

NEM KONVENCIONÁLIS JEGYBANKI ESZKÖZÖK ALKALMAZÁSA MAGYARORSZÁGON ÉS KÜLFÖLDÖN – NÉHÁNY TAPASZTALAT

A szerző a nem konvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának gyakorlatát vizsgálja, valamint azt, hogy ösztönözhető-e a vállalati hitelezés a jegybanki alapkamatnál alacsonyabb refinanszírozási ráta alkalmazásával. Értékeli a Magyar Nemzeti Bank Növekedési Hitelprogramját, ismerteti a közelmúltban bevezetett jegybanki hitelélénkítés angol tapasztalatait.

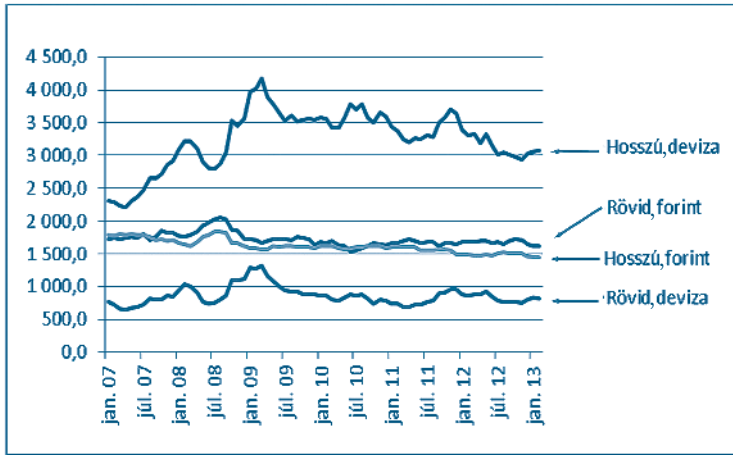
1. BEVEZETÉS

A tanulmány a nem konvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának gyakorlatát vizsgálja, foglalkozik azzal, hogy ösztönözhető-e a vállalati hitelezés a jegybanki alapkamatnál alacsonyabb refinanszírozási ráta alkalmazásával. A második fejezet bemutatja a hazai vállalati hitelezési tevékenység alakulását, külön kitérve a keresleti és kínálati tényezőkre. A harmadik fejezet a kamatpolitika, a kedvezményes jegybanki kamatláb, valamint a garanciavállalás kiterjesztésének a hitelkínálatra gyakorolt hatásaival foglalkozik. Ezt követően a közelmúltban bevezetett jegybanki hitelélénkítés angol tapasztalatainak áttekintésére kerül sor. Az ötödik fejezet bemutatja, értékeli a Magyar Nemzeti Bank Növekedési Hitelprogramját. A hatodik fejezet a nem konvencionális jegybanki eszközök formáit, használatuk eredményességét tekinti át a fejlett piacokon. A tanulmány következtetések levonásával zárul.

2. A MAGYARORSZÁGI VÁLLALATI HITELPIAC VISSZAESÉSE, A ZSUGORODÁS TÉNYEZŐI

Ez a fejezet a hazai vállalati hitelezési folyamatok tényszerű összefoglalására szorítkozik. Nem tárgyalja a pillanatnyi helyzet kialakulásához vezető utat, nem tárja fel az okokat. Mindössze azt kívánja rögzíteni, hogy milyen az a helyzet, aminek megváltoztatására az állami hitelélénkítés kísérletet tesz.

A hazai vállalati hitelpiac a globális válság kitörése óta *zsugorodik*. A vállalati hitelállomány 2013 elején nominálisan 15 százalékkal, reálértékben mintegy 30–35 százalékkal marad el a válság előtti szinttől. Évről-évre kevesebb vállalat vesz fel hitelt. A legerőteljesebb visszaesés a *hosszú lejáratú devizahiteleknél* figyelhető meg. A bankrendszer külföldi forrásainak korábbi gyors növekedését a válság kitörése óta erőteljes külföldi forráskivonás követi, ami eszközoldalon elsősorban a devizahitelek állománycsökkenését vonja maga után. A rövid lejáratú forintbitelek esetében sincs egyértelmű növekedési trend, de 2010 óta előfordulnak állománynövekedést mutató negyedévek.



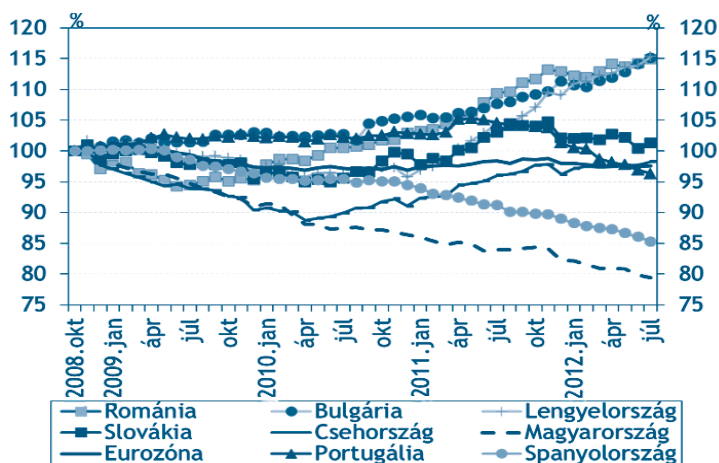
Forrás: MNB adatok

1. ábra: Vállalati hitelek futamidő és devizanem szerint

A régió országaival (kivéve Lengyelország) korábban fennálló *szinkronitás megtört*: 2010 elején a legtöbb országban újraindult a hitelezés, Magyarországon viszont *csak a visszaesés üteme mérséklődik*. Az eltérő pályát részben a régiós társországok kedvezőbb reálgazdasági teljesítménye magyarázhatja. A magyarnál magasabb lengyel, román, bulgár gazdasági növekedés mellett a vállalati hitelek is jobban bővülnek. Figyelemre méltó azonban, hogy Magyarországon 2010-ben növekvő gazdasági teljesítmény mellett is meredek hitelállomány-csökkenés volt tapasztalható. Ez arra utal, hogy a reálgazdasági környezeten kívül más ok is szerepet játszik a negatív folyamatokban. A bankszektor által felhalmozott külső adósság, a leromlott portfólió, a vállalati csődráta magas szintje, a szabályozási környezet megváltozásával összefüggő hitelezési veszteségek (végtörlesztés, bankadó) együttesen olyan alkalmazkodási folyamatot indítottak el, amely a hitelállomány zsugorodásához vezetett.

