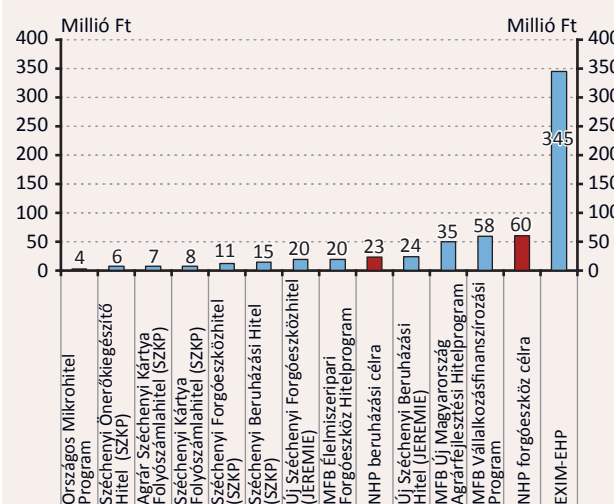
A KEDVEZMÉNYES FINANSZÍROZÁSI PROGRAMOK ÉS AZ NHP KÖZÖTTI KÜLÖNBSEGEK

A jelenleg is működő, legfontosabb kedvezményes finanszírozási programok és az NHP feltételeinek összehasonlítása alapján látható, hogy az NHP a maximálisan adható hitelösszegében, finanszírozható célok és tevékenységek tekintetében, a hitelfelvevőt terhelő hitelköltségek, valamint a program keretösszege

alapján is a legelőnyösebb feltételű finanszírozási lehetőség azok számára, akik igénybe tudják venni.

Az NHP-n kívül a legmagasabb **hitelösszeget** az MFB Vállalkozásfinanszírozási Programja és az Exim Exportélenkítési Hitelprogramja kínálja 3 milliárd Ft összegben. Míg a másik két hitelprogramot ugyanakkor igénybe vehetik nagyvállalatok is, az NHP azonban az általa megengedett legfeljebb 10 milliárd Ft-os hitelt jelenleg kizárólag a KKV-knak nyújtja. Az igénybevett hitelek átlagos összegeinek összevetése azt mutatja, hogy az NHP a kedvezményes hitelprogramok magasabb átlagos hitelösszegű szegmensével versenyez. Az adatokból arra lehet következtetni, hogy Exim EHP ügyletei nem tipikusan a KKV-k finanszírozását szolgálják.

3. ábra
2014-es évben igénybevett hitelek átlagos összege



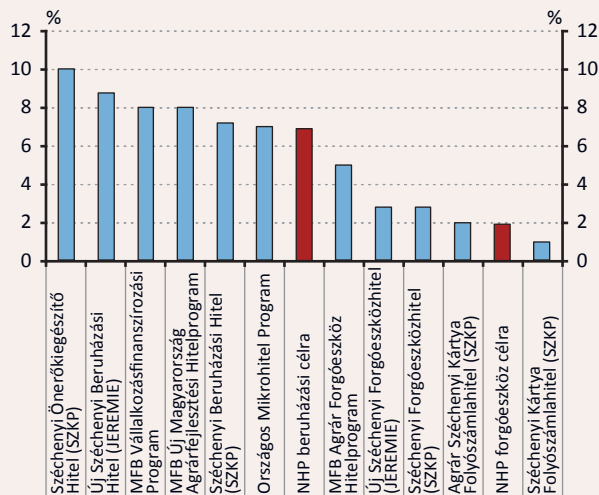
Forrás: Támogatott programok, MNB.

A lehetséges leghosszabb **futamidőt** az MFB fejlesztési hitelprogramjai kínálják 15 évvel, ezt az NHP, az SZKP fejlesztési hitelei és a mikrohitel követik. A fennálló kedvezményes hitelállományok átlagos futamidejének összevetése alapján, az NHP-t átlagosan valamivel rövidebb futamidőre vették fel a vállalkozások, mint a többi hitelt.

A támogatott hitelprogramok, a vissza nem térítendő fejlesztési támogatások és kockázati tőkeprogramok gyakran célzottan irányulnak bizonyos tevékenységek finanszírozására. Emellett a működtetésükhöz használt állami támogatási jogcím szabályai, valamint intézményi sajátosságok is kizárhatnak olyan területeket, amelyekre a konstrukció nem terjedhet ki:

- Az általános de minimis támogatási jogcím alapján működő konstrukciók nem finanszírozhatják az exportcélú tevékenységeket, a mezőgazdaságot, szén-, acélipart, fuvarozók teherszállító járműveinek megvásárlását és a nehéz helyzetű vállalkozásokat.

4. ábra
A fennálló hitelállományok átlagos futamideje 2014. szeptember 30-án
(év)



Forrás: Támogatott programok, MNB.

- A mezőgazdasági de minimis támogatások csak agrárcélú tevékenységekre irányulhatnak.
- A regionális beruházási támogatás alapján működő konstrukciók kizárják egyes, nem fókuszált ágazatokat és a Közép-Magyarországi Régiót.
- Az Eximbank EHP-ja az exporttevékenységgel összefüggő ügyletekre szűkíti a finanszírozás körét.
- Azok a programok, amelyek fejlesztésre irányulnak, tiltják az üzletrésztvásárlást és a hitelkiváltást.
- A kockázati tőkére vonatkozó állami támogatási irányelv kizárja a befektetési célpontok közül a nehéz helyzetben lévő vállalkozásokat, a mezőgazdaságot, a szén- és acélpárt, a pénzügyi ágazatot, az eladási célú ingatlanfejlesztést a hitelkiváltást és a befektetésből finanszírozott részesedésszerzést.

Az NHP esetében nem merül fel az állami támogatás kérdése, miután a jegybank a monetáris politikai eszköztár részeként biztosít forrást a hitelintézetek számára, így a fentiekhez hasonló korlátozások a potenciálisan hitelt felvevő KKV-k köre tekintetében nem állnak fenn. Az Exim hitelei mellett egyedül az NHP teszi lehetővé az exporttal kapcsolatos tevékenységek és beruházások finanszírozását, továbbá az MFB Agrárfejlesztési hitelén kívül az egyetlen, amely megengedi a termőföldvásárlást és az agrárberuházások hitelezését. Csak az NHP ad lehetőséget arra, hogy a forrást hitelkiváltásra fordítsák, jöllehet a második szakaszban csak korlátozott mértékben van erre lehetőség.

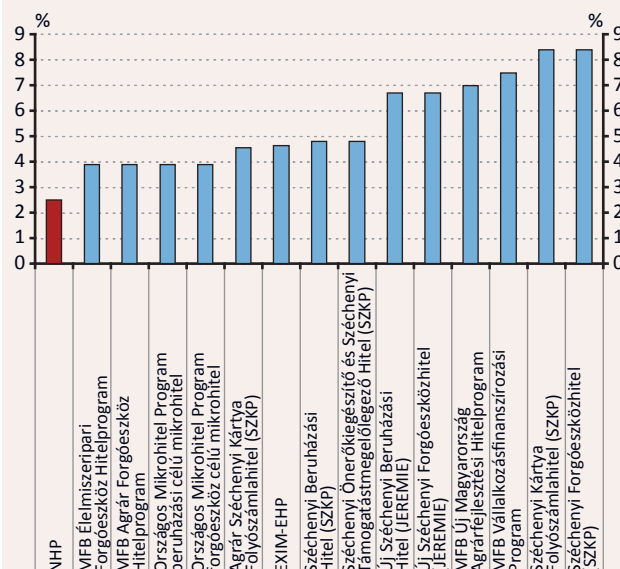
Az állami támogatások szabályai a finanszírozás támogatástartalmanak összegét is behatárolják. Ez elsősorban az agrár de minimis alapon nyújtott támogatásoknál jelent szűk korlátot, ahol 3 éven belül, egy vállalatcsoport számára felhasználható

támogatástartalom mindössze 15 ezer euró lehet. A szűk agrár de minimis korlát miatt az agrárvállalkozások ritkán tudnak igénybe venni támogatott finanszírozást. Ez is szerepet játszhat abban, hogy körükben különösen népszerű az NHP.

Az aktualizált, tisztán kamatjellegű **költségek maximális mértékének** összevetése alapján az NHP költségei a legalacsonyabbak között vannak, egyedül az MFB Élelmiszeripari és Agrár Forgóeszköz Hitelprogramja előzi meg, és a Széchenyi Önerőkiegészítő Hitel közelíti meg a mértékét. Amennyiben azonban az egyéb, fixösszegű díjakat is számszerűsítjük a hitelek árában, egyértelműen az NHP a legkedvezőbb konstrukció. 10 millió Ft-os hitel felvételének első évére számolt maximális hitelköltségek alapján az NHP a legolcsóbb hitelforrás. A második helyezett MFB Élelmiszeripari és Agrár Forgóeszköz Hitelprogramok, valamint az Országos Mikrohitel Program hitelei 1,4%-kal, az Agrár Széchenyi Kártya és az Exim-EHP pedig több mint 2%-kal magasabb költségűek. Meg kell azonban jegyezni, hogy a jelzett értékek a maximálisan alkalmazható költségszintet mutatják, aminél lehetőség van alacsonyabb mérték alkalmazására is. Ez az alacsony refinanszírozási bázis útján működő programoknál gyakori. A maximális költségszinttől való eltérés az Exim EHP esetében a legjelentősebb, ahol az átlag kamatszint 2,1% körül alakult.

5. ábra
A kedvezményes programok keretében felvett 10 milliárd Ft-os hitel első évére számított maximális mértékű hitelköltsége

(%)



Forrás: Támogatott programok, MNB.

A piacon elérhető hiteleknél előnyösebb kamatozású finanszírozási konstrukciók jellemzőit az alábbi táblázatokban foglaltuk össze.

2. táblázat Az NHP és a legfontosabb beruházási finanszírozási programok feltételeinek összehasonlítása							
Megnevezés	Célcsoport	Hitel nagysága	Nem finanszírozható területek	Futamidó	Előnyös kamatozást biztosító konstrukció	Kamatjellegű költségek	10 M Ft összegű hitel első évi maximális nagyságú hitelköltsége (kamatjellegű + fix költségek)
NHP	mikro-, kis- és középvállalkozások	3 M Ft – 10 Mrd Ft	–	max. 10 év	0% forrásköltségű jegybanki refinanszírozás	max. 2,5%	max. 2,5%
MFB Vállalkozási finanszírozási Program	mikro-, kis-, közép- és nagyvállalkozások	5 M Ft – 3 Mrd Ft	exportcéli tevékenység, mezőgazdasági tevékenység, bányászat, fuvarozók teher szállító járműveinek megvásárlása, nehéz helyzetű vállalkozások, üzletrészesárlás	15 év	olcsó refinanszírozás útján nyújtott állami támogatás, általános de minimis támogatási jogcím	3 havi EURIBOR + RKV + max 3,5% ami jelenleg kb 5,1%	max. 7,5%
MFB Új Magyarország Agrárfejlesztési Hitelprogram	mikro-, kis-, közép- és nagyvállalkozások	1 M Ft – 1 Mrd Ft	exportcéli tevékenység, nehéz helyzetű vállalkozások, üzletrészesárlás, hitelkiváltás,	hiteltől függően 8 vagy 15 év	mezőgazdasági vállalkozás számára nyújtott állami támogatásnak minősül	3 havi EURIBOR + RKA + max 3,5% ami jelenleg kb 5,1%	max. 7,0%
EXIM-EHP	15 Mrd Ft alatti árbevételű vállalkozások	40 EEur (12,5 M Ft) – 10 MEur (3,1 Mrd Ft)	belföldre irányuló tevékenység, reexport, katonai berendezések, mezőgazdasági termékek exportja	0,5 – 5 év	az OECD és EU exporthitelre alkalmazandó referenciakamat alapján történő olcsó finanszírozás	EUR alapon min. CIRR – max. CIRR + 4% = jelenleg 1,29% – 5,05%;	max. 4,65-5,6%
Széchenyi Beruházási Hitel (SZKP)	mikro-, kis-, és középvállalkozások	1-50 M Ft	exportcéli és mezőgazdasági tev., bányászat, fegyver-, lőszer-, harcjármű gyártása, szerencsejáték, nehéz helyzetben lévő vállalkozások, fuvarozók teher szállító járműveinek megvásárlása, üzletrészesárlás	1-10 év	5% kamattámogatás, 50% garanciadíj támogatás, 85%-os állami viszontgarancia, általános de minimis jogcím	BUBOR+4,5%-5% kamattám. +0,8% kezelesi költség+1,3% lési költség+0,65% garanciadíj tám.= jelenleg 3,05%	max. 4,8%
Széchenyi Önerőkiegészítő Hitel (SZKP)	mikro-, kis-, és középvállalkozások	1-50 M Ft	exportcéli tevékenység, mezőgazdasági tevékenység, bányászat, fegyver-, lőszer-, katonai harcjármű gyártása, szerencsejáték, fogadás, nehéz helyzetben lévő vállalkozások, fuvarozók teher szállító járműveinek megvásárlása, üzletrészesárlás	1-5 év	5% kamattámogatás, 50% garanciadíj támogatás, 85%-os állami viszontgarancia, általános de minimis jogcím	BUBOR+4%-5% kamattámogatás+0,8% kezelesi költség+1,3% lési költség+0,65% garanciadíj támogatás= jelenleg 2,55%	max. 4,8%
Új Széchenyi Beruházási Hitel (JEREMIE)	mikro-, kis-, és középvállalkozások	1- 50 M Ft	exportcéli tevékenység, mezőgazdasági tevékenység, széntermelés, nehéz helyzetben lévő vállalkozások, fuvarozók teher szállító járműveinek megvásárlása, üzletrészesárlás	1-10 év	olcsó refinanszírozás útján nyújtott állami támogatás, általános de minimis jogcím	max. 6,5%	max. 6,7%
Országos Mikrohitel Program beruházási célú mikrohitel	mikro-vállalkozások	0 – 10 M Ft	exportcéli tevékenység, mezőgazdasági tevékenység, széntermelés, nehéz helyzetben lévő vállalkozások, fuvarozók teher szállító járműveinek megvásárlása, üzletrészesárlás	1-10 év	olcsó refinanszírozás útján nyújtott állami támogatás, általános de minimis jogcím	3,9%	max. 3,9%
Mikro-, kis- és középvállalkozások termelési kapacitásainak bővítéséről szóló pályázat vissza nem térítendő támogatása	feldolgozóipari mikro-, kis-, és középvállalkozások	10-100 M Ft között	egyres kiemelt feldolgozóipari ágazatokon kívüli ágazatok, üzletrészesárlás, Középmagyarországi régió területén megvalósuló projektek	–	vissza nem térítendő támogatás regionális beruházási támogatást tartalmazó állami támogatási jogcímen	legfeljebb 50% vissza nem térítendő támogatás	–

3. táblázat Az NHP és a legfontosabb forgóeszköz- és folyószámlahitel finanszírozási programok feltételeinek összehasonlítása							
Megnevezés	Célcsoport	Hitel nagysága	Nem finanszírozható területek	Futamidő	Előnyös kamatozást biztosító konstrukció	Kamatjellegű költségek	10 M Ft összegű hitel első évi maximális nagyságú hitelköltsége (kamatjellegű + fix költségek)
NHP	mikro-, kis-, és középvállalkozások	3 M Ft – 10 Mrd Ft	–	forgóeszközhitel esetében max. 3 év	0% forrásköltségű jegybanki refinanszírozás	max. 2,5%	max. 2,5%
MFB Élelmiszeripari Forgóeszköz Hitelprogram	élelmiszeripari mikro-, kis-, közép- és nagyvállalkozások	5 max 500 M Ft	nem élelmiszeripari tevékenység, exportcélú tevékenység, mezőgazdasági tevékenység, nehéz helyzetű vállalkozások, üzletrésztársítás	2 – 6 év	olcsó refinanszírozás útján nyújtott állami támogatás, általános de minimis és halászati de minimis támogatási jogcím	3 havi EURIBOR + RKV + max 3,5% ami jelenleg kb 5,1%	max. 7,5%
MFB Agrár Forgóeszköz Hitelprogram	mezőgazdasági mikro-, kis-, közép- és nagyvállalkozások	1 – max 500 M Ft	exportcélú tevékenység, nehéz helyzetű vállalkozások, üzletrésztársítás	1-6 év	olcsó refinanszírozás útján nyújtott állami támogatás, általános de minimis, mezőgazdasági de minimis és halászati de minimis támogatási jogcím, a hitelkamat 50%-áig, de legfeljebb évi 4%-os mértékű kamattámogatás	3 havi EURIBOR + RKV2 + max 3,5%- 50% kamattámogatás = jelenleg kb 2,4%	max. 3,9%
Széchenyi Kártya Folyószámlahitel	mikro-, kis-, és középvállalkozások	0,5 – 25 M Ft (1M Ft-ként emelkedik)	exportcélú tevékenység, mezőgazdasági tevékenység, bányászat, fegyver-, lőszer-, katonai harcjármű gyártása, szerencsejáték, fogadás, nehéz helyzetben lévő vállalkozások	1 + 1 év	10 M Ft-ig 1%, a 10 M Ft feletti részre nincs kamattámogatás, 50% garanciadíj támogatás, 85%-os állami viszontgarancia	BUBOR+4%-1% kamattámogatás+0,8% kezelési költség+ 1,4% garanciadíj-0,7% garanciadíj támogatás = jelenleg 6,6%	max. 8,4%
Agrár Széchenyi Kártya Folyószámlahitel	mezőgazdasági mikro-, kis-, és középvállalkozások	0,5 – 25 M Ft (1 M Ft-ként emelkedik)	mezőgazdasági termék előállításán, feldolgozásán vagy forgalmazásán kívüli tevékenységek, exporttal kapcsolatos tevékenységek, nehéz helyzetben lévő vállalkozások	1+1+1 év	4 % kamattámogatás, 50% garanciadíj támogatás, 85%-os állami viszontgarancia	BUBOR+4%-4% kamattámogatás+0,8% kezelési költség+ 1,7% garanciadíj-0,75% garanciadíj támogatás = jelenleg 3,85%	max. 4,55%
Széchenyi Forgóeszközhitel (SZKP)	mikro-, kis-, és középvállalkozások	1–25 M Ft, (100E Ft-ként emelkedik)	exportcélú tevékenység, mezőgazdasági tevékenység, bányászat, fegyver-, lőszer-, katonai harcjármű gyártása, szerencsejáték, fogadás, nehéz helyzetben lévő vállalkozások	1-3 év	2% kamattámogatás, 50% garanciadíj támogatás, 85%-os állami viszontgarancia	BUBOR+5%-2% kamattámogatás+0,8% kezelési költség+1,6% garanciadíj-0,75% garanciadíj támogatás = jelenleg 6,75%	max. 8,4%
Új Széchenyi Forgóeszközhitel (JEREMIE)	mikro-, kis-, és középvállalkozások	1–50 M Ft	exportcélú tevékenység, mezőgazdasági tevékenység, széntermelés, nehéz helyzetben lévő vállalkozások, üzletrésztársítás	1-3 év	olcsó refinanszírozás útján nyújtott állami támogatás, általános de minimis jogcímen	max. 6,5%	max. 6,7%
Országos Mikrohitel Program forgóeszköz célú mikrohitel	mikro-vállalkozások	0–10 Mft	exportcélú tevékenység, mezőgazdasági tevékenység, széntermelés, nehéz helyzetben lévő vállalkozások, üzletrésztársítás	max. 3 év	olcsó refinanszírozás útján nyújtott állami támogatás, általános de minimis jogcímen	3,9%	max. 3,9%