A hitelszűke és az elhúzódo recesszió egymást erősítik. Hitelek hiányában alacsonyabb lesz a beruházási teljesítmény, kevesebb munkahely teremődik. Azaz a bankok hitelkínálatuk visszafogásával akadályozzák a gazdasági kilábalást (prociklikus viselkedés). Az elhúzódo recesszió viszont maga is gátja a hitelezés újraindulásának. A gyenge európai konjunktúra következtében 2013-ban nem számíthatunk olyan külső növekedési impulzusra, amely keresleti oldalról támogatná a hitelezési aktivitást. A piac öntisztulása és az ezt kísérő állományleépülés a jegybank előrejelzése szerint [MNB 2012b] még 2014 végéig eltarthat. Ennél hamarabb a hitelpiac csak külső (kormányzati, jegybanki) beavatkozás révén élénkíthető. A gazdasági növekedés újraindulása a reálgazdasági konvergenciafolyamat, a piaci bizalom erősítése, a fiskális pálya fenntarthatósága szempontjából egyaránt kulcsfontosságú. A hitelezés újraindulása nélkül viszont csak *tompított ütemű fellendülés* lehetséges (creditless recovery), aminek következtében a gazdaság később térhet vissza a válság következtében megtört fejlődési trendhez. A hitelezést élénkítő külső eszköz

helyes megválasztásához fontos a hitelezés visszaesését előidőző okok ismerete. Ezek közül a keresleti, kínálati és árjellegű tényezők vizsgálata, és egymáshoz viszonyított fontosságuk meghatározása a legfontosabb.



Forrás: Jelentés a pénzügyi stabilitásról, MNB, 2012. november

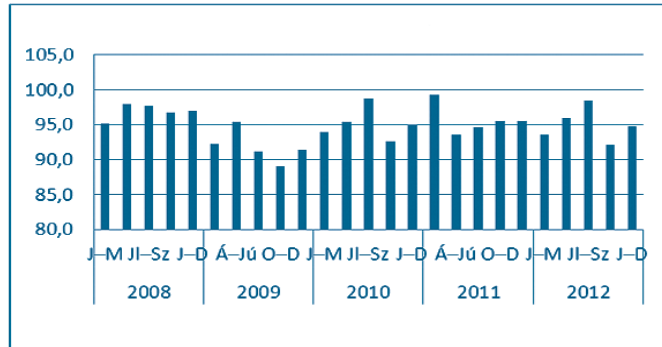
2. ábra: A vállalati hitelezés nemzetközi összehasonlításban (2008. október = 100)

2.1. KERESLETI TÉNYEZŐK

A *kamatszint* és a *gazdasági növekedés üteme* a hitelkeresletet befolyásoló két legfontosabb tényező. Recesszióban a visszaeső beruházások, az alacsonyabb termelési szint kisebb forgóeszközigénye és a vállalati szektor lecsökkent profitabilitása a hitelkereslet visszaeséséhez vezet. A vállalatok nem bővítik kapacitásukat, rosszabb esetben hagyják azok leépülését, ha a jövőbeli értékesítési/jövedelmezőségi kilátásokat nem megfelelőnek ítélik és/vagy likviditási helyzetük ennyire korlátozottá vált. A beruházásokat nagyrészt hosszú futamidejű hitelekkel finanszírozzák, a hosszú futamidejű hitelek pedig tipikusan beruházásokat finanszíroznak. Az 5 éven túli futamidejű hitelek 2011 eleje óta megfigyelhető részaránycsökkenése ellenére, a hosszú futamidejű szegmens a teljes vállalati hitelállomány kétharmadát teszi ki.

A beruházási adatok *nem utalnak közelgő trendfordulóra*, ami elsősorban a vállalatok jövőképéről közvetít üzenetet. A beruházások élénkülését nem feltétlenül az aktuális értékesítések növekedése váltja ki. Akkor kerül sor a kapacitások bővítésére (és az elhalasztott pótlások végrehajtására), ha a vállalatok úgy találják, hogy meglévő kapacitásuk kihasználtsági fokának emelése nem elegendő a jövőbeli megnövekedett kereslet kielégítésére. Ennek megfelelően az elmaradó beruházások következtében visszaeső hitelkereslet azt jelzi, hogy a vállalatok a jövőbeli kilátásokat kedvezőtlennek ítélik meg. Figyelemre méltó, hogy az MNB 2013. májusi hitelezési felmérése azt mutatja, hogy a bankok a tárgyi eszközökbe történő befektetés alakulását mind visszatekintő, mind előretekintő értelemben keresletgyengítő tényező-

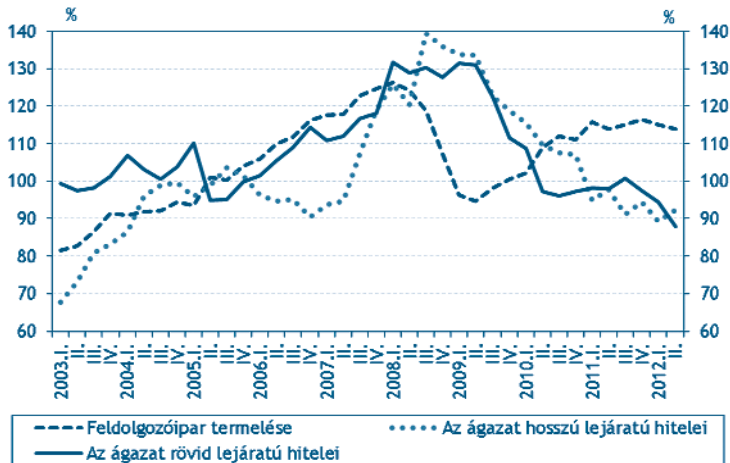
nek értékelték. A keresletet befolyásoló tényezők közül ez kapta a legkedvezőtlenebb megítélést a kérdőívben.



Forrás: KSH

3. ábra: A nemzetgazdasági beruházások volumenindexe (az előző év azonos időszaka = 100)

Figyelemre méltó, hogy a magyarországihoz hasonló mértékű reálgazdasági visszaesést elszenvedő országokban a hitelállomány csökkenése jóval kisebb mértékű volt, mint Magyarországon [Fábián–Hudecz–Szigel 2010: 456]. Ez arra utal, hogy kizárólag makrogazdasági fundamentumokból nem vezethető le a hitelállomány csökkenése. Ugyanerre utal a hazai feldolgozóipari teljesítmény és a hitelállomány alakulásának divergens mozgása: 2009 elejétől a termelés bővült, majd 2012 második negyedétől enyhe csökkenésbe váltott, a hitelállomány viszont folytatódólagosan csökken.



Forrás: MNB [2012b]

4. ábra: A feldolgozóipari termelés, valamint az ágazat rövid és hosszú lejáratú hiteleinek alakulása (2005 = 100)

A hitelpiacon *az ár* (kamatláb) és a *nem árjellegű tényezők* (fedezetkövetelmények, árbevételre vonatkozó feltételek, stb.) *együttesen hatnak a keresletre*. Elképzelhető, hogy

- nőnek a kamatok, miközben a nem árjellegű tényezők változatlanok maradnak vagy szigorodnak;
- lehet, hogy a kamatok nem változnak a hitelezési feltételek viszont szigorodnak (a bank úgy fogja vissza a kínálatát, hogy a korábbi áron adja a hitelt, de csak a jobb ügyfeleknek – „*flight to quality*”);
- előfordulhat, hogy a kamatok csökkennek, miközben a hitelezési feltételek változatlanul fennmaradnak vagy szigorodnak (a bank csak a legjobb ügyfeleknek ad hitelt, nekik viszont olcsón [Fábián–Hudecz–Szigel 2010: 446]).

A 2012 augusztusa és a 2013 júliusa között bekövetkezett közel 300 bázispontos hitelkamat-csökkenés nem eredményezett érdemi változást sem a hitelállomány, sem az új kihelyezések alakulásában.¹ A közgazdasági logikának ellentmondva a hitelállomány és a kamatláb alakulása között ebben az időszakban erős pozitív korrelációs kapcsolat ($r = 0,78$) áll fenn.

1. táblázat: A vállalati hitelek állománya

	Vállalati hitelek állománya (Mrd Ft)	Rövid lejáratú vállalati hitelek kamatlába (%)
2012. augusztus	6 991,5	9,45
2012. szeptember	6 981,3	9,08
2012. október	6 982,2	8,91
2012. november	6 907,5	8,61
2012. december	6 920,7	8,22
2013. január	6 962,6	8,07
2013. február	6 959,5	7,79
2013. március	7 007,3	7,52
2013. április	6 876,1	7,24
2013. május	6 844,0	6,92
2013. június	6 776,5	6,82
2013. július	6 759,9	6,53

Forrás: MNB adatok

A korábbi hitelezési felmérések a vállalati *hitelfeltételek folyamatos szigorodását* jelezték. Noha a 2012 negyedik negyedévre vonatkozó felmérésből az derül ki, hogy ez a folyamat megállt, feltételezhető, hogy a nem árjellegű feltételek szigora olyan hitelígények piaci megfogalmazódását is megakadályozza, amelyek számára az ár akár elfogadható is volna. Ebből az következik, hogy *nem az ár* a gyenge hitelkereslet fő magyarázó tényezője. Sőt, a bankok válasza szerint a kamatszínvonal 2012. IV. negyedévi szintje önmagában már keresletélénkítő hatású. Hiába esnek azonban a

¹ Tekintettel kell lenni arra, hogy a kamatcsökkentés hatásai csak *időbeli késéssel* jelennek meg a kihelyezési adatokban. 2012 decemberéig a teljes (2013 júliusáig bekövetkezett) kamatcsökkenésnek mintegy a fele realizálódott. A 2013 júliusi adatok szerint ez is csak az állománycsökkenés ütemének lassítására volt elég.

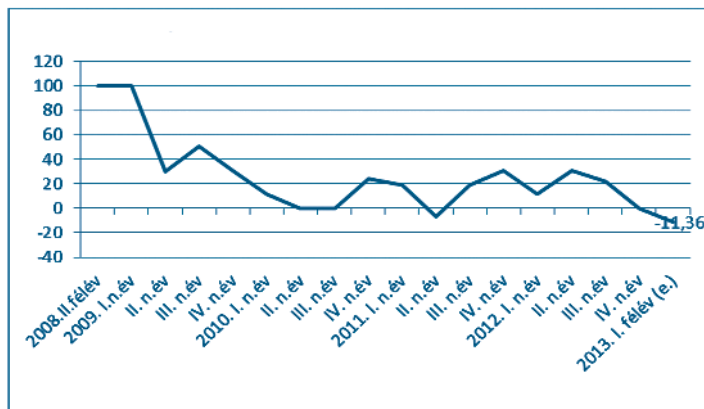
kamatok, a nem árjellegű tényezők szigora, valamint a gyenge gazdasági aktivitás miatti mérsékelt hitelszükséglet következtében nem emelkedik a hitelkereslet.

A hitelkamatok csökkenésének keresletélénkítő hatása akkor tud érvényre jutni, ha az egyéb keresletkorlátozó feltételek oldódnak. A vállalati hitelek kamatai követik a jegybanki kamatcsökkentéseket, a változatlan szigorúságú egyéb feltételek és hitelbírálati szabályok azonban gátolják a növekedési fordulatot a vállalati hitelpiacon.

A vállalati szektor lecsökkent profitabilitása, valamint a mérséklődő gazdasági aktivitás miatti árbevétel-kiesés következtében számos vállalat azért nem tud megjeleníteni a hitelpiacon, mert nem rendelkezik a hitelfelvételhez szükséges elégséges önerővel, vagy a hiteltörlesztéshez szükséges elégséges cash-flow-val. Meglepő módon a korábbi hitelezési felmérésekben a bankok többsége az ügyfelek saját forrásait nem tekintette keresletkorlátozó tényezőnek. Ez a többség azonban az idő múlásával egyre fogy, a legutóbbi felmérés azt mutatja, hogy a bankok közel fele már effektív korlátot érzékel ezen a téren.

2.2. KÍNÁLATOLDALI TÉNYEZŐK

A válság előtti időszakhoz képest mára a hitelpiacon *kockázatosabbá* vált a kihelyezés, emelkedtek a *forrásköltségek*, romlott a portfólió minősége. A jelenlegi piaci környezetben *jövedelmezőségi megfontolások* készítetik a bankokat hitelkínálatuk visszafogására. Drágább forrásokból, kockázatosabbá vált ügyfeleknek korábban kihelyezett hiteleken elszenvedett veszteségek mellett ugyanis nem biztosítható megfelelő jövedelem. A válság kezdeti szakaszában likviditási korlátok, valamint a tőke megfelelési követelményekhez igazodás is közrejátszottak a hitelkínálat visszafogásában. Ma a bankszektori tőke megfelelés 15 százalék, a kéthetes jegybanki kötvényállomány 4 000 Mrd-os szintje pedig azt jelzi, hogy *pénzbőség* van a bankszektorban (legfeljebb egy-egy bank jelent ez alól kivételt.)