4. táblázat Az NHP és a legfontosabb kockázati tőkeprogramok feltételeinek összehasonlítása						
Megnevezés	Célcsoport	Hitel/tőkebefektetés nagysága	Nem finanszírozható területek	Futamidő	Előnyös kamatozást biztosító konstrukció	Finanszírozási költségek
NHP	mikro-, kis-, és középvállalkozások	3M Ft – 10 Mrd Ft	-----	beruházási és eu-s támogatás előfinanszírozási hitel esetében max. 10 év, forgóeszközhitel esetében max. 3 év	0% forrásköltségű jegybanki refinanszírozás	max. 2,5%
Új Magyarország Kockázati Tőkeprogram és Új Széchenyi Kockázati Tőkeprogram közös és co-investment növekedési alapjai	5 éven belül alapított mikro- és középvállalkozások; max. 5 Mrd Ft árbevétel	12 hónapos időszakon belül max. 2,5 M EUR tőkebefektetés, ami többször is megismételhető	nehéz helyzetben lévő vállalkozások, hajógyártás, a szén- és acélpár, pénzügyi ágazat, mezőgazdaság hitelkiváltás, kereskedelmi célú ingatlanfejlesztés, részesedésszerzés,	max. 10 év	kedvezményes feltételű tőkebefektetés céljára ideiglenesen átadott állami forrás, a kockázati tőkebefektetések állami támogatására vonatkozó jogcím szerint	az eladott üzlet részérték növekedésével átadott haszon
Új Széchenyi Kockázati Tőke Program Közös Magvető Alap Alprogram	3 éven belül alapított mikro- vagy kisvállalkozások; max. 200 M Ft árbevétel	12 hónapos időszakon belül max. 150 E EUR tőkebefektetés, amelyet egy alkalommal további 150 E EUR követhet pénzkölcsön formájában	nehéz helyzetben lévő vállalkozások, hajógyártás, a szén- és acélpár, pénzügyi ágazat, mezőgazdaság hitelkiváltás, kereskedelmi célú ingatlanfejlesztés, részesedésszerzés,	max. 10 év	kedvezményes feltételű tőkebefektetés céljára ideiglenesen átadott állami forrás, a kockázati tőkebefektetések állami támogatására vonatkozó jogcím szerint	az eladott üzlet részérték növekedésével átadott haszon
Széchenyi Tőkealap-kezelő Zrt tőkealapja	mikro-, kis-, és középvállalkozások	max. 200 E EUR, amelyhez a befektetett tőke kétszeresére rúgó tagi kölcsön kapcsolódhat	exportcélú tevékenység, mezőgazdasági tevékenység, szén- és acélpár, nehéz helyzetben lévő vállalkozások,	max. 5 év	kedvezményes feltételű tőkebefektetés céljára ideiglenesen átadott állami forrás, általános de minimis vagy kockázati tőkebefektetések állami támogatására vonatkozó jogcím szerint	az eladott üzlet részérték növekedésével átadott haszon

Módos Dániel – Bokor Csilla – Hidasi Balázs: Az NHP-ban nyújtott hitelek és a hitelfelvevő vállalatok fontosabb jellemzői

ÖSSZEFOGLALÓ

A Növekedési Hitelprogram második szakaszának feltételrendszerében számos változás történt az első szakaszhoz képest. A hitelkiváltások korlátozása, a pénzügyi vállalkozások finanszírozóként való részvétele és ezzel együtt a pénzügyi lízing, mint finanszírozási forma lehetővé tétele – más változtatások mellett – a programban számos kedvező változást idéztek elő az első szakaszhoz képest. A hitelkiváltások korlátozásával a programban a kihelyezések közel 98%-a új hitel, ezen belül is az új beruházási hitelek vannak túlsúlyban. A hosszabb rendelkezésre állási időnek és a program finomhangolásainak köszönhetően számottevően emelkedett a mikrovállalkozások súlya a programban. Míg az első szakaszban az új hitelekben belül a mikrovállalkozások részesedése csupán 25% volt, addig a második szakaszban ez 34%-ra emelkedett; de például a pénzügyi lízingben ez az arány közel 60%. A második szakaszban a nagybankok aktivitása emelkedett, de továbbra is elmondható, hogy arányaiban a kisebb hitelintézetek több beruházási hitelt nyújtanak.

Bár a mezőgazdaság részesedése az első szakaszban is számottevő volt, kiemelkedővé csak a második szakaszban vált, köszönhetően részben annak, hogy az EU-s támogatást előfinanszírozó hitelek jelentős hányada ebben az ágazatban valósul meg. A mezőgazdaság részesedésének emelkedése a regionális koncentráció csökkenését is eredményezte. A hitelek regionális koncentráltságában azonban éles eltérések tapasztalhatóak vállalatméretenként. Míg a kisvállalkozások hitelfelvételének regionális eloszlása nem változott érdemben, addig a mikro és közepes vállalkozások hitelfelvétele jelentősen.

Az első szakaszban résztvevő vállalkozások jövedelmezőségi, tőkeerősségi és eladósodottsági mutatói a 2008-2012-es időszakot tekintve kismértékben jobbak a második szakaszban résztvevő vállalkozásokénál, ugyanakkor a likviditási rátát tekintve nem állapítható meg érdemi különbség.

AZ NHP KERETÉBEN MEGVALÓSULÓ ÚJ BERUHÁZÁSI HITELEK ESETÉBEN A MÁSODIK SZAKASZBAN ÉRDEMBEN EMELKEDETT A KISEBB VÁLLALKOZÁSOK ÉS KISEBB HITELÖSSZEGEK SÚLYA

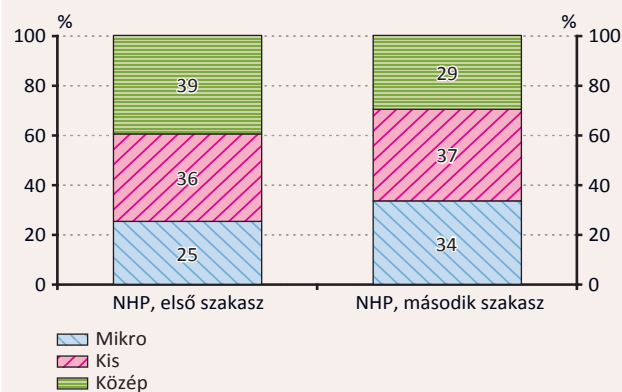
2014. augusztus végéig²⁸ az NHP két szakaszában együttesen közel 1040 milliárd Ft értékben, több mint 14000 vállalkozásnak nyújtottak hitelt a programban résztvevő hitelintézetek. Ezen belül közel 10000 vállalkozás vett fel új beruházási hitelt (beleértve a pénzügyi lízinget is) és EU-s támogatást előfinanszírozó

hitelt az NHP első és második szakaszában, mintegy 430 milliárd Ft értékben. Ennek az összegnek közel 60 százaléka a második szakaszban valósult meg. Amellett, hogy a második szakaszban, részben a hosszabb rendelkezésre állási időnek köszönhetően nagyobb az új beruházási hitelek volumene, a két szakasz között számottevő különbséget jelent az új beruházási hitelek²⁹ eloszlása az egyes vállalat típusok között. Míg az első szakaszban a vállalkozások csupán negyede volt mikrovállalkozás, addig a második szakaszban már közel minden harmadik vállalkozás az. A mikrovállalkozások részesedésének emelkedése igazán az új beruházási hitelek esetében látványos. Az első szakaszbeli 33 százalékról 43 százalékra emelkedett a részesedésük.

²⁸ Az elemzés során a 2014. augusztus 29-ig rendelkezésre álló adatokat vesszük alapul.

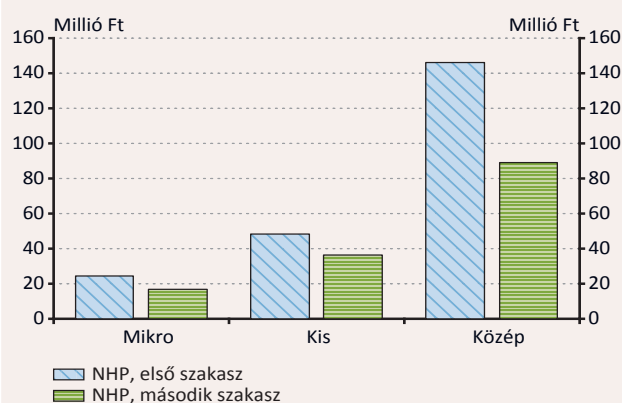
²⁹ Ez most és a továbbiakban is magába foglalja az új pénzügyi lízinget és az EU-s hiteleket is.

1. ábra
Az egyes vállalat típusok részesedése az új hitelek
belül az NHP első és második szakaszában



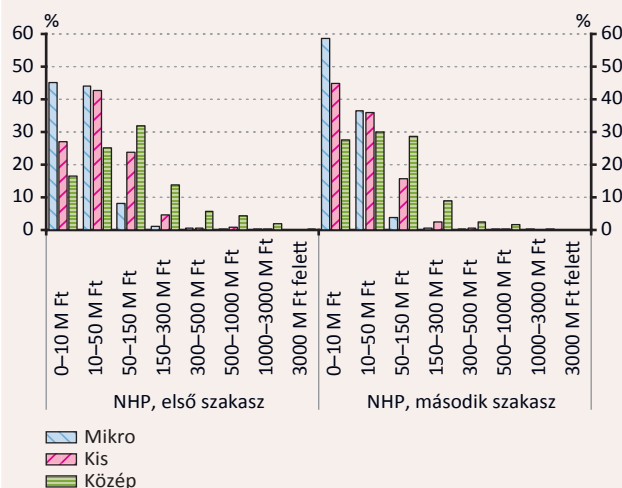
Forrás: MNB.

2. ábra
Átlagos hitelméret az egyes vállalat típusoknál az új
hitelek esetében



Forrás: MNB.

3. ábra
A hitelméret eloszlása vállalat típusonként az új
beruházási hitelek esetében az NHP első és második
szakaszában



Forrás: MNB.

1. táblázat
Átlagos hitelméret az NHP első és második szakaszában
hitelcélonként

	Első szakasz (millió Ft)	Második szakasz (millió Ft)
Új hitelek	49	30
Új beruházási hitel	49	24
Új forgóeszközhitel	51	57
EU-s hitel	24	37

Forrás: MNB.

Az NHP második szakaszában csökkent az átlagos hitelméret, ami főleg az új beruházási hitelek esetében számottevő, ahol az átlagos hitelméret 49 millió Ft-ról 24 millió Ft-ra csökkent. A mutató csökkenésének köszönhetően nagymértékben emelkedett a 10, illetve 50 millió Ft alatti hitelösszegek súlya, amely két okra vezethető vissza: egyfelől jelentősen nőtt a mikrovállalkozások részesedése, amelyek jellemzően kisebb hitelösszeget igényelnek, másfelől a minden vállalat típus esetén megfigyelhető a hitelméret csökkenése. A mikrovállalkozások esetében például 28 millió Ft-ról 17 millió Ft-ra (jelentős mértékben a pénzügyi lízingnek köszönhetően), a közepes vállalkozásoknál pedig közel felére esett vissza az átlagos hitelméret 145 millió Ft-ról 75 millió Ft-ra.

A mikrovállalkozások esetében például az első szakaszban a 10 millió Ft alatti ügyletek aránya 45 százalék körül alakult, míg a második szakaszban 60 százalékra emelkedett. Ez a tendencia azonban megfigyelhető a kis- és közepes méretű vállalkozásoknál is. A kisvállalkozásoknál az 50 millió Ft alatti ügyletek aránya 70 százalékról 81 százalékra emelkedett, míg a közepes vállalkozásoknál 42 százalékról 58 százalékra.

Ez a kedvező fejlemény több tényező együttes hatásának tulajdonítható:

1. A kockázat és munkaigény miatt a hitelintézetek először a nagyobb és kevésbé kockázatos ügyfelekre koncentrálnak, és csak kisebb részben, illetve másodlagosan kerül sor a fiatalabb és rövidebb hitelmúlttal rendelkező kisebb ügyfelek hiteligényeinek kielégítésére. A méretüket tekintve relatíve nagyobb vállalkozások, akik stabilabb tevékenységgel, hosszabb működéssel és hitelmúlttal rendelkeznek, sokkal ellenálló képességük is átlagosan jobb, kisebb kockázatot jelentenek, míg a kisebb cégek, akiket legtöbbször rövidebb hitelmúlt jellemmez, kockázatosabbnak tekinthetők és relatíve nagyobb a munkaigényük. A második szakasz hosszabb rendelkezésre álló időkerete elegendő időt hagy a kockázatosabb ügyfelek kiszolgálására is. Továbbá figyelembe veszi azt is, hogy különböző ágazatokban tevékenykedő vállalkozások hiteligénye az év különböző időszakaiban, eltérő szezonálitással merül fel. A hosszabb rendelkezésre álló időkeretnek

köszönhetően az egyes vállalatípusok között is fennáll a fenti összefüggés, amelyet mutat az is, hogy vállalatípusonként is csökkent az átlagos hitelméret az NHP második szakaszában.

2. A mikrovállalkozások részvételének további kedvező lökést jelentett a pénzügyi lízing, mint finanszírozási forma lehetővé tétele a programban. 2014. augusztus végéig közel 2200 vállalkozás több mint 25 milliárd Ft értékben vett igénybe pénzügyi lízinget a program keretében. Ennél a finanszírozási formánál közel 60% a mikrovállalkozások súlya, az átlagos hitelméret is alacsonyabb és jellemzően haszongépjármű, illetve gépek és berendezések vásárlását takarja. A mikrovállalkozások nagyobb súlyát magának a konstrukciónak a sajátosságai magyarázzák. A pénzügyi lízingnek a banki hitellel szemben meg van az az előnye, hogy kismértékben kockázatosabb vállalkozások is forráshoz juthatnak, amelyek megfelelő fedezet hiányában nem biztos, hogy hitelhez tudnának jutni.

3. Az új beruházási hitelek tekintve a KKV-k 7,6 százaléka vett részt az első szakasz mellett a program második szakaszában is. A mindkét szakaszban résztvevő cégek alacsony aránya azt mutatja, hogy a programban résztvevő vállalkozások hiteligényének jelentős része a hitelfelvétel során kielégült, de jelenti azt is, hogy a második szakaszban főként olyan KKV-k vesznek részt, amelyek korábban nem igényeltek az NHP keretében hitelt.

A NAGYBANKOK RÉSZESEDÉSE AZ ÚJ BERUHÁZÁSI HITELEKEN BELÜL EMELKEDETT; A KISEBB HITELINTÉZETEK – SAJÁT KIHELYEZÉSEIKEN BELÜL – FŐKÉNT ÚJ BERUHÁZÁSI HITELEKET NYÚJTOTTAK

Az NHP második szakaszában a nagybankok részesedése 58 százalékról 67 százalékra emelkedett az új hitelekben belül. Az új beruházási hitelekben belül kissé nagyobb mértékben 47 százalékról 61 százalékra nőtt a nagybankok aránya. Emellett azonban elmondható az is, hogy a második szakaszban a nagybankok kihelyezésének mintegy fele új beruházási hitel, közel 20 százaléka EU-s hitel, míg megközelítőleg harmada új forgóeszközhitel. Ezzel szemben a kisebb hitelintézetek³⁰ kihelyezése közel 80 százalékban új beruházási hitelek nyújtását jelenti. A fenti fejlemények több okra vezethetők vissza:

1. Az NHP első szakaszában a hitelkiváltások nagyobb aránya a bankváltás miatt elősegítette a kisebb hitelintézetek aktivítását, mivel új ügyfeleket tudtak akquirálni a nagybankok-

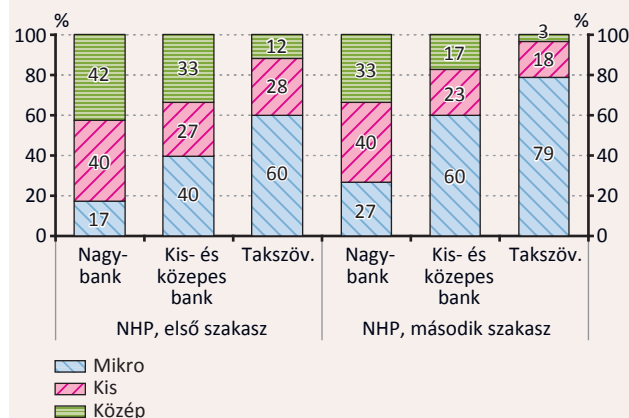
tól. Ezzel ellentétben a nagybankok inkább saját ügyfeleikre koncentráltak. A második szakaszban azonban a hitelkiváltás korlátozásával ez a lehetőség csökkent.