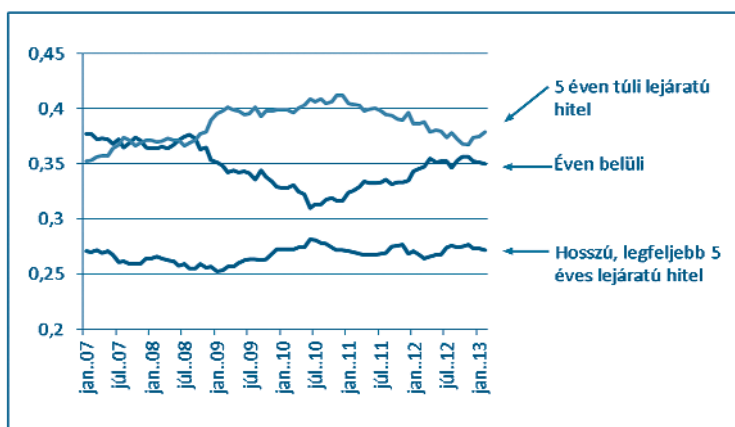


Megjegyzés: A szigorítást és enyhítést jelző bankok arányának különbsége piaci részesedéssel súlyozva.
Forrás: Felmérés a hitelezési vezetők körében a bankok hitelezési gyakorlatának vizsgálatára, MNB 2013. február

5. ábra: A hitelezési feltételek alakulása

A hitelkínálat visszafogása részben a *hitelbírálati rendszer szigorítása* (kockázatvállalási hajlandóság csökkenése) révén valósul meg. Ennek következtében csak a korábbiaknál jobb hitelképességű ügyfelek juthatnak hitelhez. Az általános helyzet rosszabbodása miatt ilyen ügyfélből kevesebb van. Emellett az a veszély is fenyeget, hogy a mai jó helyzetű ügyfelek a külső körülmények romlásának hatására rossz helyzetűvé válnak. Erre reagál a hitelbírálati rendszer szigorítása. A válság kitörése óta tartó szigorítási folyamat a 2012. év végi felmérés alapján nem folytatódik. Figyelemre méltó ugyanakkor, hogy a kis- és mikrovállalatok vonatkozásában nincsenek többségben a hitelezési feltételeket javító bankok, sőt 2013 első félévére a többség további szigorítást tervezett.

A bankok kockázati hajlandóságának csökkenését jelzi a *rövidebb futamidő* preferálása (vagy a hosszabb futamidejű hitelek rövidebb lejáratúakkal való felváltása). A rövidebb futamidejű hitelállomány stagnálásában és az 5 évnél hosszabb futamidejű hitelek csökkenésében ezt az összetétel-változási hatást is figyelembe kell venni.



Forrás: MNB adatok

6. ábra: Vállalati hitelfajták részaránya

Rossz konjunkturális környezetben *rosszabbodnak a vállalatok hitelképességét meghatározó mutatók* (árbevétel, jövedelmezőség, stb.). Ennek következtében változatlan hitelbírálati feltételek mellett is kevesebb vállalat kaphat hitelt. Így nem is különíthető el egyértelműen, hogy milyen arányban áll a bírálati rendszer szigorítása és a vállalatok hitelképességének gyengülése a csökkenő hitelkihelyezések hátterében. Ez azt is jelenti, hogy a vállalatok helyzetében (hitelképességében) bekövetkező javulás hatására (egy reálgazdasági fordulatot követően) több kérelmező mehet át a bankok esetlegesen változatlanul tartott bírálati szűrőjén.

A bankok kockázatvállalási hajlandóságának csökkenése és az ügyfelek hitelképességének romlása az a két tényező, ami a hazai hitelfolyamatok alakulását legjobban magyarázza. Mindkét tényező szoros összefüggésben áll a *reálgazdasági folyamatokkal*. A bankok hitelkínálatának emelkedésére ezért leginkább a konjunkturá-

lis kilátások javulásától számíthatunk. Ebben az értelemben is prociklikus lesz a bankok magatartása. A javuló folyamatok erősödéséhez emelkedő hitelkínálattal járulnak hozzá. Érdemi reálgazdasági élénkülésre 2014-től lehet számítani.² Ennek megfelelően a vállalati hitelállomány növekedése is ezt követően indulhat meg.

3. A HITELKÍNÁLAT BŐVÍTÉSÉNEK ESZKÖZEI

A hitelezés ösztönzésére rendelkezésre álló állami eszközök részben a *keresleti*, részben a *kínálati* oldalra gyakorolnak hatást. A jegybanki kamatcsökkentések, az állami kamattámogatás, az irányadó kamattól lefelé eltérített speciális refinanszírozás alkalmazása az alacsonyabb hitelkamatszint megteremtésével a keresleti oldalt hivatott élénkíteni. A kínálati oldal erősítésére a banki kockázatvállalási hajlandóságot erősítő állami kockázatmegosztási/átvállalási eszközök (pl. garanciavállalás, állami hitelnújtás) szolgálnak. A jegybanki likviditásbővítő eszközök, valamint az anyabanki és állami tőkeemelés *kevésbé releváns* eszközök, mivel ezen az ágon szűk keresztmetszetek jelenleg nem tapasztalhatók. A szóbjavító eszközök ismertetését *Fábián, Fáykiss és Szigel* [2011] tanulmánya tartalmazza. Fő következtetésük az, hogy a jelenlegi hazai helyzetben a banki hitelezési kockázatok részleges állami átvállalása lehet a leghatékonyabb hitelélénkítő eszköz. Az élénkítő eszközök két fontos velejárójára külön is felhívják a figyelmet:

- *fiskális költségek*: mind a kamatok mesterséges csökkentésére szolgáló eszközök, mind a kockázatátvállalás miatt a beavatkozó államnál fiskális költségek keletkeznek – a finanszírozási költségek átvállalásánál azonnali, a kockázatok átvállalásánál késleltetett módon;
- *allokációs problémák*: mind a hitelkereslet, mind a hitelkínálat ösztönzésére szolgáló eszközök magukban hordozzák annak kockázatát, hogy olyan vállalatok is hitelhez jutnak, amelyek *nem „rendeltetésszerűen”* (például beruházás helyett arbitrázsra), vagy *nem hatékonyan* (rosszul, veszteségesen gazdálkodva) használják fel ezeket a forrásokat. Mivel a támogatásnyújtó (vagyis többnyire az állam) nem rendelkezik azzal az ellenőrzési kapacitással, amellyel az ilyen allokációs torzulásokat meg lehetne akadályozni, ezért ezek a problémák szükségesszerűek. Minél átfogóbb és szélesebb körű egy adott program, annál nagyobbak lehetnek az általa okozott allokációs problémák.

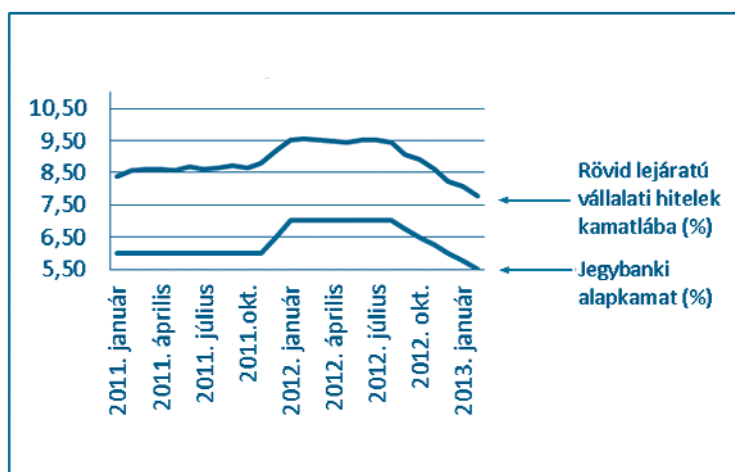
A továbbiakban a kamatpolitika és a kedvezményes kamaton történő jegybanki refinanszírozás eszközeinek hatásaival foglalkozunk.

3.1. A KAMATPOLITIKA LEHETŐSÉGEI

Az irányadó kamat csökkentése ceteris paribus a hitelkereslet növekedését eredményezi. A 2012 augusztusa óta eddig bekövetkezett csökkentéssel kapcsolatos

² Jelen tanulmány nem ad önálló makrogazdasági előrejelzést. Az elemzés készítésekor a jegybank 2013. márciusi előrejelzését vettük alapul.

tapasztalatok azonban nem meggyőzőek. A jegybank lépéseit a kereskedelmi bankok nem ellensúlyozták a kamatprémium emelésével. Ennek megfelelően *a vállalati hitelkamat szint érdemben csökkent.* Jól érzékelhető *hitelélénkülés mégsem következett be.* A kamatsökkentések kezdete óta eltelt közel egy év azt valószínűsíti, hogy az alkalmazkodás időigénye nem magyarázza a várt hatások elmaradását. A csökkentés mértéke is elég nagy volt ahhoz, hogy arra érdemes legyen reagálni. A hitelvisszaesés folytatódása ezért arra utal, hogy a jegybanki kamatsökkentés nem oki kezelése a problémának.



Forrás: MNB adatok alapján

7. ábra: A vállalati hitelkamatok és a jegybanki alapkamat alakulása

3.2. KEDVEZMÉNYES KAMATLÁB ALKALMAZÁSA

Ha az irányadó kamat – árstabilitási és országkockázati megítélési megfontolások miatt – egy adott szintről nem csökkenthető tovább, a jegybank még mindig képes arra, hogy az irányadó kamattól lefelé eltérített kamatláb mellett forrásokat biztosítson a kereskedelmi bankok számára, ami a piacinál/meglévőnél alacsonyabb kamatozású vállalati hitelezésre teremt lehetőséget. Ez esetben az irányadó kamat mellett megjelenik egy *második jegybanki kamatláb*. Minél több pénzt juttat a jegybank alacsonyabb kamaton a gazdaságba, annál nagyobb mértékben csökken a tényleges jegybanki alapkamat (amely a kedvezményes kamatozású és nem kedvezményes kamatozású jegybanki eszközök átlagkamatából adódik). Amennyiben ez a második kamatláb válik a piaci kamatszint tényleges meghatározójává, akkor bekövetkezik az a *monetáris lazítás*, amely elkerülésének szándéka gátolta az irányadó kamat csökkentését. Az irányadó kamatnak ezt a kiüresedését azzal lehet elkerülni, ha a második kamatláb csak célzottan, korlátozott körben kerül alkalmazásra. Minél szűkebb viszont ez a kör, annál gyengébb a második kamatláb hitelélénkítő ereje, ami bevezetésének alapvető indítéka. Az árstabilitási céllal való minél kisebb konfliktus minél

nagyobb hitelélénkítő kapacitás mellett – ez az az *optimalizálási feladat*, amit a jegybanknak a kedvezményes kamatozású források megteremtésével meg kell oldania.

Ha a kereskedelmi bankok számára a forrásköltség az alapkamattól lefelé eltért második kamatlábbal egyezik meg, akkor változatlan kockázati prémiumot feltételezve az alapkamat és a második kamatláb különbözetével mérséklődhetnek a hitelkamatok. (Ez azt is jelenti, hogy minél alacsonyabb szinten áll az alapkamat, annál kisebb a második kamatláb alkalmazásától remélhető előny.) Vélelmezhető ugyanakkor, hogy az *alacsonyabb hitelkamatok* (a hitelfelvevő számára a hitelcéljal szemben támasztott alacsonyabb megtérülési követelmények) *mérséklik a bedőlési valószínűséget*, ezáltal csökkentőleg hatnak a kockázati prémiumra is. Így a hitelkamatláb csökkenése valamivel nagyobb lehet az irányadó kamat és a második kamatláb különbségénél.

Az alapkamattól lefelé eltérített forrásnyújtásnak *fiskális költségei* vannak. A jegybank által alkalmazott második kamatláb határozza meg a jegybank forrásnyújtással kapcsolatos bevételeit. A jegybank által nyújtott források a kihelyezéseket követően (más gazdasági szereplők bevételeinek bankoknál történő elhelyezését követően) a jegybanknál kerülnek elhelyezésre, az alapkamatnak megfelelő kiadásokat okozva a jegybanknak. Az alapkamat és a jegybank által nyújtott források kamatlábjának a különbsége alapján határozható meg ezen forrásnyújtás fiskális költsége (a jegybank emiatti vesztesége).