2. Az első szakaszban a nagybankok főként saját ügyfeleikre koncentráltak, de ezen ügyfelek – a kisbankok ügyfeleihez képest – jelentős részben meglévő hitelét váltotta ki, ami leterhelte a banki kapacitások jelentős részét, ami viszont a második szakaszra felszabadult, így lehetővé téve a nagybankok nagyobb aktivitását a programban.

3. A kisebb hitelintézetekhez képest a nagybankok nagyobb arányban finanszíroznak középvállalkozásokat. A középvállalkozások pedig arányaiban több forgóeszközhitelt igényelnek, mint a kisebb vállalkozások. Ennek köszönhetően a programban nyújtott forgóeszközhitel egy jelentős része a nagybankoknál csapódik le.

A fentiek mellett azonban általánosan is elmondható, hogy a mikrovállalkozások részesedése minden bankcsoport esetében számottevően emelkedett, amelyet a középvállalatok részesedésének csökkenése kísért. Bár a nagybankokra továbbra is igaz, hogy a nagyobb méretű vállalatokra koncentrálnak, ugyanakkor a kisebb vállalkozásokban rejlő növekedési potenciál és az erősödő verseny miatt több banknál az üzletpolitika változása feltételezhető, amely során a korábbiaknál jobban előtérbe kerülnek a mikrovállalkozások is. Ezt jól mutatja, hogy a mikrovállalkozások részesedése az új beruházási hitelekben belül a nagybankoknál 17 százalékról 27 százalékra emelkedett a második szakasz során.

4. ábra
Az egyes bankcsoportok kihelyezése az egyes vállalatípusok felé az új beruházási hitelekben belül



Forrás: MNB.

³⁰ Kisebb hitelintézetek alatt a kis- és közepes bankokat, valamint a takarékszövetkezeteket értjük.

TOVÁBBRA IS HAJLANDÓAK A BANKOK HOSSZÚ LEJÁRATÚ BERUHÁZÁSI HITELEKET NYÚJTANI

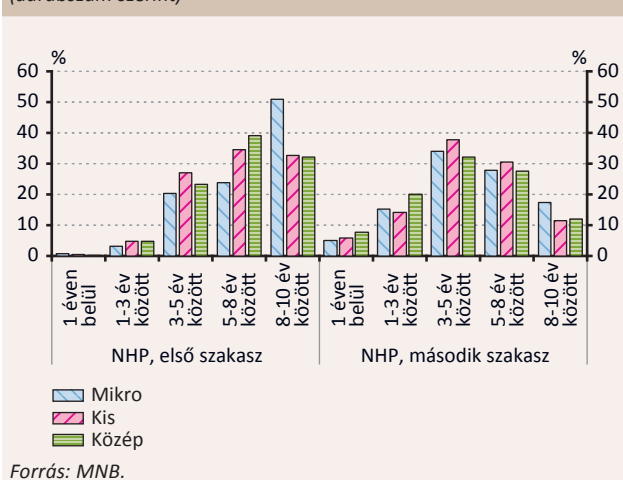
Míg a program indulása előtt a teljes fennálló KKV-hitelállományon belül 10 éves lejárat alatt viszonylag egyenletes a futamidő eloszlása, a program elindítását megelőző, 2012-es folyósítású hitelek tekintve kiemelkedően magas az éven belüli, valamint az 1-3 év közti hitelek aránya. Vagyis míg a fennálló állományban még vannak – feltehetően inkább korábban folyósított – hosszabb lejáratú hitelek, a pénzügyi és gazdasági válság következtében az utóbbi években már lényegesen kevesebb beruházási hitel folyósítására került sor. A program előtti időszakban a kihelyezett hitelek futamidejének rövidülését hitelkínálati oldalról a bankok korlátozott kockázatvállalása és a hosszabb forrásszerzési lehetőségek beszűkülése magyarázza. A vállalati szektor hosszú lejáratú hiteleinek folyamatossá leépülésében azonban a keresleti tényezők is fontos szerepet játszottak, mivel a vállalatok a válságra, nehéz pénzügyi és bizonytalan környezetükre tekintettel részben elhalasztották állagfenntartó, míg teljes mértékben a bővítésre irányuló beruházásaikat.

Ennek fényében kedvezőnek tekinthető, hogy a program keretében az átlagosnál hosszabb lejáratú finanszírozáshoz jutottak a vállalkozások. Az NHP első szakaszában az új beruházási hitelek (EU-s hitelek nélkül) szerződéses összeggel súlyozott átlagos futamideje 8 év volt, míg a második szakaszban közel 7 év. Továbbá mint ahogy az alábbi ábra is mutatja, a második szakasz eloszlása egyenletesebb. A futamidő kismértékű rövidülése több okra is visszavezethető:

- 1. A pénzügyi lízing számottevő része haszongépjármű és gép, berendezés vásárlását takarja, aminek futamideje jellemzően 3-5 év körül alakul.** Mivel a lízingügyletek darabszám szerint relatíve nagy számban vannak jelen, így részben ennek köszönhetően csökkent az új beruházási hitelek átlagos futamideje. Ez főként a mikrovállalkozásoknál érvényesül, mivel ennek a vállalatípusnak a részesedése 60 százalék körül alakul a pénzügyi lízingen belül.
- 2. A mikrovállalkozások alapvetően kockázatosabbnak tekinthetők, mint a méretüket tekintve nagyobb vállalkozások.** A hitelintézet részéről a kockázat csökkentésének egyik lehetséges eszköze lehet, hogy rövidebb futamidő mellett nyújt hitelt a vállalkozásnak. Ilyen feltételek mellett a rövid futamidő is kedvezőnek tekinthető, mivel ez együtt jár azzal, hogy ezen vállalkozások is finanszírozási forráshoz jutnak. Az NHP második szakaszában számottevően emelkedett a mikrovállalkozások súlya így ez a hatás fokozottan érvényesülhet.
- 3. A második szakaszban a feltételrendszer módosítása miatt csökkent az ingatlan vásárlására nyújtott hitelek aránya, amelyeket alapvetően hosszabb futamidejű hitelekkel finanszíroztak.**

5. ábra

A futamidő eloszlása vállalatípusonként az új beruházási hitelek esetében az NHP első és második szakaszában (darabszám szerint)



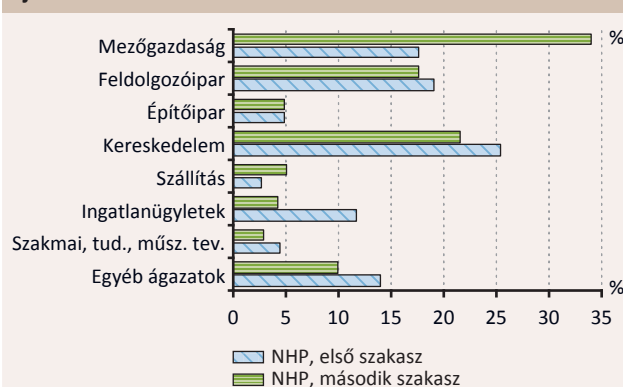
Forrás: MNB.

A MÁSODIK SZAKASZBAN JELENTŐSEN NÖTT A MEZŐGAZDASÁG RÉSZESEDÉSE

Az NHP második szakaszában, az első szakaszhhoz hasonlóan három húzóágazat azonosítható: mezőgazdaság, feldolgozóipar és kereskedelem. Részesedésük együttesen a második szakaszban nyújtott hitelek közel háromnegyedét teszik ki. A három ágazat közül kiemelkedik azonban a mezőgazdaság, amelynek részesedése az első szakaszban is meghaladta a KKV hitelállományon belüli arányát, azonban a második szakaszban még jelentősebbé vált. Az új hitelek tekintve az alábbi ábrán látható, hogy a mezőgazdaság részesedése az első szakaszban 17 százalékos körül alakult, míg a második szakaszban ennek közel a kétszerese, megközelítőleg 35 százalékos körüli. Az ágazat szerepének emelkedésében jelentős szerepe volt az EU-s hiteleknek, a második szakasz keretében az ágazatba irányuló források harmadát ez a hitelcél tette ki.

6. ábra

Az NHP első és második szakaszának ágazati eloszlása az új hitelek esetében



Forrás: MNB.

SZÁMOTTEVŐEN CSÖKKENT A REGIONÁLIS KONCENTRÁCIÓ A PROGRAMBAN

Az NHP elindítása előtt a KKV hitelállományon belül 56 százalék volt a Közép-Magyarország régió részesedése, míg a program első szakaszában ez 41 százalékra csökkent, addig a második szakaszban már csupán 24 százalék a régió részesedése. A régió részarányának csökkenésével egyidejűleg emelkedett az alföldi régiók részesedése – összhangban a mezőgazdaság részesedésének emelkedésével –, majd 2014 második negyedét követően a Dél-Dunántúl régió részesedése is növekedésnek indult.

Az új beruházási és EU-s hitelekben belül, vállalat típusonként tekintve a regionális eloszlást elmondható, hogy a Közép-Magyarország régió részarányának csökkenése mögött elsősorban a mikro és a középvállalkozások állnak. Ennek a két csoportnak a részesedése megközelítőleg megfelelt a második szakaszban az elsőhöz képest. A mikrovállalkozások részesedése az első szakaszhoz képest főként a Dél- és Nyugat-Dunántúl régiókban emelkedett. A kisvállalkozások esetében szintén a Dél-Dunántúl régióban figyelhető meg számottevő emelkedés az első szakaszhoz képest. A közepes vállalatok részesedése főként az alföldi, a dél-dunántúli és az észak-magyarországi régiókban emelkedett.

A PROGRAMBAN RÉSZTVEVŐ VÁLLALKOZÁSOK FONTOSABB PÉNZÜGYI MUTATÓINAK ELEMZÉSE

Az eddigiekkel összhangban ebben a fejezetben továbbra is csak az új hitellel rendelkező vállalkozásokat vizsgáljuk. A programban résztvevő mintegy 15000 vállalkozásból megközelítőleg 5500 mérleg és eredménykimutatás adatait elemeztük a 2008-

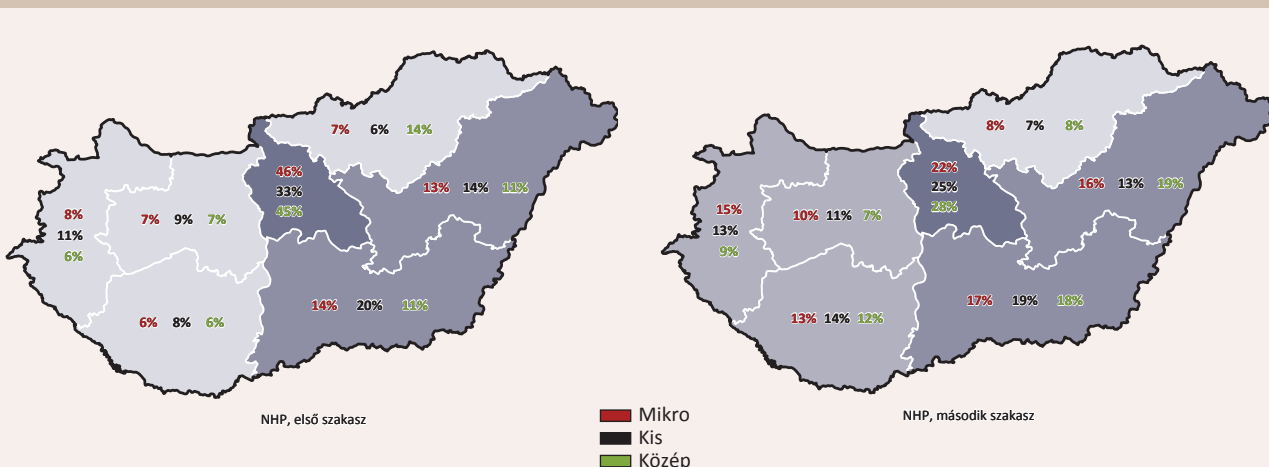
2013 közötti terjedő időszakra. Az adatok összehasonlíthatóságát nehezíti az, hogy a 2013-ban hitelt felvett vállalkozások pénzügyi adatai 2013-ra vonatkozóan már tartalmazzák az NHP keretében felvett hitelt is, míg a 2014-ben hitelt felvett vállalkozások esetében nem. Így a 2013-ban hitelt felvett vállalkozások 2013-as adatai tartalmazzák az NHP keretében felvett kölcsön mérlegre és eredménykimutatásra gyakorolt azonnali hatásait is (így pl. a 2013-ban hitelt felvett vállalkozás nagyobb eladósodottsági mutatókkal rendelkezhetnek, miközben a felvett hitel pozitív hatása a jövedelemre, jövedelmezőségre még nem feltétlenül érzékelteti hatását). Emiatt ebben a vonatkozásban a 2013-as adatokból nem vonhatóak le egyértelmű következtetések.

Az adatok volatilitását kezelve az átlagos vállalkozás helyett végig medián vállalkozásról írunk. Az elemzés során a legfontosabb mutatók mentén hasonlítjuk össze az NHP első, illetve második szakaszában résztvevő vállalkozásokat.³¹ A használt mutatókat három csoportra bontjuk: 1) jövedelmezőségi mutatók, 2) vagyoni helyzet alakulását leíró mutatók, és 3) likviditási mutató.

Ennek a fejezetnek a legfontosabb megállapításai közé tartozik, hogy a két szakaszban részt vevő vállalkozások alapvetően hasonló pénzügyi mutatókkal rendelkeznek, jóllehet a 2008 és 2012 közötti időszakot tekintve az első szakaszban részt vevő vállalkozásoké kissé jobbak voltak. Ezt részben magyarázhatja egyrészt az, hogy az ügyfelek kiszolgálását – a hitelintézetek szűkös kapacitása miatt – egyfajta sorban állás jellemzi. Először a jobb vállalatok kerülnek kiszolgálásra, majd ezt követően a kisebb, rövidebb hitelműttel rendelkező vállalkozások. Utóbbiban nagy segítséget jelent a második szakasz hosszabb rendelkezésre állási időkerete is. Másrészt a javuló makrogazdasági környezetnek köszönhetően általánosan javulhatott

7. ábra

Az új beruházási és EU-s hitelek regionális eloszlása az NHP első és második szakaszában vállalat típusonként



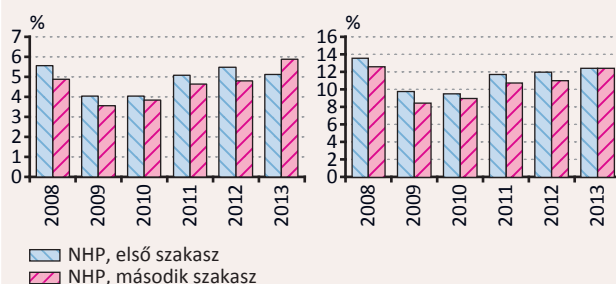
³¹ Azokat a vállalkozásokat, akik mindkét szakaszban részt vettek nem vesszük figyelembe, mivel akár az első, akár a második szakaszban résztvevő vállalkozásoknál való szerepeltetésük torzíthatja az adatok összehasonlítását.

a KKV-k pénzügyi helyzete, ezért olyan vállalatok is hitelhez juthattak a program keretében, akik korábban 2,5 százalékos kamatmarzs mellett nem jutottak volna.

A PROGRAMBAN RÉSZTVEVŐ VÁLLALKOZÁSOK JÖVEDELMEZŐSÉGI HELYZETE

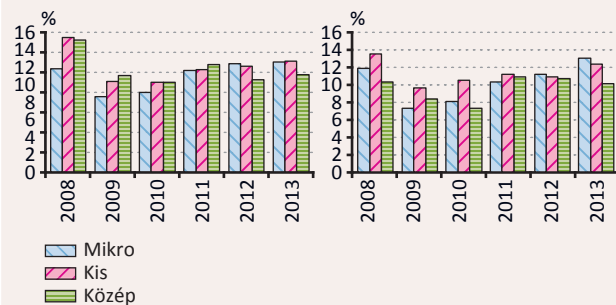
Az NHP-ban résztvevő vállalkozások jövedelmi helyzetét tekintve elmondható, hogy 2008 és 2010 között mindkét vállalatcsoport esetében a pénzügyi és gazdasági válságnak köszönhetően számottevő romlás következett be jövedelmezőségükben. 2010-től kezdve azonban az első, illetve második szakaszban résztvevő vállalkozások esetében is – a makrogazdasági környezet fokozatos javulásával összhangban – a jövedelmezőségi helyzet javulása figyelhető meg, amely 2013-ra a ROA esetében megközelítette a válság előtti szintet, azonban a ROE esetében kismértékben még alatta marad. Továbbá 2008 és 2012 között az első szakaszos vállalkozások ROE mutatója kismértékben meghaladta a második szakaszban résztvevő vállalkozásokét.