Fontos hangsúlyozni, hogy a második kamatláb alkalmazása *keresletélénkítő* eszköz. A kereslet élénküléséből azonban nem következik automatikusan a hitelaktivitás tényleges növekedése. Mivel a hitelszűkét nagyrészt a gyenge kockázatvállalási hajlandóság korlátozza, elképzelhető, hogy a növekvő hiteligények rendre fennakadnak a bankok hitelbírálati szűrőjén. Ebből az következik, hogy csak a kedvezményes kamatozású források és valamilyen *kockázatmérséklő technika* (hitelkockázatok részleges állami átvállalása) együttes alkalmazásától remélhető a hitelaktivitás tényleges élénkülése.

3.3. A GARANCIÁVÁLLALÁS KITERJESZTÉSE

A kockázatok részleges átvállalásának egyik módja az *állami garancia*. A garanciavállalással érintett portfólión a nemteljesítés esetén képződő banki veszteség a garanciavállalás mértékének függvényében csökken. Emiatt az állami garanciavállalás lehetővé teszi a hitelkamat kockázati felárrészenek mérséklését. Az MNB becslése szerint a garantált portfólióba tartozó kis- és középvállalatok átlagos hitelkamata mintegy 200 bázisponttal csökken az állami garanciavállalás eredményeként [MNB 2012b]. Ennél is fontosabb az a hatás, amit a garanciavállalás a nem árjellegű feltételekre gyakorol. Garancia megléte esetén a bank engedékenyebb lehet a fedezeti követelmények, tolerált eladósodottsági szint, az árbevétel-növekedési és jövedelmezőségi elvárások stb. terén. Mivel a kockázat egy része a banknál marad, a bankok nem lesznek közömbösek a hitelek megtérülését illetően. A hitelfeltételek lazítása csak korlátozott mértékű lehet.

A magyarországi garanciavállalási tevékenységnek a vállalati hitelállományhoz viszonyított aránya nemzetközi összehasonlításban kiugró. Magyarországon 2009-

ben a teljes nem pénzügyi vállalati hitelállomány 6 százaléka volt garantált, miközben az európai átlag 1,5 százalék körül alakult [Fábián–Fáykiss–Szigel 2011: 20]. A kis- és középvállalati hitelállományon belül az arány még magasabb. Itt a kihelyezések 10–12 százalékához kapcsolódott a *Garantiqa* készfizető kezességvállalása. Az elmúlt években ugyanakkor a Garantiqa kötelezettségállománya és az év során vállalt garanciák értéke a megelőző évihez képest csökkent. Ez üzletpolitikai megfontolásokkal, a vállalati hitelállomány általános csökkenésével függ össze. A garanciaszervezetek tőkeellátottsága nem akadályozta a tevékenység bővítését. Figyelembe kell venni azonban, hogy a hitelportfólió minőségének romlásával összhangban a garanciabeváltási arány, a beváltott garanciák értéke is növekszik (Tapasztalati tény, hogy a hitelgaranciát kapott vállalatok kockázatosabbak, mint a garanciával nem rendelkezők.) A garanciaszervezetek ebből következő veszteségessége előbbutóbb tőkeellátottsági problémákhoz vezethet. Ezzel együtt a garanciavállalás további kiterjesztése lehet a hitelezési aktivitás élénkítésének egyik módja.

Figyelembe kell venni, hogy *a garanciavállalásnak is vannak fiskális költségei*. A garanciaszervezetek garanciáit az állam viszontgarantálja. A beváltott garanciák viszontgarantált összege közvetlenül a költségvetést terheli. Az állami tulajdonú garanciavállalatok vesztesége konszolidált értelemben szintén az államháztartás terhe. Ezek a költségek a garancia lehívásakor (a hitelek nemteljesítővé válásakor) merülnek fel, ami időben lényeges mértékben is eltérhet a garanciavállalás időpontjától. Ezáltal az az illúzió keletkezhet, mintha a garanciavállalás nem terhelne a költségvetést. A garanciavállalás a jövő terhére történő kötelezettségvállalást jelent. A garanciavállalás kiterjesztése ezért a (jövőbeni) költségvetés teherviselő-képességének figyelembevételével történhet.

4. A FUNDING FOR LENDING EDDIGI TAPASZTALATAI

Az Egyesült Királyságban 2012 augusztusában hirdette meg a Bank of England a *Funding for Lending* programot. A program célja az elmúlt két évben zsugorodó banki hitelezés élénkítése a háztartási és vállalati szektorban.

A jegybank kedvezményes feltételekkel juttatja hitelhez a kereskedelmi bankokat. A bankok forrásköltségének mérséklésétől a hitelkamatok csökkenését, és ezáltal a hitelkereslet élénkülését remélik. A megcélzott kör a kis- és középvállalati szektor és a lakossági jelzáloghitel-piac. Technikailag a bankok saját aktíváikat (pl. hitelt) a jegybanknál meghatározott díj ellenében legfeljebb négy évre *állampapírra* (UK Treasury Bill) *cserélik* (collateral swap), majd ezen állampapír fedezete mellett vesznek fel hitelt a bankközi piacon. A fedezet minősége biztosítja számukra az alapkamathoz közeli költségű forrás lehetőségét. A bankok – első lépésben – saját hitelállományuk 5 százalékának megfelelő értékű állampapír cseréjére jogosultak. Amennyiben növelik hitelállományukat, a növekménnyel egyenértékű további kedvezményes forrásokhoz juthatnak. (Azaz az induláskori keretösszeg további növelésének nincs felső korlátja.) Hitelállományuk csökkenése esetén a bankok már csak az állomány csökkenésével arányosan emelkedő díj ellenében juthatnak állampapírhoz és ezen keresztül finanszírozási forráshoz. A forrásköltség ily módon a kereskedelmi bank által kihelyezett hitelek változásának függvénye.

Az eddigi (közel egy éves) tapasztalatok *vegyes képet* mutatnak. A programban részt vevő bankok száma az év végén hirtelen megemelkedett, a bankvezetők üdvözlik a program életre hívását, a lehívott összegek is megugrottak, de mindaddig a rendelkezésre álló keret alig 20 százalékát használták ki.⁵ Élénkülés a lakossági szektorban tapasztalható, a kisvállalati szektorban azonban a negatív folyamatok folytatódnak. A tényleges kihelyezéseken belül dominálnak a lakossági jelzáloghitelek. A bankok a kedvezményeket átengedik az ügyfeleknek (a hitelkamatok érezhetően csökkennek), a hitelállomány egészének zsugorodása mégsem tört meg. Az érdektelenség a vállalatok részéről a gyenge fogyasztói kereslettel függ össze.