8. ábra
AZ NHP első és második szakaszában résztvevő medián vállalkozások eszközarányos (ROA; bal oldal) és sajáttőke arányos nyeresége (ROE; jobb oldal)



Forrás: MNB.

9. ábra
Az NHP első (bal oldal) és második szakaszában (jobb oldal) résztvevő vállalkozások sajáttőke arányos nyeresége (ROE) vállalat típusonként



Forrás: MNB.

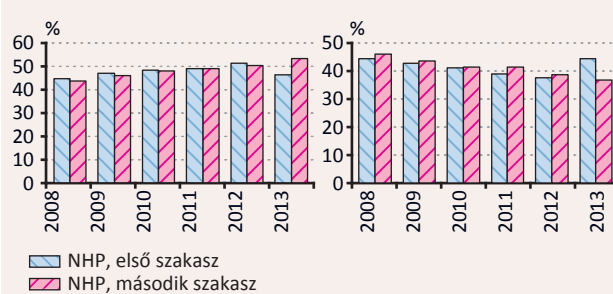
Vállalat típusonként tekintve a programban résztvevő vállalkozások jövedelmezőségét, több megállapítás is tehető. Egyfelől a mikrovállalkozások jövedelmezősége 2011-ig alacsonyabb, mint a többi vállalat típusé, azonban 2012-től közel megegyezik, illetve a második szakaszban résztvevő vállalkozások esetében már meg is haladja a kis- és középvállalkozások értékeit. Továbbá a második szakaszban résztvevő közepes vállalkozások sajáttőke arányos nyeresége elmarad az első szakaszhoz képest.

A PROGRAMBAN RÉSZTVEVŐ VÁLLALKOZÁSOK VAGYONI HELYZETE

A vagyoni helyzet elemzése során a két legfontosabb mutatót, a tőkeerősséget és az eladósodottságot vizsgáltuk. A tőkeerősség mutató alatt a sajáttőke mérlegfőösszeghez viszonyított arányát értjük. Az általunk számított eladósodottsági mutató³² a hosszú és a rövid lejáratú kötelezettségeket viszonyítja a mérlegfőösszeghez. Magas érték esetén fennállhat a veszélye, hogy a magas adósságból eredő megnövekedett kamatköltségek miatt (romló kamatfedezeti mutató) a vállalkozás kisebb valószínűséggel képes eleget tenni kamatfizetési kötelezettségeinek, lejáró hiteleit nem tudja megújítani, illetve további hitelfelvételi lehetőségei számottevően beszűkülnek. Kínálati oldalról nézve pedig a magas eladósodottság és az ebből fakadó magas kamatterhek csökkentik a bank hajlandóságát további hitel nyújtására, azaz a vállalkozás szempontjából a túl magas adósságrata a növekedés korlátja lehet. Mind a tőkeerősség, mind az eladósodottság tekintetében a programban résztvevő vállalkozások vagyoni helyzete alapvetően megfelelőnek tekinthető. A második szakaszban résztvevő vállalkozások tőkeerőssége és eladósodottsága a 2008 és 2012 közötti időszakban kismértékben rosszabb az első szakaszban résztvevő vállalkozásokénál³³.

Megfigyelhető továbbá, hogy a válság kitörésétől kezdve mérlegalkalmazkodás jellemzi a programban résztvevő vállalkozá-

10. ábra
Az NHP első, illetve második szakaszában résztvevő vállalkozások tőkeerőssége (bal oldal) és eladósodottsága (jobb oldal)



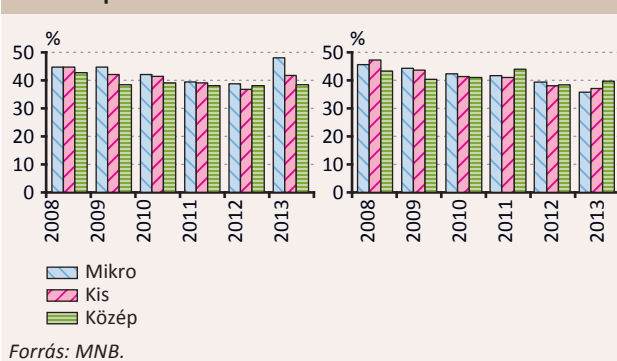
Forrás: MNB.

³² Az eladósodottság mutatójában a hosszú lejáratú kötelezettségek közül a tulajdonosi hiteleket nem vettük figyelembe.

³³ A mérlegfőösszeg arányos nyereségéhez hasonlóan ezek a mutatók is torzítottak a 2013-ban hitelt felvevő vállalkozások esetében, mivel a mutató tartalmazza a 2013-ban az NHP keretében felvett hitelt.

sokat. 2008 és 2012 között 6,8 százalékponttal, illetve 7,5 százalékponttal csökkent az eladósodottságuk az első és második szakaszban résztvevő vállalkozásoknak. Amennyiben feltételezzük, hogy az eladósodottnak létezik egy, a vállalkozás pénzügyi helyzetét, versenyhelyzetét és az iparágban elfoglalt pozícióját, illetve növekedési kilátásait figyelembevevő optimális szintje, akkor az ettől való bármilyen irányú, tartós eltávolodás (az adósság szintjének tartós emelkedése, vagy csökkenése) a vállalkozás működésében tapasztalható zavarokra utalhat. Ennek oka lehet a makrogazdasági, iparági környezet tartós megváltozása, vagy egyedi szinten, a vállalat üzletmenetében tapasztalható tartós változás. Amennyiben feltételezzük, hogy a válságot megelőzően a programban résztvevő vállalkozások eladósodottsága az optimális szint körül alakult, akkor az eladósodottság 2008 óta tartó csökkenése azt is jelentheti, hogy a vállalkozás elhalasztja, vagy nem kielégítő mértékben eszközöl új beruházásokat. Az új beruházások elmaradásának egyik oka lehet a vállalkozás termékei, szolgáltatásai iránti kereslet csökkenése, ami a válság éveiben kifejezetten erőteljesen jelentkezett. Másfelől azonban a bankok csökkenő kockázatvállalási hajlandóságából fakadó, szigorú hitelezési feltételek is szerepet játszhatnak az eladósodottság csökkenésében, mivel azok a vállalkozások, akik vennének fel hitelt és korábban hitelképesek voltak, a szigorúbb hitelezési feltételek miatt mégsem jutottak banki forráshoz. Amennyiben a vállalkozás túl magas kamatköltséggel, vagy túl szigorú nem-ár jellegű feltételekkel szembesül, akkor elhalasztja új beruházási hitelfelvételét³⁴. Az elhalasztott, vagy meg nem valósított beruházások miatt csökkenhet a vállalkozás versenyképessége. Egyfelől az új beruházások elhalasztása alternatív költséget jelent, másfelől a pótló beruházások elhalasztása idővel a meglévő gépek- és berendezések hatékonyságát csökkenti, ami a vállalkozás jövedelmezőségét is negatívan befolyásolja. Mivel az NHP kedvező feltételei számottevően növelték a résztvevő vállalkozások hitelkeresletét, ezért elmondható, hogy a program a fent leírt problémát is képes érdemben kezelni.

11. ábra
Az NHP első (bal oldal) és második (jobb oldal) szakaszában résztvevő vállalkozások eladósodottsága vállalatípus szerint



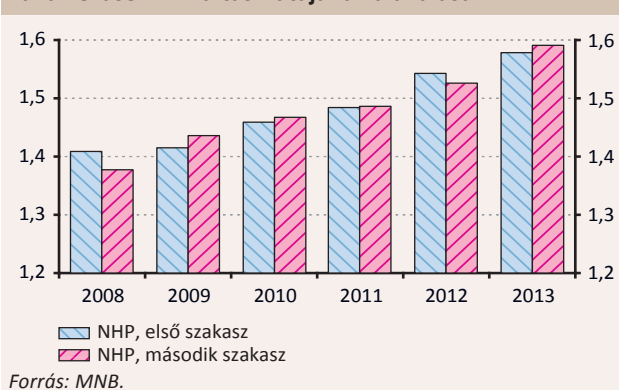
A programban résztvevő vállalkozások eladósodottságát vállalatípusonként tekintve több megállapítás is tehető. Leginkább a mikrovállalkozások vannak eladósodva, majd a kisvállalkozások, legkevésbé pedig a középvállalkozások. Ez részben annak köszönhető, hogy egy kisebb vállalkozás esetében egy gép, berendezés hitelből történő vásárlása arányaiban nagyobb hatással van az eladósodottságra, mint egy nagyobb méretű vállalkozás esetében.

További fontos megállapítás, hogy az első szakaszban résztvevő közepes vállalkozások esetében már 2009-ben lényegében befejeződött a mérlegalkalmazkodás. Ezzel szemben a mikro és kisvállalkozások esetében 2009-től kezdődően az adósságállományok leépítése figyelhető meg, ami a mikrovállalkozások esetében kissé nagyobb mértékű. A kisebb és a közepes vállalkozások esetében a különbség abból fakad, hogy utóbbiak nagyobb arányban termelnek exportra. Az exportra termelő vállalkozások jövedelmi és vagyoni helyzete a külső keresletnek köszönhetően a válság alatt is viszonylag stabil tudott maradni, szemben a kisebb vállalkozásokéval, akik jellemzően belföldre termelnek.

A PROGRAMBAN RÉSZTVEVŐ VÁLLALKOZÁSOK LIKVIDITÁSI HELYZETE

A programban résztvevő vállalkozások likviditási helyzete jónak tekinthető. Az első szakaszban résztvevő vállalkozások esetében a likviditási ráta folyamatos emelkedést mutat minden vállalatípus esetében, különösen a közepes vállalatoknál figyelhető ez meg. A második szakaszban résztvevő vállalkozások likviditási rátája kismértékben meghaladta az első szakaszban szereplő vállalkozások likviditási rátáját a vizsgált időszak nagy részében, jóllehet a különbség nem érdemi. Bankcsoportonként tekintve elmondható, hogy azok a vállalkozások, akik kis- és közepes banknál, vagy takarékszövetkezetnél vettek fel hitelt valamelyest kisebb likviditási rátával rendelkeznek, mint akik nagybanknál.

12. ábra
Az NHP első és második szakaszában résztvevő vállalkozások likviditási rátájának alakulása



³⁴ Az állítás a forgóeszközhitelre kevésbé igaz, amennyiben azokról feltételezzük, hogy a vállalat működéséhez mind rövid, mind pedig hosszú távon elengedhetetlenek.

Bokor Csilla – Fellner Zita – Plajner Ádám: A Növekedési Hitelprogramban felvett hitelek felhasználása és várható hatása – egy kérdőíves felmérés eredménye

VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

Az MNB kérdőíves felmérésében részt vevő, a Növekedési Hitelprogram (NHP) keretében hitelt felvevő vállalkozások 55 százaléka önmagát átlagos jövedelmezőségű, stabil vállalkozásként határozta meg, de 65 százalékuk jelezte, hogy korlátozták nehézségek – elsősorban a magas hitelkamatok – a hitelfelvétel terén a program elindítását megelőzően.

Az NHP nélkül a programban folyósított beruházási és forgóeszközhitelek összegének közel 40-40 százalékát, az EU-s forrást előfinanszírozó hitelek kb. 20 százalékát egyáltalán nem vették volna fel a vállalkozások, és minden hitelcél esetében további 30-33 százalékát pedig csak kisebb összegben. A válaszadók 58 százaléka állította, hogy a működés során éppen szükségessé váló beruházás finanszírozására használta ki a kedvező hitel lehetőségét, közel negyedük azonban megjelölte azt, hogy kifejezetten az NHP nyújtotta lehetőség miatt fogalmazódott meg benne valamely beruházásának ötlete. A beruházás tárgya a legtöbb esetben gépek, gépjárművek vásárlása volt. Kapacitásbővítési céllal – azaz nem meglévő elavult, vagy elhasznált eszköz cseréjére – az új beruházási hitelt igénybe vevők 53 százaléka vett fel hitelt.

A válaszadók 63 százaléka bízik abban, hogy a hitel új növekedési lehetőségeket nyit meg számára, 56 százalékuk szerint az NHP-s hitel felhasználása pozitívan hat a vállalat alkalmazotti létszámára, több mint 80 százalékuk számít árbevételének növekedésére, és 59 százalékuk tervezi további NHP-s hitel felvételét.

BEVEZETÉS

Az MNB 2014 októberében kérdőíves felmérést végzett a Növekedési Hitelprogram (NHP) keretében hitelt felvevő mikro-, kis- és középvállalkozások (KKV-k) körében. A felmérés célja az volt, hogy a hitelezési folyamatokról rendelkezésre álló statisztikai adatok és a hitelintézetek körében végzett felmérések mellett más forrásból, maguktól a vállalkozásoktól kapjunk visszajelzéseket a program hatásáról, és egyes nehezebben számszerűsíthető információkat is megismerjünk. A kérdések segítségével azt próbáltuk feltárni, hogy milyen jövedelmezőségi helyzetben lévő, milyen hitelfelvételi lehetőségekkel rendelkező vállalkozások jutottak hitelhez a program keretében, hogyan használták fel a hiteleket, és a felhasználás eredményére vonatkozóan milyen várakozásaik vannak. Az MNB korábban is végzett már kérdőíves felmérést a vállalatok körében, arra

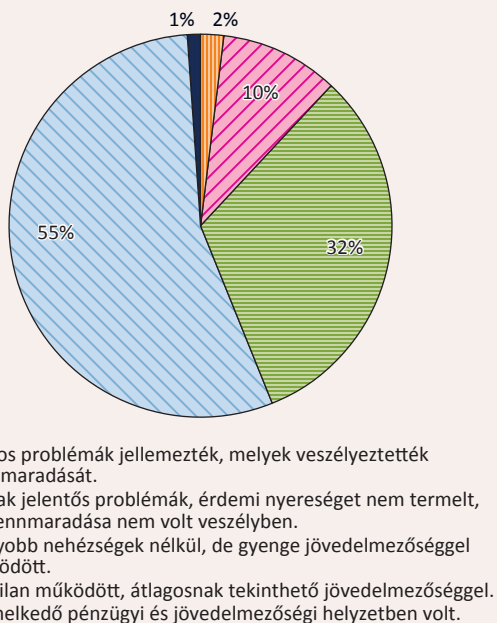
azonban eddig nem volt példa, hogy célzottan, az NHP-ban hitelt felvevő vállalkozások számoljanak be saját szemszögükből gazdálkodási helyzetükről, és kifejezetten a programban felvett hitel felhasználásának várható hatásairól.

Az MNB mint jegybank csak hitelintézeti partnereivel áll kapcsolatban, a hitelfelvevő KKV-kal nem. Ezért a webes felületen kitölthető kérdőív elérhetőségét a részt vevő bankok közvetítésével juttattuk el a vállalkozásokhoz, a hitelintézetek továbbították azt a programban hitelt felvevő ügyfeleknek. A kérdőívet mintegy 3500 vállalkozás töltötte ki a megadott határidőig, amelyből kb. 3000 kitöltés volt felhasználható az értékeléshez. Ez az NHP-ban hitelt felvevő vállalkozások számának közel 20 százaléka, az ezen vállalkozások által felvett hitelek összege pedig az NHP két szakaszában megkötött hitelszerződések összegének 31 százalékát fedi le. A minta nem tekinthető reprezentatívnak.

A PROGRAM KERETÉBEN HITELT FELVEVŐ VÁLLALKOZÁSOK GAZDÁLKODÁSI HELYZETE, HITELFELVÉTELI LEHETŐSÉGEI

A kérdőív első részében arra vonatkozó kérdések szerepeltek, hogy a hitelt felvevő vállalatok saját megítélésük szerint milyen helyzetben voltak az NHP-s hitel igénybevétele előtt. A válaszadók között minimális számban voltak a magukat kiemelkedően jól jövedelmezőnek megítélő vállalkozások, legnagyobb részük, 55 százalékuk önmagát átlagos jövedelmezőségű, stabil vállalkozásként határozta meg. Ugyanakkor a válaszadók harmada arról számolt be, hogy alacsony nyereséggel működik, további 12 százalékuk pedig azt válaszolta, hogy jelentős, vagy akár a fennmaradást veszélyeztetően súlyos problémákkal szembesül. A válaszok tehát arra engednek következtetni, hogy a program – a hitelintézetek kockázatvállalási lehetőségeit mérséklő – 2,5 százalékban maximált kamatmarzs mellett kisebb arányban ugyan, de eljutott olyan vállalkozásokhoz is, amelyek különösen nehéz helyzetben voltak.

1. ábra
Hogyan ítéli meg a vállalkozás helyzetét az NHP-s hitel felvétele előtt?

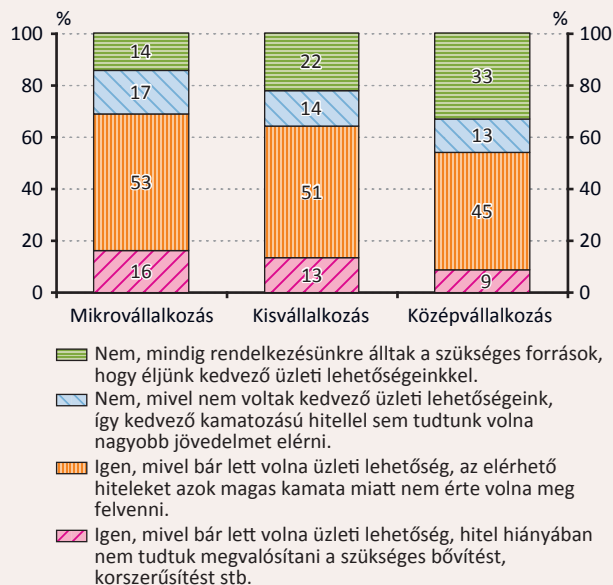


Forrás: MNB felmérés.