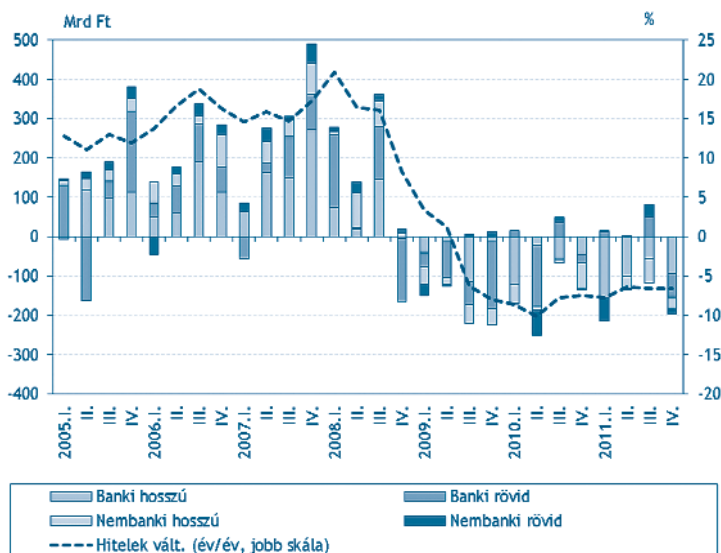
A program nem tervezett mellékhatása a *betéti kamatok jelentős csökkenése*. Az olcsó forrásszerzés lehetősége miatt a bankok kevésbé vannak ráutalva a lakossági betétekre, ami a betéti kamatok érdemi mérséklődésében is kifejezésre jut. Nem a ténylegesen lehívott jegybanki forrás, hanem a felülről nem korlátozott olcsó pénz biztos lehetősége mérsékli a kereskedelmi bankok forrásigényét.

5. AZ MNB NÖVEKEDÉSI HITELPROGRAMJA

Az MNB 2013. április 4-én több elemből álló Növekedési Hitelprogramot hozott nyilvánosságra. A programelemek közül a következőkben azzal foglalkozunk, amelyik kedvezményes jegybanki finanszírozás segítségével a kis- és középvállalatok hitelezhetőségének helyzetén kíván segíteni. A jegybank eredetileg 250 Mrd Ft, majd később 425 Mrd Ft-ra emelt összeg erejéig 0 százalék kamatozású hitelt bocsát a programban részt venni kívánó kereskedelmi bankok rendelkezésére, amelyek maximálisan 2,5 százalék felár mellett helyezhetik ki ezeket a forrásokat a kis- és középvállalati szektorban. A program keretében kihelyezett hitelek kamatlába a bankok alacsonyabb forrásköltsége (0 százalék) és az alkalmazható felár (max. 2,5 százalék) együttes eredményeként mintegy 7-7,5 százalékponttal marad el a kis- és középvállalati szektorban szokásos hitelkamatszinttől.

Teljes megvalósulás esetén (a 425 Mrd kihelyezésével) a program önmagában közel 7 százalékkal képes bővíteni a bankszektor vállalati hitelállományát. Itt azt feltételezzük, hogy a 425 Mrd Ft teljes egészében többletkihelyezés, azaz nem egyébként meglévő (pl. magasabb kamatozású) hiteleket vált ki. Emellett kismértékű multiplikatív hatásokkal is számolhatunk. A többlethitel révén növekedhet a hitelfelvevők gazdasági teljesítménye, akik többletkeresletet támasztanak beszállítóik felé, akik emiatt többlethiteligénnyel léphetnek fel. Hitelkiváltás esetén pedig az adósok gazdasági helyzetének javulása generálhat többletkeresletet. Ezeket a közvetett hatásokat figyelembe véve a program hitelélénkítő kapacitása valamivel meghaladja a 7 százalékos mértéket. Ennek értékelésekor figyelembe kell venni, hogy a válság előtti években az állomány jellemzően 10-15 százalékkal bővült. A válság kitörése óta pedig 5-10 százalékos mértékű csökkenés tapasztalható. Azaz a program – teljes megvalósulás esetén – legfeljebb a vállalati hitelállomány zsugorodásának megállítására képes.

⁵ A hitelállomány 5 százaléka 80 Mrd GBP. A tényleges igénybevétel 2012 végéig 14 Mrd GBP volt.



Forrás: MNB [2012b]

8. ábra: A vállalatok belföldi hitelállományának nettó negyedéves változása

A keret mennyiségi korlátai következtében a lehetséges pozitív hatások korlátozottak. Ugyanemiatt a negatív hatások is azok. Makrogazdasági szempontból a legnagyobb kockázatot a kettős kamatláb kialakulása jelenti. Mivel a kedvezményes kamatláb a hitelállomány mindössze 7 százalékát kitevő részre terjed ki, és céltoltan kerül felhasználásra, ez a veszély nem számottevő. A monetáris transzmisszió nem sérül.

A lehetséges maximális állománybővítésből ténylegesen megvalósuló mérték először is attól függ, hogy kihasználható-e a teljes keret. A bankok a kkv-szektorban jellemzően 4–4,5 százalékos kockázati felárat alkalmaznak. A jegybank által maximálni kívánt 2,5 százalékos kamatfelár mellett erősen lecsökken az a vállalati kör, amely még ilyen feltételek mellett is biztonságosan hitelezhető. Mivel a kockázat nagy részét a bankok viselik, alaposan válogatnak a jelentkezők közül és *csak a legjobb hitelképességű ügyfeleknek* (cherry picking) kínálják fel az NHP-hitelt. Ezek jellemzően nem új vállalatok, hanem azok a kis kockázatú régi ügyfelek, amelyek irányába a bankok eddig is magas hitelezési hajlandóságot mutattak. (A legjobb minőségű ügyfeleknél már eddig is alacsonyabb felárat alkalmaztak. (A kedvezményes kamatláb alkalmazása ezért – legfeljebb – korlátozott jövedelemkiesést okoz a bankoknak. Ebben az ügyfélkörben a kamatszínvonal elsősorban a bankok forrásköltségének mérséklődése mértékében csökken.) Az eddig rendelkezésre álló tapasztalatok azt mutatják, hogy ez a kör elég nagy, és a kamatszint elég vonzó ahhoz, hogy igen jelentős kereslet mutatkozzon az NHP-hitel iránt. A bankok számára pedig annyira fontos ennek az ügyfélkörnek a megtartása, hogy magas kínálati hajlandóságot tanúsítanak. Az valószínűsíthető, hogy ez a kör önmagában kimeríti a rendel-

kezésre álló teljes keretet. A kevésbé jó minőségű ügyfeleknél – alacsonyabb kamatfelár mellett – a bankok nem érdekeltek a többletkihelyezésben.