A vállalkozások 65 százaléka jelezte, hogy a hitelhez jutás terén tapasztalt nehézségek korlátozták a vállalkozás bővülését, jövedelmezőségét az NHP elindítását megelőzően. A hitelpiaci korlátok a válaszok alapján minden vállalati méretkategóriában jelentősen befolyásolták a vállalatok gazdálkodási lehetőségeit, bár a vállalatméret növekedésével egyre kisebb mértékben. Míg a mikrovállalkozások 69 százaléka ítélte meg úgy, hogy az NHP elindulása előtt gazdálkodásában a hitelpiaci körülmények

– elsősorban a magas kamatok – problémát okoztak, a közép-vállalatok esetén ez az arány csak 54 százalék.

2. ábra
Korlátozták a hitelhez jutás terén tapasztalt nehézségek a vállalkozás bővülését, jövedelmezőségét az NHP elindítását megelőző években?



Forrás: MNB felmérés.

A válaszok azt is visszaigazolják, hogy minél kedvezőbbnek ítélte meg a vállalkozás saját gazdasági helyzetét, annál kevésbé okozott problémát számára a hitelhez jutás az NHP indulását megelőzően is. A stabilan működő, átlagos vállalkozások esetén összesen 57 százalék jelezte, hogy korlátokkal szembesült, az érdemi nyereség nélkül működő vállalkozások között ez az arány azonban már 80 százalék körüli volt.

Ezen két tényezőt tekintetbe véve a legnagyobb arányban (26 százalékban) olyan vállalkozások vettek fel NHP-s hitelt, amelyek ugyan stabilan, átlagos jövedelmezőséggel működnek, de a magas hitelkamatok a korábbiakban akadályozták abban, hogy éljenek az adódó üzleti lehetőségeikkel.

AZ NHP-S HITEL FELVÉTELE, FELHASZNÁLÁSA

A kérdőív következő részében szereplő kérdések kifejezetten az NHP-s hitel felvételének körülményeire, felhasználására irányultak.

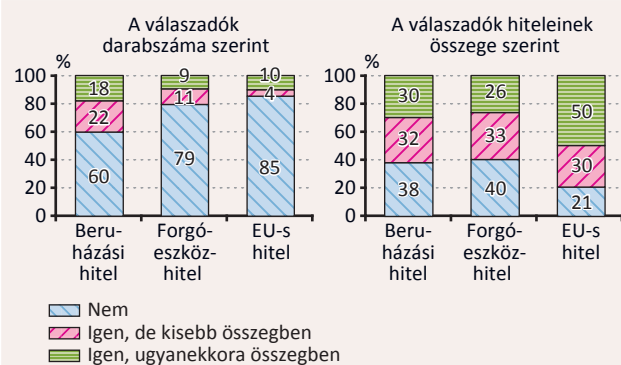
A vállalkozások a program mindkét szakaszára vonatkozóan igen magas arányban válaszolták azt, hogy mindössze egy hitelintézethez nyújtották be hiteligényüket. A 2013. június 1-jén indult első szakasz esetében 79, a 2013. október 1-jén indult második szakasz esetében már 89 százalékuk. A több hitelintézethez is hiteligényt benyújtók aránya a mikrovállalkozások

között a legalacsonyabb, mindkét szakaszra vonatkozóan 16 százalék, miközben az arány a közepes méretű vállalkozások esetében magasabb, 28, illetve 22 százalék. Ennek magyarázata lehet, hogy a nagyobb vállalkozások méretükből fakadóan általában több bankkapcsolattal rendelkeznek, magasabb fokú pénzügyi tudatosság jellemzi őket, és nagyobb létszámuknál fogva rendelkeznek a több banknál történő hiteligenyléshez szükséges többlet-erőforrással.

Ennek megfelelően a középvállalkozások voltak azok is, amelyeket nagyobb arányban lett volna hajlandó finanszírozni akár több hitelintézet is. Az első szakaszra vonatkozóan 25, a második szakaszra vonatkozóan 20 százalékuk tüntette fel ezt a választ, míg a mikrovállalkozások esetében az arány mindössze 6, illetve 9 százalék volt.

A válaszok alapján az új hitelt felvevő cégek jelentős része az NHP nélkül nem vett volna fel hitelt a program keretében megvalósult hitelcélra. A beruházási hitelt felvevő válaszolók között 60 százalék, a forgóeszközhitelt, és EU-s támogatás előfinanszírozására nyújtott hitelt felvevők között 79, illetve 85 százalék volt azoknak az aránya, akik egyáltalán nem vettek volna fel hitelt. A válaszoló vállalkozások által a programban az adott hitelcélra felvett hitelösszeg alapján pedig az mondható el, hogy az NHP hiányában a beruházási és forgóeszközhitelek megközelítőleg 40-40 százaléka, míg az EU-s forrást előfinanszírozó hitelek kb. 20 százaléka egyáltalán nem, további 30-33 százaléka pedig csak részben került volna folyósításra. Az eltérés az adott választ megjelölő vállalkozások darabszáma és az általuk felvett hitelösszeg alapján megfigyelhető eloszlás között arra vezethető vissza, hogy leginkább – a jellemzően alacsonyabb összegben hitelt felvevő – mikrovállalkozások jelezték, hogy NHP nélkül nem vettek volna fel hitelt. A nagyobb összegű hiteleket igénylő vállalkozások pedig a program elindulásától függetlenül vélhetően nagyobb arányban tudták volna megvalósítani tervezett projektjeiket nem NHP-s forrású hitel segítségével is.

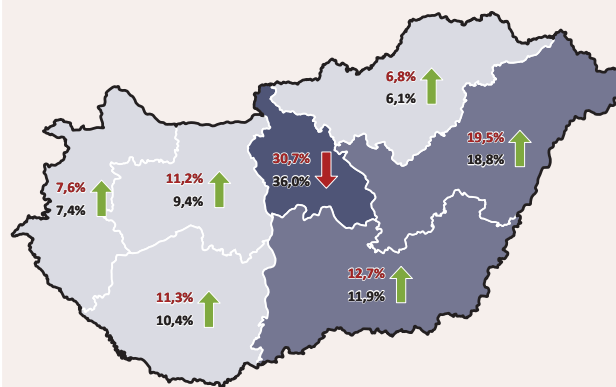
3. ábra
Amennyiben új hitelt vettek fel a programban, NHP hiányában is vettek volna fel hitelt ugyanerre a célra?



Forrás: MNB felmérés.

Az NHP indulása előtt a kis- és középvállalkozásoknak nyújtott hitelállomány mintegy 56 százaléka közép-magyarországi (Budapest és Pest megye) székhelyű vállalkozásokhoz volt köthető. Az NHP keretében felvett hitelek esetében a területi koncentráció jelentősen alacsonyabb, a két szakaszban összesen megkötött hitelszerződések összegének nagyjából 36 százaléka korlátozódik erre a központi régióra. A hitel tényleges felhasználásának helyszíne azonban sok esetben eltér a vállalkozás székhelyétől. A kérdőív segítségével megpróbáltuk feltárni ezen eltérés mértékét. A 4. ábrán az egyes régiókhoz kapcsolódóan a felső sorban látható számok az adott régió részesedését mutatják a hitelek tényleges felhasználása alapján, míg az alatta lévők a hitelt felvevő vállalkozások székhely szerinti megoszlása alapján. A válaszok azt mutatják, hogy a hitelek tényleges felhasználását tekintve a koncentráció alacsonyabb, a hiteleknek valójában nagyobb hányada hasznosul a központi régióon kívül, mint ahogyan az a vállalkozások székhelye alapján lenne feltételezhető. A közép-magyarországi székhelyű válaszadók hitelszerződései összegének részesedése 36 százalék (ami megegyezik az összes NHP-s hitelfelvevő között megfigyelhető arányukkal), a tényleges felhasználásnak azonban csak 30,7 százaléka köthető ide.

4. ábra
A hitelek tényleges, válaszok szerinti felhasználásának helye (felső érték) és a hitelfelvevő vállalkozások székhelye (alsó érték) közötti eltérés

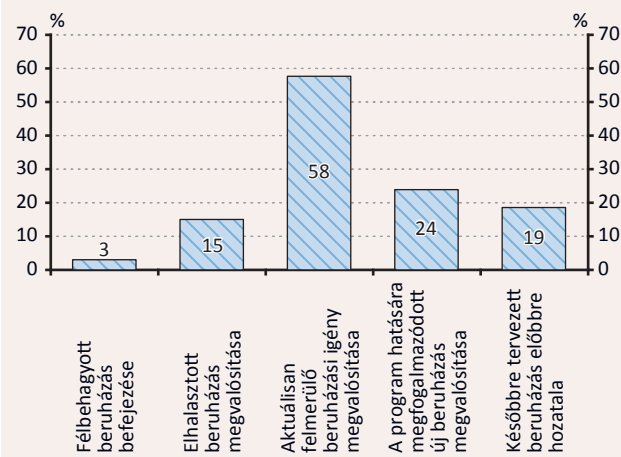


Forrás: MNB felmérés.

A kérdőív segítségével igyekeztünk több szempontból is körüljárni, hogy az új beruházási hitelt (ideértve a lízinget is) igénybe vevő vállalatok milyen jellegű beruházást finanszíroztak az NHP-s hitelből. Ezen kérdések esetén több válasz megjelölésére is lehetőség volt, mivel a vállalkozások jelentős része több beruházási hitelt is felvett a programban, amelyeket akár eltérő jellegű beruházásokra is fordíthatott. A válaszadók 58 százaléka jelölte meg, hogy valamely NHP-s beruházási hitele aktuálisan felmerülő beruházási igényt elégít ki, azaz a működés során éppen szükségessé váló beruházás finanszírozására használták ki a kedvező hitel lehetőségét, a válaszadók negyede azonban megjelölte azt, hogy kifejezetten az NHP nyújtotta lehetőség

miatt fogalmazódott meg benne a beruházás ötlete. 19 százalék válasza szerint az NHP-s hitel későbbre tervezett beruházást finanszíroz, amit előbbre hoztak.

5. ábra
A hitel milyen jellegű beruházást finanszíroz, a beruházási igény időbeli megjelenése szerint?

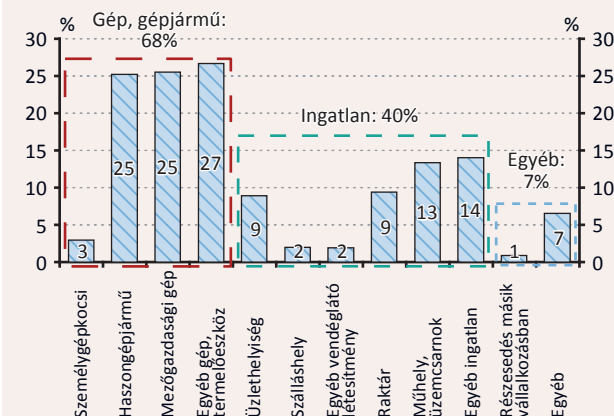


Forrás: MNB felmérés.

A beruházás konkrét tárgyára vonatkozó kérdésre adott válaszokból kiderült, hogy az új beruházási hitelt felvevő vállalatok között a leggyakoribb beruházási cél gépek, gépjárművek vásárlása volt. A hitelfelvevők közel 70 százaléka válaszolta, hogy valamely hitelből gépet, termelőeszközt (27 százalék), kifejezetten mezőgazdasági gépet (25 százalék), illetve haszongépjárművet (25 százalék) vásárolt. A gépek, termelőeszközök vásárlása kiemelkedően a középvállalkozásokra jellemző, amelyeknek mintegy fele jelölte meg, hogy erre a célra használta a beruházási hitelt. Megfigyelhető, hogy azok között, akik csak az NHP második szakaszában rendelkeznek beruházási hitellel, jóval magasabb a haszongépjárművet vásárlók aránya (28 százalék), mint azok között, akik csak az első szakaszban vettek fel beruházási hitelt (náluk az arány 15 százalék). A haszongépjárművek mellett a mezőgazdasági gépek esetén figyelhető meg a második szakaszban magasabb arány. Ez vélhetően annak tudható be, hogy ezen két eszközcsoport esetén jellemző finanszírozási forma a pénzügyi lízing, amit az MNB 2014 elején, a második szakaszban vont be a programba, annak érdekében, hogy a vállalkozások szélesebb köre számára váljon elérhetővé az NHP.

A válaszadók 40 százaléka jelölte meg, hogy valamilyen ingatlanra (pl. műhely, üzemcsarnok, raktár, üzlethelyiség stb.) fordított hitelt. Fontos megjegyezni, hogy a válaszok összesítése az adott kategóriát megjelölő válaszadók darabszáma alapján készült. Az egyes hitelcélokra fordított hitelösszeg alapján az ingatlanfinanszírozásra fordított hitelek magassabb részesedési aránnyal bírnának, tekintettel az azokhoz kapcsolódó átlagosan nagyobb hiteligényre.

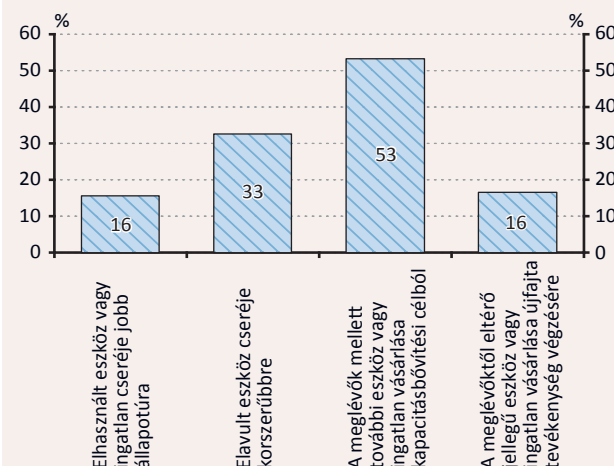
6. ábra
A hitel milyen jellegű beruházást finanszíroz, a beruházás tárgya szerint?



Forrás: MNB felmérés.

Az új beruházási hitelt igénybe vevő válaszadók több mint fele kapacitásbővítésre (is) vett fel hitelt, egyharmaduk jelölte meg, hogy elavult eszközt cserélte le korszerűbbre, 16 százalékuk pedig, hogy az elhasznált eszköze helyett vásárolt újat. Amint az a kérdőív végén a vállalkozások konkrét felhasználásra vonatkozó leírásaiból kiderül, ezen elhasznált, elavult eszközök cseréje révén sok esetben energiatakarékossági, környezetvédelmi és munkabiztonsági szempontok juthattak érvényre. A válaszadók szintén mintegy 16 százaléka jelölte meg azt, hogy a beruházás olyan tevékenységhez köthető, ami a vállalkozás tevékenységi profiljához képest újdonság.

7. ábra
A hitel milyen jellegű beruházást finanszíroz, a beruházás célja szerint?

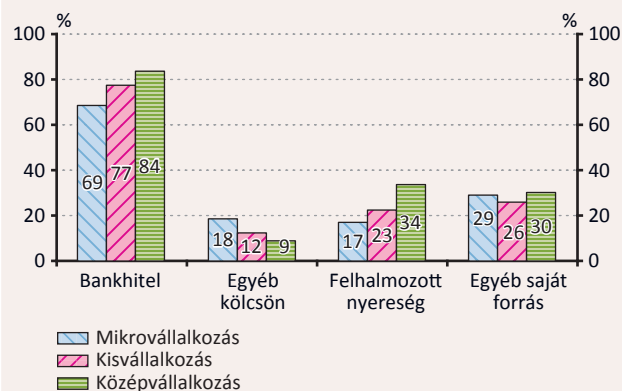


Forrás: MNB felmérés.

Az új beruházási hitelt igénybe vevő vállalatokat arról is megkérdeztük, hogy amennyiben az NHP hiányában is megvalósították volna beruházásukat, milyen forrásból tették volna azt. A válaszadók között erős túlsúlyban vannak azok, akik bank-

hitelt vettek volna igénybe. A közepes vállalatok 84 százaléka használta volna ezt a finanszírozási formát, míg ez az arány a mikrovállalkozások körében 15 százalékponttal alacsonyabb, párhuzamosan azzal, hogy egyéb típusú kölcsönt viszont közel 10 százalékponttal magasabb arányban (18 százalékban) használtak volna ebben a szegmensben. Ez feltehetően arra vezethető vissza, hogy a mikrovállalatok banki hitelhez jutási lehetőségei korlátozottabbak, így jobban rá vannak utalva az egyéb, nem banki kölcsönökre. Minthogy ezen vállalatok esetén a felhalmozott nyereség is sokkal kisebb, az abból történő beruházás-finanszírozás is kevésbé gyakori, mint a középvállalkozások esetén.

8. ábra
Amennyiben NHP nélkül is megvalósították volna beruházást, miből finanszírozták volna?



Forrás: MNB felmérés.

A HITEL VÁRHATÓ HATÁSA

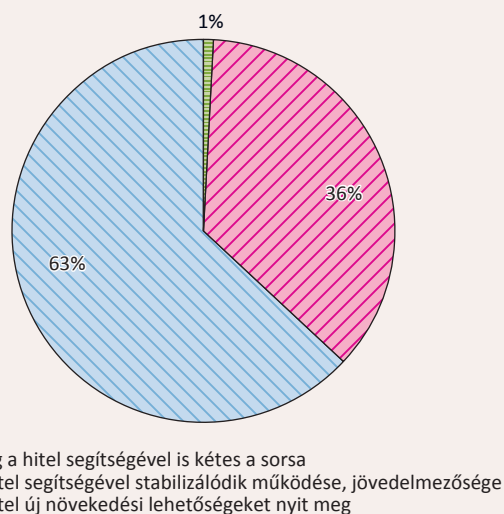
A kérdőív további részében azt jártuk körül, hogy milyen konkrét hatást gyakorolhat az NHP-s hitel felvétele a vállalkozások általános gazdasági helyzetére, létszámára, árbevételére.

A válaszadók 63 százaléka kifejezetten bízik abban, hogy a vállalkozás növekedésre lesz képes, 36 százalék úgy véli, hogy helyzete stabilizálódni fog, és mindössze 1 százalék ítéli meg úgy, hogy a hitel felvétele után is kétes marad a sorsa.

Az NHP-s hitel felvételét megelőző időszakra adott visszajelzések, és a hitel felhasználásától várt hatás között erős kapcsolat figyelhető meg. A nehézségekkel küzdő vállalatok jellemzően azt várják, hogy a hitel gazdálkodásuk stabilitását teremti meg, azok pedig, amelyek saját megítélésük szerint az NHP-s hitel felvétele előtt stabilan működtek, nagyobb arányban számítanak növekedésre.

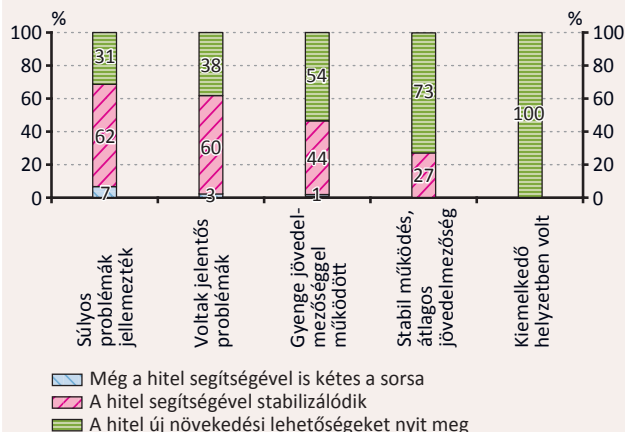
A vállalatok mintegy 56 százaléka szerint az NHP-s hitel felhasználása pozitívan hat a foglalkoztatotti létszámra, 44 százalékuk viszont úgy látja, hogy a hitelnek nincs hatása arra. A létszám bővítésére vonatkozó várakozás leginkább a mikro- és

9. ábra
Hogyan ítéli meg a vállalkozás kilátásait az NHP-s hitel felhasználása után?



Forrás: MNB felmérés.

10. ábra
A vállalkozás helyzete a hitel felvétele előtt és felhasználása után

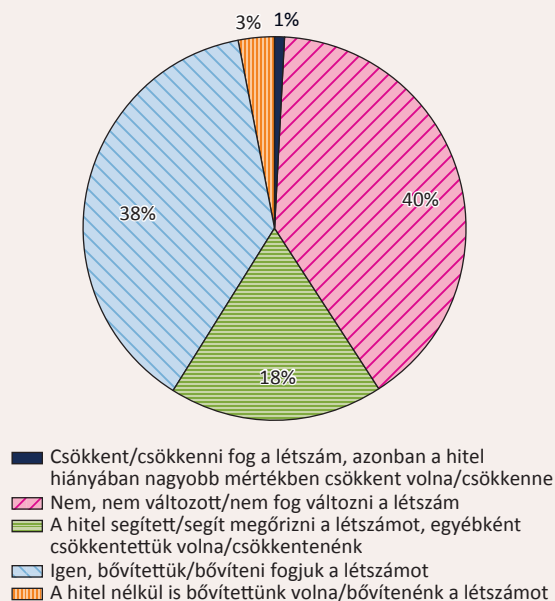


Forrás: MNB felmérés.

kisvállalkozásokra jellemző, amelyeknek közel 40-40 százaléka jelölte meg ezt a választ, miközben, a középvállalkozásoknál az arány csak 31 százalék körüli, náluk a pozitív hatások között inkább a létszámleépítés megakadályozása a jellemző. Míg a mikrovállalkozásoknak 15 százaléka jelezte, hogy az NHP segít abban, hogy megőrizhessék létszámukat, a középvállalkozásoknál ez az arány 23 százalékos.

A vállalatok több mint 80 százaléka számít árbevételének növekedésére az NHP-s hitel felvételének következtében, igaz, ezen belül a legtöbben évi legfeljebb 10 százalékos mértékben. Évente 20 százaléknál magasabb árbevétel növekedést leginkább a beruházási hitellel rendelkező vállalatok valószínűsítenek. A programban kizárólag hitelkiváltási céllal, valamint a csak

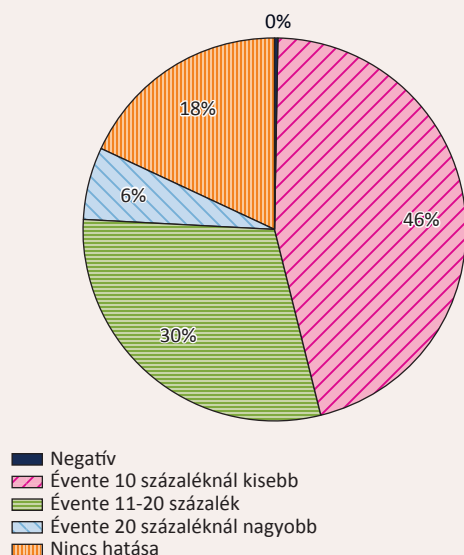
11. ábra
Az NHP-s hitel felhasználásának köszönhetően
hogyan változott/változik a foglalkoztatottak létszáma?



Forrás: MNB felmérés.

EU-s támogatást előfinanszírozó hitellel rendelkezők nagyjából harmada gondolja úgy, hogy a hitel egyáltalán nem lesz hatással árbevételére.

12. ábra
Az árbevétel milyen mértékű növekedésre számít az NHP- hitel felhasználásnak következtében 2014-2016 között?

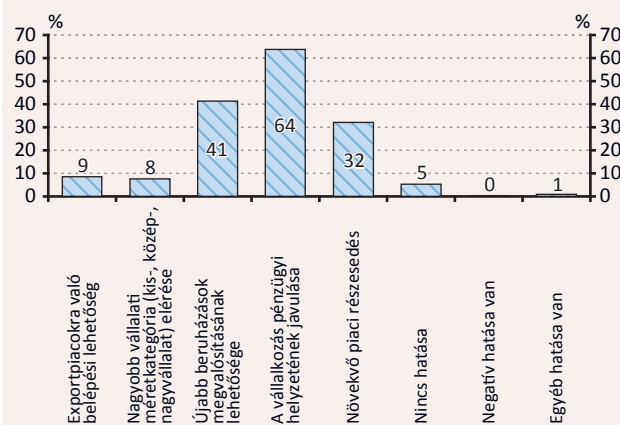


Forrás: MNB felmérés.

Az NHP-s hitel felhasználása szinte minden vállalkozás megítélése alapján valamilyen formában pozitív hatással van, vagy lesz gazdálkodására, mindössze 5 százalék azok aránya, akik úgy vélik nincsen semmilyen hatás. A legtöbben (a válaszadók 64

százaléka) arra számítanak, hogy pénzügyi helyzetük is javulást fog mutatni. 40 százalék feletti azok aránya, akik további beruházás megvalósításának lehetőségét is remélik a program következtében, 32 százalék számít piaci részesedésének növekedésére, míg a válaszadók 9, illetve 8 százaléka jelölte meg, hogy a hitel segítségével exportpiacra lesz képes lépni, illetve nagyobb vállalati méretkategóriát tud elérni.

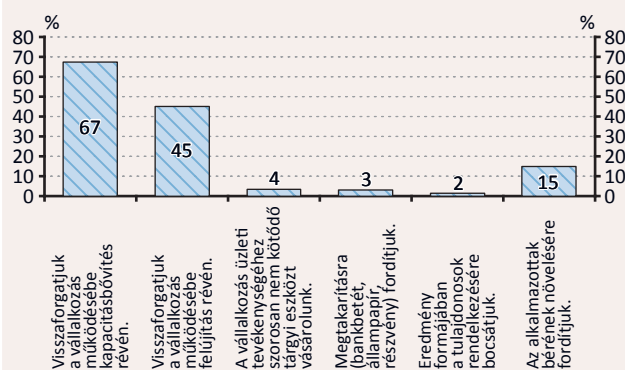
13. ábra
Várakozása szerint az NHP-s hitel felhasználásának
következtében milyen hatások jelennek meg
a gazdálkodásukban?



Forrás: MNB felmérés.

Az NHP-s hitel igénybevételének köszönhető – azaz a most kiváltott, vagy a programon kívül jelenleg elérhető hitelhez képesti – kamatmegtakarítás felhasználására vonatkozóan szintén több választ is meg lehetett jelölni. A megtakarított összeget a válaszadók legnagyobb része állítása szerint visszaforgatja a vállalkozás működésébe. 67 százaléka a válaszolók közül azoknak az aránya, akik ezt kapacitásbővítés révén teszik meg, és 45 százalék azoknak az aránya, akik ezt felújítás révén tervezik, 15 százalék pedig megjelölte, hogy az alkalmazottak bérét fogja növelni.

14. ábra
Mire fordítja vállalkozásuk az NHP-s hitel
igénybevételének köszönhető kamatmegtakarítást?



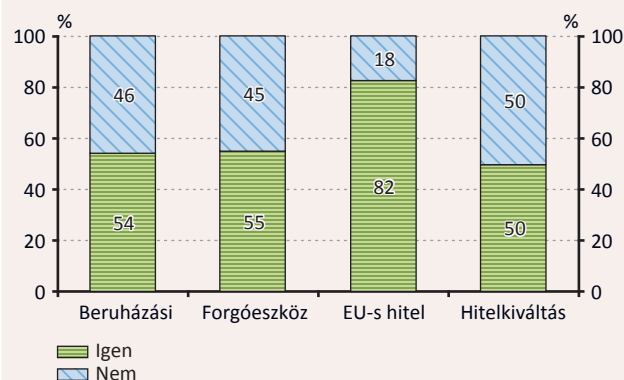
Forrás: MNB felmérés.

A válaszadó KKV-k 59 százaléka tervezi a jövőben további NHP-s hitel felvételét. Kiemelkedően magas, 80 százalék feletti ez az arány a csak EU-s támogatás előfinanszírozására hitelt felvevők között, míg a csak beruházási-, illetve csak forgóeszközhittel rendelkezők között 54-55 százalék tervezi további hitelfelvételt. A továbbra is jelentős kereslet kielégítésére a program 2015 végéig történt meghosszabbítása lehetőséget nyújt.

15. ábra

Tervezik-e további NHP-s hitel felvételét?

(az egyes oszlopokban a kizárólag az adott hitelcélra hitelt felvevők)



Forrás: MNB felmérés.

A kérdőívben a konkrétan megvalósult egyedi hitelcél és az ahhoz fűzött tervek kifejtésére is lehetőségük volt a vállalkozásoknak. Az alábbiakban ezek közül válogattunk össze néhány jellemző ismertetést.

A beruházási hitelcélon belül legtöbbször által megjelölt gépbeszerzésre fordított hitelek a válaszok alapján azért különösen fontosak a vállalkozások számára, mert a korszerűtlen, elhasználódott gépek cseréje gyorsabb, biztonságosabb, környezetbarátabb és kevésbé munkaintenzív gazdálkodást, illetve kapacitásbővülést tesz lehetővé.

Az ingatlanokhoz kapcsolódó beruházások között szerepelnek telephely vásárlására, felújítására, építésére nyújtott hitelek.

A válaszok alapján a korábban bérelt telephelyek megvásárlása révén csökkent a bérbe adótól való függőség, a költségek jobban tervezhetővé váltak, és további fejlesztő beruházások is egyszerűbben megvalósíthatóak. A meglévő saját telephelyek felújítására felvett hitelből a KKV-k jelentős része a helyiségek felújítását, átalakítását valósította meg, kevésbé profitnövelési céllal, inkább a munkakörülmények javítása érdekében. Emellett sok beruházás energetikai modernizációra irányult. A vállalatok korszerűsítették fűtési és elektromos rendszereiket energiatakarékosági céllal, valamint több esetben megújuló energiaforrásra (napenergiára) alapuló energetikai beruházásokat valósítottak meg. Több esetben vállalatirányítási rendszerek kerültek bevezetésre, új IT és logisztikai szoftverek kerültek megvásárlásra mellyel a vállalati hatékonyság, adatbiztonság jelentős emelkedése érhető el.

Az új telephelyek kialakításával a vállalatok elmondásuk szerint közelebb tudnak kerülni célpiacaikhoz, jobban, hatékonyabban ki tudják szolgálni vevőiket, sok esetben a korábban egymástól távoli telephelyek egyesítése révén növelni tudják a munkahatékonyságot a szervezetben belül. Emellett kiküszöbölhetők az ingázásból származó addicionális költségek és munkavállalói terhek.

A vállalatok összefoglalói alapján a forgóeszközhitelek a kereskedelemmel foglalkozó cégek esetén nagyobb készlettartási lehetőséget, szélesebb áruválasztékot tesznek lehetővé, mellyel jobban ki tudják ügyfeleik igényeit elégíteni, így versenyképesebbé válhatnak multinacionális versenytársaikkal szemben. A vevőfinanszírozásra felvett hitelek lehetőséget biztosítanak a vállalatoknak arra, hogy szállítói tartozásaikat minél rövidebb határidőn belül teljesíteni tudják.

Az NHP tehát összességében igen változatos beruházások megvalósulását tette lehetővé, melyek a hitelt felvevő társaságok működését, jövedelmezőségét, és jövőbeli lehetőségeit javítják.

Endrész Mariann – Oláh Zsolt – Pellényi Gábor – Várpalotai Viktor: Az NHP első és második szakaszának 2013–2014. évekre vonatkozó makrogazdasági hatásai

ÖSSZEFOGLALÓ

A pénzügyi válság kirobbanását követően megnehezedett a kis- és középvállalati szektor külső forrásbevonása. A banki hitelezési kondíciók szigorodása hozzájárulhatott ahhoz, hogy 2012-ben a beruházási aktivitás historikus mélypontra csökkent. A 2012 nyarán indult kamatcsökkentési ciklus érdemben csökkentette a hitelköltségeket, így a vállalati szektor egészében javult a cash-flow pozíció és emelkedtek a beruházások megtérülési rátái. Ugyanakkor a KKV szektor egyes problémáit, mint például a nyitott árfolyampozíciót, a korábbi hitelek törlesztőterheit, a hosszabb lejáratú hitelek nehezebb elérhetőségét az általános hitelköltség-csökkenés kevésbé volt képes enyhíteni. A KKV-kat célzó Növekedési Hitelprogram ezért a kamatcsökkentésen túl hozzájárulhatott a hitelezés helyreállításához, valamint a beruházási aktivitás élénküléséhez és a gazdasági növekedési fordulat kibontakozásához. Elemzésünkben megbecsüljük, hogy a Növekedési Hitelprogram első és második szakasza milyen makrogazdasági hatásokat eredményezett a 2013-2014. évben.

A Növekedési Hitelprogram alapvetően két csatornán keresztül befolyásolja a KKV-hitelezést és ezen keresztül a reálgazdasági növekedést: a forinthitel piacán elérhetőnél olcsóbb banki finanszírozás élénkíti a hitelkeresletet, melyet a vállalatok új beruházások, vagy a termelés forgóeszköz-igényének finanszírozására fordíthatnak. Másrészt az alacsonyabb törlesztőrészek javítják a meglévő és a potenciális ügyfelek hitelképességét, ami a szigorú hitelezési kondíciók oldódásához, a hitelkínálat növekedéséhez vezethet.

A program hatásaira több módszerrel adunk becslést, a hitelkínálat illetve a beruházási hitelkereslet oldaláról. A legvalószínűbb forgatókönyv mellett a hitelkínálati megközelítés alapján 0,5-1,1 százalékos, míg kereslet oldalról 0,3-0,9 százalékos összesített GDP bővülés adódik 2013-2014 évekre vonatkozóan.

BEVEZETÉS

A 2008 őszen kitört pénzügyi válság adósságaik leépítésére kényszerítette a korábbi években túladósodott gazdasági szereplőket. A globálisan és Magyarországon is végbemenő mérlegkiigazítás tartósan visszavetette a keresletet. Emellett a romló vállalati portfólióminőség nyomán a bankok hitelezési képessége és hajlandósága is csökkent. A keresleti és hitelkínálati tényezők együttesen a beruházási aktivitás mérséklődéséhez vezettek. A vállalati tőkefelhalmozás érdemi lassulása pedig a gazdaságok növekedési potenciálját is negatívan érintette.

Hazánkban, más európai országokhoz hasonlóan, a gyenge kereslet és a hitelszűke különösen sújtotta a mikro-, kis- és középvállalati (KKV) szektort. E vállalati kör döntően a belföldi piacra termel, így nem tudott profitálni az exportpiacok helyreállításából, a fejlődő országok gyors növekedéséből. Emellett csak a legnagyobb vállalatok finanszírozzák magukat közvetlen tőkepiaci forrásbevonással, a kisebb cégek számára a banki hitelek jelentik a legfontosabb külső forrást (a KKV szektor nemzetgazdasági jelentőségéről lásd az 1. keretes írást). A tartósan visszafogott belföldi kereslet és a hitelkínálat szűkösége egyaránt rontotta a KKV szektor jövedelemtermelő képességét

és hozzájárult a csődök számának növekedéséhez, ami pedig a termelő kapacitások leépülését eredményezte.

A Magyar Nemzeti Bank által elindított Növekedési Hitelprogram (NHP) az alacsony kamatozású finanszírozás biztosításával

– a végrehajtott kamatcsökkentések mellett – elősegíti a KKV szektor hitelezésének élénkülését, ezzel támogatja a KKV szektor növekedését. Emellett, amennyiben a program a beruházások élénküléséhez, illetve a vállalati csődök mérséklődéséhez vezet, azzal a növekedési potenciál emeléséhez is hozzájárulhat.

1. keretes írás

A KKV szektor nemzetgazdasági jelentősége

A KKV-k nemzetgazdasági súlya jelentős (1. táblázat). A Magyarországon működő vállalkozások túlnyomó része e szektorba tartozik. A versenyszférában foglalkoztatottak mintegy kétharmadának munkát adva a KKV-k termelik a vállalati hozzáadott érték közel 40 százalékát. Még 2012-ben is a KKV szektor valósította meg a vállalati beruházások 40%-át, ami azt jelzi, hogy a szektor felé fennálló hitelkínálati korlátok következményei makroszinten is súlyosak lehetnek.

1. táblázat

A KKV szektor súlya a társaságiadó-bevallások alapján

(2005-2012. évek átlaga)

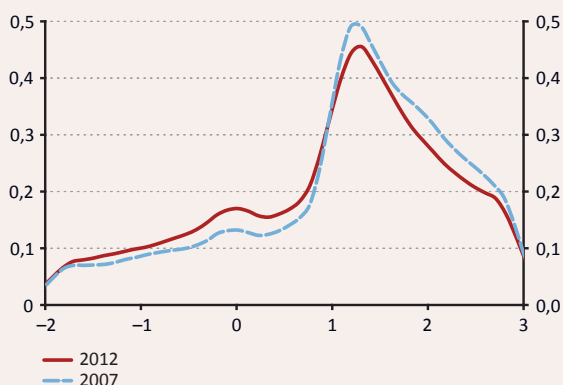
	Közepes vállalat	Kisvállalat	Mikrovállalkozás	Nem besorolható ³⁵	KKV szektor
Vállalatok száma	1,5%	7,9%	76,2%	12,9%	85,6%
Nettó árbevétel	17,6%	15,6%	12,1%	1,3%	45,4%
Export árbevétel	14,4%	7,1%	2,8%	0,4%	24,3%
Hozzáadott érték	17,0%	13,2%	8,8%	1,2%	39,0%
Foglalkoztatás	20,4%	21,6%	23,0%	0,0%	65,0%
Beruházás	14,7%	14,5%	16,5%	13,9%	45,7%
Reál tőkeállomány	14,2%	12,4%	13,6%	9,3%	40,2%

Megjegyzés: MNB által tisztított adatok alapján.

1. ábra

A pénzügyi ráfordítások eredménnyel való fedezettségének eloszlása a KKV szektorban

(a vízszintes tengelyen az üzemi eredmény és a pénzügyi ráfordítások aránya, a függőleges tengelyen az előfordulási gyakoriság szerepel)



2. ábra

Reáltőkével súlyozott csődráta a vállalati szektorban

(Felszámolási eljárás alá kerülő vállalatok építőipar és ingatlan-szektor nélkül)



Forrás: OPTEN.

A KKV szektor pénzügyi helyzete a válság miatt romlott; a fennálló hitelek törlesztőrészei emelkedtek, miközben a vállalatok jövedelmezősége visszaesett. Így a szokásos üzleti tevékenységből származó eredmény egyre kevésbé fedezte az adósságszolgálatot. 2007 és 2011

³⁵ A NAV adatbázisban sok vállalat nem jelent létszám adatot. Amennyiben az árbevétel és mérlegfőösszeg alapján sem sorolhatók be e cégek méret szerinti kategóriákba, a nem besorolható kategóriába kerültek.

között érdemben nőtt azon cégek aránya, melyek esetében a pénzügyi ráfordítások meghaladták az üzemi tevékenység eredményét (1. ábra). A csökkenő törlesztési képesség a vállalati csődök számát is jelentősen emelte: a felszámolási eljárás alá kerülő cégek aránya a teljes vállalati körben 2009-2012 között érdemben emelkedett a válság hatására (2. ábra).

A NHP MAKROGAZDASÁGI HATÁSAI – FŐ MECHANIZMUSOK

Az NHP alapvetően két csatornán keresztül befolyásolja a KKV szektor hitelezését és ezen keresztül a reálgazdasági növekedést.

A közgazdasági elmélet szerint a vállalati beruházások alakulására hat a tőkeköltség (*user cost*) mértéke. A tőkeköltség a vállalat által befektetett eszközökből származó egységnyi tőkeszolgáltatás ára, amely a beruházások finanszírozásához felhasznált külső források költségétől is függ. Az NHP a korábban felvett hitelek kiváltása és az új hitelek esetén is csökkenti a vállalatok átlagos forrásköltségét, ezáltal mérsékli a tőkeköltséget. Ez minden más feltétel változatlansága mellett a (beruházási) **hitelkereslet emelkedéséhez** vezethet.

Másfelől a törlesztőteher csökkenése javítja a vállalatok belső felhalmozási képességét (*cash flow*-ját). A kedvezőbb jövedelmezőség hatására szintén emelkedhet a beruházási hajlandóság. Ugyanakkor nem nyilvánvaló, hogy ez a hitelezés élénkülésével párosul-e, mivel egyes eredmények arra mutatnak rá, hogy a nagyobb belső forrásfelhalmozás miatt a vállalatok kevesebb hitelre szorulnak rá beruházásaik finanszírozásához. Az elméleti és empirikus eredmények egységesek abban, hogy a cash flow helyzet a vállalat hitelképességét jelzi a bankok számára, ezért a cash flow javulása a banki hitelezési hajlandóság növekedéséhez, azaz a **hitelkínálat bővüléséhez** vezethet. Emellett a javuló cash-flow pozíció lehetőséget ad a vállalatoknak arra, hogy a felhasznált munkaerőt, illetve a béreket, valamint az osztalékfizetésen keresztül a tulajdonosi jövedelmeket növeljék.

Az NHP közvetlen hatásaként ezért egyrészt élénkülhet a hitelkereslet; a forintHITELEK piacán elérhetőnél olcsóbb banki finanszírozás már korábban tervezett, illetve újonnan kidolgozott projektek magvalósítására ösztönözheti a KKV-kat. Másrészt növekedhet a hitelkínálat is, az alacsonyabb törlesztőrészek meglévő és potenciális ügyfelek hitelképességét javító hatása miatt, ami a hitelezési korlátokat oldhatja. Így a **Növekedési Hitelprogram hatására a kihelyezett hitelek mennyisége emelkedhet**, miközben a piacinál előnyösebb **forrást jelentő NHP hitelek az átlagos hitelkamatokat is csökkentik**.

A bemutatott csatornákon keresztüli hatások azonban eltérő mértékben érvényesülhetnek a Növekedési Hitelprogram két

szakaszában, illetve egyes pilléreiben. Elsőként azt tekintjük át, hogy az egyes pillérek makrogazdasági hatásai mennyiben lehetnek eltérők.

A **Növekedési Hitelprogram első szakasza I. pillérének** keretében kapott kölcsön kizárólag beruházásra, forgóeszközfinanszírozásra, EU-s támogatás előfinanszírozásához, illetve az eredetileg ilyen célra folyósított KKV kölcsön vagy pénzügyi lízing kiváltására volt felhasználható. Sorra véve a lehetséges célokat elmondható, hogy a beruházási célú kölcsönök egyfelől keresletet teremtenek a beruházási javak piacán, másfelől hozzájárulnak a gazdaság kínálati potenciáljának tartós bővüléséhez. A forgóeszköz-financezírozó hitelek esetében a termelő kapacitások nagysága nem változik, a hitelkereslet növekedése az árupiaci kereslet emelkedésében és a kapacitáskihasználtság javulásában mutatkozik meg. A további célok elsődlegesen a KKV-k jövedelmezőségét és ezen keresztül hitelképességüket javítják. Ez utóbbihoz hasonló hatású a **Növekedési Hitelprogram első szakaszának II. pillére is**, mely a devizahitelek kedvező kamatozású forintkölcsönökre válthatóságával a nyitott árfolyampozícióval rendelkező KKV-k megsegítését szolgálta. A devizahitelek kiváltása a vállalatok jövedelmezőségét javítja, és mérsékli nyitott árfolyampozíciójuk miatti kockázatukat. Így javulhat hitelképességük is, ami áttételesen szintén hozzájárulhat a hitelállomány későbbi bővüléséhez. Ugyanakkor az I. pillér keretében a jövedelmezőség javulása nagyobb lehet a II. pillérhez mérten, tekintettel arra, hogy az NHP által biztosított kamatelőny nagyobb volt a forint-, mint a devizahitelek esetén.

A **Növekedési Hitelprogram második szakaszának** pillérei, tekintettel a hasonló célokra, hatásmechanizmusukban is hasonlóak az első szakaszhoz. Szélesebb felhasználhatóságot biztosít az **NHP második szakaszának I. pillére**, mely az első szakasz finanszírozási lehetőségein túl a lízing útján történő finanszírozást is lehetővé teszi. Az **NHP második szakaszának II. pillére** a korábban felvett deviza vagy forint hitelek kiváltásának lehetőségét biztosítja, ami a KKV-k finanszírozási költségeinek csökkentésén keresztül javítja hitelképességüket.

A Növekedési Hitelprogram két szakaszának makrogazdasági hatásai eltérő intenzitásúak lehetnek. A program első szakaszának elérhetősége rövidebb volt, ugyanakkor összesített volumenét tekintve nagyságrendileg megegyezik a második szakasz eredetileg tervezett lezárásáig, 2014 végéig³⁶ várható-

³⁶ A program második szakasza egy évvel, 2015 végéig történő meghosszabbítása a közelmúltban került bejelentésre; ennek hatásával itt nem számolunk.

an folyósításra kerülő összegével. A két szakaszban folyósított hitelek összetétele is eltérő. Az első szakaszban a hitelkiváltó ügyletek domináltak, a második szakaszban a beruházási célú hitelek. Az NHP első szakaszának makrogazdasági hatásait erősíthette, hogy a program meghirdetése előtt a magas hitelköltség gátolhatta a KKV-kat beruházási projektjeik megvalósításában, így az NHP olcsóbb forrásai hozzájárulhattak az elhalasztott projektek megvalósulásához. Másfelől a program időben korlátos elérhetősége arra ösztönözhetette a KKV-kat, hogy a közeljövőben tervezett beruházásaikat is előre hozzák. A második szakasz reálgazdasági hatásait mérsékeltebbé teheti egyfelől az első szakaszban előrehozott addicionális beruházások „kiesése”, másfelől a mérséklődő hozamkörnyezetben az NHP által biztosított kamatelőny kisebbé válása. Ugyanakkor a második szakasz makrogazdasági hatásait erősíthette, hogy több idő áll rendelkezésre új beruházási tervek kidolgozására, illetve a programban felvett hitelek összetétele is kedvező: az NHP második szakaszában szeptember végéig felvett beruházási hitelek nagysága már meghaladja az NHP első szakaszában hasonló céllal felvett hitelek teljes állományát.

BECSLÉSEK AZ NHP MAKROGAZDASÁGI HATÁSAIRA

A következőkben azt számszerűsítjük, hogy a Növekedési Hitelprogram első és második szakasza milyen mértékű makrogazdasági hatást eredményezett a program nélküli pályához képest. A megfigyelt konjunktúra folyamatok ugyanis tartalmazzák az NHP hatását, így annak azonosításához a nem megvalósult esettel (counter factual), az NHP nélküli pályával kell összevetnünk a megfigyelt folyamatokat. Ehhez első lépésben a program nélküli pálya kialakításához az alábbi feltevéseket tettük:

- A program meghirdetése nem befolyásolta a jegybanki alapkamat és árfolyam pályáját. Azaz az NHP nélküli pályán is ugyanolyan mértékű hozamcsökkenést és forintárfolyam-alakulást feltételezünk, mint ami ténylegesen megvalósult.
- A KKV-k számára piaci alapon elérhető hitelek mindenkor kamata az NHP nélküli pályán is ugyanolyan mértékű, mint a ténylegesen megvalósult pályán. Tekintettel arra, hogy az NHP erősíthette a bankok közti versenyt a hitelpiacon, ez a számításokat lehetővé tévő feltevés a valóságosnál kedvezőbbnek tűnetheti fel a viszonyításul használt pályát. Emiatt az NHP kedvező makrogazdasági hatásait alulbecsülhetjük.

A rendelkezésre álló modelljeinkkel mind a hitelállomány bővüléséből, mind az aggregált kereslet oldaláról adhatunk becslést az NHP makrogazdasági hatásaira. A kétféle megközelítés ugyanazt a hatást eltérő irányból becsli meg, így a számsze-

rű értékek nem adhatók össze. A hitelállomány oldaláról az vizsgálható, hogy a banki hitelkihelyezés bővülése múltbeli tapasztalatok alapján milyen mértékben járult hozzá a GDP növekedéséhez. A kereslet oldalán több elemzési eszközzel számszerűsítjuk, hogy az olcsóbb hitelekhez való hozzáférés mennyivel emelte a vállalatok beruházási keresletét. Ezen felül figyelembe vesszük az NHP keretében megvalósult hitelkiváltások cash-flow javító hatását.³⁷

HITELKÍNÁLATI SOKKOK NÖVEKEDÉSI HATÁSÁNAK BECSLÉSE AGGREGÁLT IDŐSOROKON

A vállalati hitelek piacát érő hitelkínálati sokkok reálgazdasági hatásait strukturális vektor-autoregresszív (SVAR) modell segítségével számszerűsítettük.³⁸ A modellt 1995–2009 közötti időszakot felölelő, negyedéves frekvenciájú idősorokon becsültük, a hitelkínálati sokkokat előjel- és zérómegkötéses identifikációs séma segítségével azonosítottuk. A hitelprogram GDP-re gyakorolt hatását ezeknek a hitelkínálati sokkoknak a segítségével becsültük.

A fenti modellben három olyan sokk (kockázatvállalás, kamatfelár, monetáris politika) került identifikálásra, melyek potenciálisan alkalmasak lehetnek az NHP hatásának megragadására. A vizsgálatra alkalmas sokk kiválasztásakor figyelembe vettük, hogy az NHP nem klasszikus monetáris politikai lépés, ugyanis nem a gazdaság egészét meghatározó kamatkörnyezet megváltoztatását eredményezi, hanem a vállalatok egy részének hitelkondícióit mérsékli a program futamideje alatt. Fontos szempont volt az is, hogy az NHP nem hat közvetlenül és széles körben a bankszektor kockázatvállalási hajlandóságára, tehát a banki hitelkínálat alapfeltevésünk szerint nem tolódik el a kockázatosabb vállalatok irányába, mint egy olyan esetben, ahol ezt – a modell logikája szerint – egy technológiai változás, vagy piaci versenyhelyzet eredményezné. Mindezek miatt az ún. kamatfelár-sokkot választottuk az NHP hatásainak értékelésére.

A sokk méretét kétféleképpen kalibráltuk. Az első eljárás szerint az aggregált vállalati hitelkamatokból dekomponáltuk az NHP új hitelkihelyezései okozta hatásokat 2013 második és 2014 második negyedéve közötti időszakban, és az így kapott feltételezett hitelkamatokból levontuk a tényleges aggregált hitelkamatokat. Ez az eltérés a hitelfelárakon realizált azon sokk, amelyet az NHP új hitelei (szakaszonként vagy együttesen) eredményeztek a teljes hitelkihelyezésen belül. Ezzel az eljárással vélhetően felülbecsüljük a teljes hatást, ugyanis az NHP nem egy korlátlanul elérhető, általános felárscsökkenést eredményező hitelprogram, hanem csak a meghirdetett keret erejéig és időszakig

³⁷ Elemzési eszköz híján a csődvalószínűséget csökkentő hatásokat a számítások során nem tudtuk figyelembe venni.

³⁸ Bővebben lásd: Tamási Bálint – Világi Balázs (2011): Identification of Credit Supply Shocks in a Bayesian SVAR Model of the Hungarian Economy, MNB Working Paper 2011/7.

rendelkezésre álló finanszírozási lehetőség. Erre való tekintettel olyan kalibrációt is végeztünk, amelyben a sok vállalati hitelezésre gyakorolt hatása megegyezik az NHP bejelentése előtti (2013. márciusi) MNB-előrejelzés és a vizsgálati időszak közötti tényadatok különbségével. Ezt a különbséget, illetve állománybővülést döntően az NHP folyósítások eredményezhették. Bár a számszerűsített hatás ebben az esetben kisebb az előzőénél, ez a megközelítés figyelmen kívül hagyja, hogy az NHP mellett más tényezők (jegybanki kamatcsökkentések, a konjunktúralis kilátások javulása stb.) is szerepet játszhattak a hitelpálya javulásában, így ez is inkább egy felső becslésnek tekinthető.

A kétféle sokk-kalibráció alapján végeredményben 0,5-1,1 százalékos összesített GDP-hatás adódik a 2013-2014. évekre vonatkozóan. Ebben a mértékben már figyelembe vettük egyfelől a korábban említett becslési torzítást, másfelől a 2014 végéig várhatóan folyósítandó hitelek hatását is.

KERESLETI OLDALI BECSLÉSEK A MAKROGAZDASÁGI HATÁSOKRA

A NHP több csatornán keresztül élénkítheti az aggregált keresletet. A legfontosabb csatorna a beruházások élénkülése lehet.

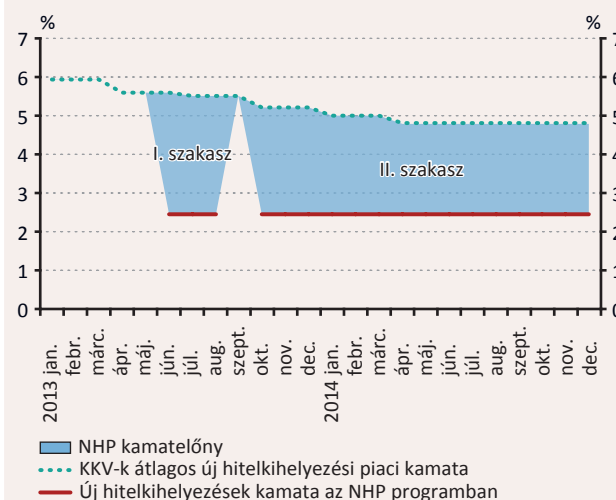
Az NHP beruházásokra gyakorolt hatásának számszerűsítéséhez több, a jegybankban korábban készült, többnyire már publikált empirikus elemzés eredményeit használjuk fel. E tanulmányok között egyaránt szerepel mikro és makro adatokon végzett becslés. Van köztük klasszikus beruházási modell ihlette elemzés, többségük azonban valamilyen szinten figyelembe veszi a pénzügyi korlátok létezését. A modellek aszerint is heterogének, hogy képesek-e figyelembe venni a program kihasználtságát, illetve annak összetételét (mennyi volt a beruházási célú új hitel felvétel). Ezért az eredmények bemutatásánál egy sávot érdemes megadni, bár jelezzük majd az átlagos vagy középső becsléseket is.

Ami közös e modellek alkalmazásakor, hogy az NHP-t a hitelköltségek csökkenése miatti tőkeköltség változásként értelmezzük. Ez lesz az elsődleges input a számításokhoz. A modellek egy része a hitelállományokon számított átlagos, míg másik része a marginális hitelköltséget illetve annak változását használja. Ezért első lépésként megbecsüljük a hitelállományon illetve az új folyósítású hitelek számított átlagos kamatot a KKV szektor egészére, NHP hitelekkel, illetve azok nélkül. Mivel a kamattesztiztikából hiányzik a KKV – nagyvállalati bontás, és a korábban alkalmazott kamat felár is csak becslések állnak rendelkezésre, a számított hitelköltség sokkot csak közelítő becslést adnak. A marginális sokk számításánál azt tesszük fel, hogy az a program eredetileg meghirdetett ideje alatt hat (az NHP első szakasza 2013 augusztusáig, az NHP második szakasza pedig 2014 végéig)³⁹. Az átlagos hitelköltség-sokkot pedig az NHP hitelek lejáratát figyelembe véve jelezzük előre. Bár az NHP hitelek átlagos kamata nem változott a két program alatt, az ily módon számított hitelköltség sokkok eltérnek az első és második szakaszban. Ennek több oka is van. Egyrészt a kamatcsökkentések miatt az alternatív (nem NHP) források költsége is folyamatosan csökkent, 2013 második negyedétől – az NHP első szakaszának meghirdetése óta – egy év alatt (az NHP második szakaszának érdemi beindulásáig) több mint 100 bázispontot csökkent a nem NHP hitelek kamata, mind az állományi, mind az új folyósítású adatok esetében. Másrészt az átlagos hitelköltség sokk esetében egy, már az NHP első szakasza miatt is alacsonyabb átlagos kamathoz képest számolódik az NHP második szakasza okozta sokk nagysága.

A program okozta átlagos hitelköltség sokk maximuma az NHP első szakasza esetében közel 50 bázispont (2013. III. n.é.), az NHP második szakasza esetében viszont csak 20 bázispont (2014. III-IV. n.é.). A marginális sokkok esetében két változattal is számolunk. A felső becslést adó változatnál egyszerűen vesszük a vállalati benchmark kamaton felül egy becsült KKV felárat, valamint az NHP kamatának különbségét (250-300 bázispont közötti sokk) (3. ábra). Ugyanakkor a tényleges kihelyezéseknél azt látjuk, hogy az NHP bevezetésével nem szűntek meg az egyéb hiteltermékek. Ezért egy alternatív becslésnél figyelembe vesszük azt is, hogy milyen arányban helyeztek ki a bankok NHP keretében illetve azon kívül egyéb hiteleket. Ez alapján egy jóval kisebb költség sokkot kapunk. (4. ábra).

Az alábbiakban röviden bemutatjuk az egyes becslési módszerek lényegét.

3.ábra
Az NHP kamatelőnye az új hitelkihelyezéseknél
(százalékpont)



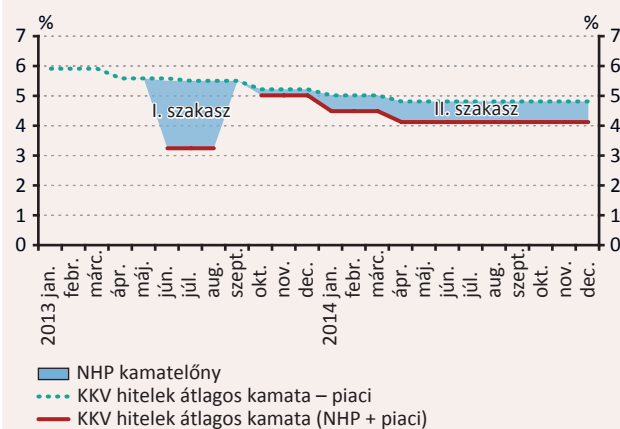
Forrás: MNB.

³⁹ Illetve abban a változatban, ahol a ténylegesen folyósított állományokat is figyelembe vesszük, gyakorlatilag évesített költség sokkot számolunk.

4. ábra

A KKV hitelek átlagos kamata

(százalékpont)



Forrás: MNB.

MIKROADATOKON VÉGZETT BECSLÉS FELDOLGOZÓIPARI VÁLLALATOK BERUHÁZÁSI AKTIVITÁSÁRA

A tőkefelhalmozást a vállalati tőkefelhalmozással, a cash flow helyszínen, valamint a cégszintű termelékenységével magyarázzuk.⁴⁰ A becslés feldolgozóipari vállalatok 1992–2000 közötti társasági adó-bevallási adatain alapul. A program hatására csökken a vállalatok átlagos külső forrásbevonási költsége, ami mérési a tőkefelhalmozást. Az NHP első illetve második szakaszában azonosított átlagos hitelköltség csökkenés nagyjából fele akkora tőkefelhalmozást eredményez (a belső források költségéről feltesszük, hogy nem változik). Másrészt a fennálló hitelállományra fizetett törlesztő teher csökkenése javítja a vállalati cash flow-t. Ezek számszerűsített mértékét helyettesítettük be a hivatkozott cikkben becsült beruházási egyenletbe.

MIKROADATOKON VÉGZETT BECSLÉS A DEVIZAADÓSSÁG BERUHÁZÁSI HATÁSÁRA

A felhasznált tanulmány a teljes vállalati körben vizsgálja 2005–2008 között, hogy önmagában a devizahitelezés mennyiben járult hozzá a beruházások növekedéséhez.⁴¹ A válság előtti időszakban a forintárfolyam relatív stabilitása mellett a forint- és devizahitelek között tartósan jelentős kamatkülönbség

állt fenn, ami vonzóvá tette a sokkal olcsóbb devizahiteleket a vállalatok számára (az átlagos euro és forint hitelek kamata között közel 400 bázispontos volt a különbség éveken keresztül). A devizahitelezés és az NHP is jelentős csökkenést okozott a hitelkamatokban. A kamatcsökkenés mindkét esetben a likviditási korlátokat is lazította, ami az egyiknek kifejezetten célja, a másiknak viszont természetes mellékterméke volt. Hiszen az alacsonyabb kamatok mellett javul a vállalatok likviditása és jövedelmezősége, és olyan vállalatok is kaphatnak hitelt, akik korábban nem. A becslés azt számszerűsíti, hogy a devizahiteles vállalatok a kamatkülönbség és a likviditási korlátok oldódásának köszönhetően mennyivel ruháztak be többet, mint hasonló jellemzőkkel bíró, nem devizahiteles társaik.

A program hatásának vizsgálatához összevetettük a devizahitelezés idején fennálló kamatkülönbséget az NHP okozta költségcsökkenés nagyságával. Feltesszük, hogy a beruházásra gyakorolt hatás arányos a kamatsokkal. Figyelembe kívül hagyjuk a sok fennállásának idejét, viszont figyelembe vesszük a hitelt igénybevevők makrogazdasági súlyát. Csak azokkal a vállalatokkal foglalkozunk, akik beruházási célú hitelt vettek fel – az aggregált hatások számításánál az ő beruházási részarányukat használjuk fel.

MAKRO IDŐSOROKON VÉGZETT BECSLÉS A BERUHÁZÁSI ÉS HITELKERESLETRE

Egy vektor-hibakorrekciós (VECM) modellel becsüljük a vállalati beruházások és a hitelpiacok közötti összefüggéseket 1997–2008 között, negyedéves adatokon.⁴² A modell három hosszú távú összefüggést azonosít: a beruházási és a hitelkereslet a kibocsátástól és az átlagos hitelköltségtől függ, míg a hitelkínálatot a vállalati szektor aggregált cash flow-ja határozza meg. A program átlagos hitelköltségekre gyakorolt hatása adja a vállalati hitelköltség sokk lefutását. A modell impulzusválaszfüggvényei alapján határozzuk meg az NHP első illetve második szakaszának a vállalati beruházásokra gyakorolt átlagos hatását a sokkot követő egy illetve két évben.

MAKROÖKONOMETRIAI MODELLEL VÉGZETT SZIMULÁCIÓ A BERUHÁZÁSI AKTIVITÁSRA

A Magyar Nemzeti Bank makroökonometriai modellje, a DELPHI modell a magyar gazdaság összefüggéseit megjelenítő előrejelző, hatásvizsgáló eszköze.⁴³ A modell hibakorrekciós struk-

⁴⁰ Bővebben lásd: Kátay G. – Wolf Z. (2004): Investment Behaviour, User Cost and Monetary Policy Transmission – the Case of Hungary, MNB Working Paper 2004/12.

⁴¹ Bővebben lásd: Endrész M. – Harasztosi P. (2014): Corporate Foreign Currency Borrowing and Investment. The Case of Hungary, MNB WP 2014/1

⁴² Bővebben lásd: Endrész M. (2011): Business Fixed Investment and Credit Market Frictions. A VECM Approach for Hungary, MNB Working Paper 2011/1.

⁴³ Bővebben lásd: Horváth Á. – Horváth Á. – Krusper B. – Várnai T. – Várpalotai V. (2010): „A DELPHI modell”, MKE Konferencia, Budapest, 2010, <http://www.mktudgy.hu/files/DELPHImodellVarpalotaiViktor.pdf>

túrájú beruházási blokkjában a vállalatok beruházását Tobin-q elméletnek megfelelően a tőke határtermékének és –költségének különbsége mozgatja.

A Tobin-q elmélet szerint egyensúlyban a beruházásokon elérhető hozam megegyezik a tőkeköltséggel. Ha többlethozam érhető el ($q > 0$), akkor érdemes növelni a beruházásokat mindaddig, amíg a többlethozam a csökkenő határtermék vagy a növekvő tőkeköltség miatt el nem tűnik:

$$q = \text{határtermék} - \underbrace{(\text{amortizáció} + \text{hitel reálkamat} + \text{kockázati prémium})}_{\text{tőkeköltség}}$$

Az utóbbi tag a tőke költségeit (user cost) foglalja magában, melyben a hitelkamat változó ragadja meg a külső forrásbevonás költségességét a vállalatok számára. A hitelkamatok csökkenése ösztönzőleg hat a vállalati beruházásokra. A Növekedési Hitelprogram hatásainak felméréséhez a hitelkamat változót sokkoltuk a 3. és 4. ábrán bemutatott változatoknak megfelelően.

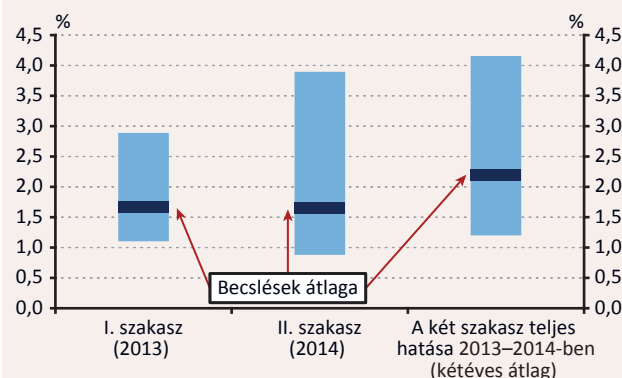
AZ NHP KONJUNKTÚRA HATÁSA

Az NHP vállalati beruházásokra gyakorolt közvetlen hatását 2014 végéig vizsgáltuk, a becslések eredményeit a 5. ábra foglalja össze. Az NHP első szakasza elsősorban 2013-ban, míg a második elsősorban 2014-ben fejti ki hatását⁴⁴. Amikor azonban a két program együttes hatását adjuk meg, számolunk az NHP első szakaszának 2014-re áthúzódó hatásaival is (azoknál a modelleknél, ahol ez értelmezhető). A teljes hatás azt mutatja, hogy a két program 2014 végéig évente átlagosan mennyivel emelte a magán szektor beruházásainak értékét. Számításaink szerint a Növekedési Hitelprogram 2013-2014 átlagában 1,2-4,1%-kal emelték a vállalati beruházások szintjét. A számításokhoz felhasznált módszerek pontbecsléseinek mediánja 2,2% körüli beruházási hatást mutat.

A konjunktúrahatalások számszerűsítéséhez a közvetlen beruházási hatás mellett további két tényezőt vettünk figyelembe. Egyrészt a nem beruházási célú NHP hitelek a piacinál átlagosan mintegy 300 bázisponttal alacsonyabb kamatozásúak. Ez tartósan az éves GDP 0,1%-át megközelítő jövedelemtranszferet jelent az érintett vállalkozásoknak. Másrészt az NHP keretében felvett beruházási hitelek nemcsak hasonló mértékben alacsonyabb kamatozásúak, mint a nem beruházási célú NHP hitelek, hanem a korábbi KKV hitelekhez képest számottevően hosszabb, átlagosan 7 évet közelítő futamidejük miatt is alacsonyabb törlesztő terhet jelentenek a KKV-knak. Ez utóbbi két hatás évente GDP arányosan 0,2%-os cash-flow javulást okoz az NHP nélküli pályához képest.

A NHP beruházási hatására készített becslések és a fenti tényezők felhasználásával a DELPHI modellel a tovagyrúzó makrogazdasági hatások mértékét is számszerűsítettük. A makrogazdasági hatások az alábbi fő csatornákon keresztül fejtik ki hatásukat. A növekvő beruházások – az importigényükön felül – növelik a hazai aggregált keresletet, így a GDP is emelkedik. A GDP emelkedése jövedelemoldalról többlet bért és vállalati profitot eredményez, utóbbi a háztartások felé teljesített osztalék jellegű jövedelmet emeli. Szintén az előbb említett csatornákon jelenik meg a gazdaságban a vállalatok cash-flowját emelő impulzusok hatása. A háztartások jövedelem-bővülése fogyasztásukat emeli, beindítva a másodkörös keresleti hatásokat. A beruházások révén létrejövő többletkapacitásoknak és a kereslet emelkedésének eredményeként nő a foglalkoztatottság. A kibontakozó konjunkturális folyamatok növelik a bérhez, a fogyasztáshoz, és a profithoz kötődő adóalapokat, így költségvetési többletbevétel keletkezik.

5. ábra
Az NHP hatása a vállalati beruházásokra
(közvetlen hatás)



Forrás: MNB.

2. táblázat
Az NHP első és második szakaszának makrogazdasági hatásai

(közvetlen és közvetett hatások, kereslet oldali becslés)

	2013–2014. évi kumulált hatás
Vállalati beruházás	2,4–8,3%*
Fogyasztás	0,1–0,5%*
GDP	0,3–0,9%*
Foglalkoztatottság	3–9 ezer fő

*2013-éves értékekhez arányosítva

A kereslet oldali becslések alapján a Növekedési Hitelprogram 2013-2014 összességében 0,3-0,9% GDP többletet eredményezett. Ehhez a beruházások növekedése mellett hozzájárult

⁴⁴ Figyelembe nem véve a program második szakaszának meghosszabbítása miatti pótlólagos hatásokat

a háztartások fogyasztásának 0,1-0,5% közé tehető növekménye is. További hatásként a foglalkoztatás 3-9 ezer fővel gyarapodhatott. A többletberuházások eredményeképp a tőkeállomány is növekszik, így a potenciális kibocsátás közép távon 0,1-0,3%-kal magasabb szintre kerülhet.

A kínálati és kereslet oldali megközelítések igen hasonló mértékű GDP hatást (0,5-1,1% illetve 0,3-0,9%) valószínűsítenek a program eredményeként.

FORRÁSOK

TAMÁSI B., VILÁGI B. (2011): Identification of Credit Supply Shocks in a Bayesian SVAR Model of the Hungarian Economy, MNB Working Paper 2011/7.

KÁTAY G. , WOLF Z. (2004): Investment Behaviour, User Cost and Monetary Policy Transmission – the Case of Hungary, MNB Working Paper 2004/12.

ENDRÉSZ M., HARASZTOSI P. (2014): Corporate Foreign Currency Borrowing and Investment. The Case of Hungary, MNB WP 2014/1.

ENDRÉSZ M. (2011): Business Fixed Investment and Credit Market Frictions. A VECM Approach for Hungary, MNB Working Paper 2011/1.

HORVÁTH Á. , HORVÁTH Á., KRUSPER B., VÁRNAI T., VÁRPALOTAI V. (2010): „A DELPHI modell”, MKE Konferencia, Budapest, 2010, <http://www.mktudegy.hu/files/DELPHImodellVarpalotaiViktor.pdf>

**NÖVEKEDÉSI HITELPROGRAM
AZ ELSŐ 18 HÓNAP**

2014

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium
8200 Veszprém, Tartu u. 6.