Kezdetben még arról kellett gondolkodni, hogy miként növelhető a bankok érdekeltsége a programban való részvételre. Az előzetes tapasztalatok alapján ez az aggodalom oka fogottá vált. A jegybank 40 partnerintézete közül 36 részt vesz a programban. A hiteleket pedig elkapták. Mivel a program hasznélvezői nagy valószínűséggel a kis- és középvállalati szektor élmezőnye, a derékhad számára a kedvezményes hitel elérhetetlen, ezért indokolt a szélesebb körű alkalmazás feltételeinek végiggondolása.

Az igénybevétel vagy az alkalmazható maximális kamatfelár emelésével, vagy a kockázat részbeni átvállalásával szélesíthető. Amennyiben állami garancia állna a Növekedési Hitelprogram hitelei mögött, akkor – az előző fejezetben említett 200 bázispontos becsült felárkiváltás figyelembevételével – a bankok nem viselnének számottevő többletkockázatot ezeknél a kihelyezéseknél. Szóba kerülhet az NHP összekapcsolása olyan állami eszközökkel, amelyek más ágon nyújtanak kompenzációt a bankok hitelezési veszteségeire, és ily módon ösztönzik a programban való részvételt. A várható bedőlésekre a 2 százalékos kamatfelár nem ad megfelelő mértékű kompenzációt. Az emiatti hitelezési veszteség a *bankadó bizonyos mérséklésével* ellensúlyozható. Az engedmény a hitelezés növekedéséhez kapcsolható. A bankadó mérséklésének nettó fiskális hatását a hitelnövekmény kapcsán keletkező pótlólagos bevételek figyelembevételével lehet meghatározni. Az állam számára vállalható adóengedmény mértékét a költségvetés teherviselő-képessége határozza be.

A garanciavállalás és a bankadó könnyítése egyaránt fiskális költségekkel jár. Ezek a költségek összegszerűségükben akár meg is egyezhetnek egymással. Az időbeli eloszlás azonban eltér: a bankadókedvezmény *azonnali* költségvetési bevételkiesést okoz, a garanciavállalás *késleltetett* kiadást. A két eszközhoz kapcsolódó fiskális költségeket jelenértékben szükséges egymáshoz hasonlítani.

A program kapcsán fiskális költségek külön kedvezmények nélkül is jelentkeznek. A jegybank az általa biztosított források után nem jut bevételhez. A kihelyezett források (a jegybank eszközeinek növekedése) a jegybanknál csapódnak ki (jegybanki források növekedése). A jegybank eszközei után kapott bevételek és a forrásai után fizetett kiadások negatív különbözete (0 százalékos jegybanki alapkamat) a jegybanki eredményt rontja és ennek megfelelően a költségvetést terheli. Ez a költség éves szinten 9–10 Mrd Ft-ot érhet el.

Az NHP-hitelek legérzékenyebb pontja a *vállalati felhasználás módja*. A valódi reálgazdasági célú hiteligeny elbírálása munka- és időigényes folyamat. A hiteligeny elbírálását megelőzi a hiteligeny megfogalmazása, aminek szintén jelentős időigénye lehet. Az olcsó hitel lehetősége által életre hívott beruházás és műszaki tervek elkészítése, üzleti számítások elvégzése, az együttműködő partnerek kiválasztása után jut el a konkrét hiteligeny megfogalmazásáig. Ezért az valószínűsíthető, hogy az NHP keretében kiadott beruházási hitelek jelentős része nem valóban új, hanem meglévő vagy előrehozott beruházás finanszírozását valószínűsíti meg. Az amúgy is benyújtásra váró hiteligenyek kielégítése NHP-konstrukcióban nem hiteltöbblet. Az előrehozott beruházás mostani megfinanszírozása pedig a hitelkihelyezések időbeli eloszlását, nem pedig összvolumenüket befolyásolja.

A régi ügyfelek hiteleinek cseréjére jelentős igények mutatkoznak és ezek banki elbírálása is viszonylag gyorsan megoldható. A bankok addig nem ellenérdekeltek ebben a cserében, amíg az nem jár az alkalmazott kamatfelár érdemi csökkenésével. A hitelkiváltás nem növeli a hitelállományt, és reálgazdasági élénkítő hatása csekély. A korábbi drágább hitelek olcsóbbra cserélése az adósok terheinek csökkentésén keresztül bír némi gazdasági aktivitást fokozó hatással.

A végső hitelfelvevők eredeti rendeltetésüktől eltérő célokra is fordíthatják a felvett hiteleket. A kockázatokkal járó reálgazdasági jellegű felhasználás (beruházás, forgóeszköz vásárlás) helyett kis kockázatú *pénzügyi befektetés* lehet a valódi hitelcél. Ez a felhasználási mód találkozhat a bankok érdekeivel is. Az ő érdekeltségük a hitelek biztonságos visszafizetésére vonatkozik, és ha ezt kis kockázatú pénzügyi befektetéssel lehet elérni, akkor nincs ellenükre az ilyen típusú hitelfelhasználás. A szokásos piaci kamatoktól/hozamoktól mesterségesen eltérített kamatszint teremti meg ennek az érdek-összezsengésnek az alapját.

Az NHP-hitel felhasználására a következő lehetőségek adódnak:

- A) reálgazdasági többletkibocsátást megalapozó igénybevétel;
- B) állampapír-vásárlás és az állampapírnak a hitel fedezeteként történő felhasználása. Ez a bank számára jószerivel kockázat nélküli hitelkihelyezést jelent (a 12 hónapos diszkontkincstárjegy aktuális hozama: 4 százalék). A többlet-kereslet hozamcsökkenést okozhat az állampapírpiacra;
- C) bankbetétként elhelyezés, kihasználva a betéti kamatszint és a kedvezményes hitelkamatszint között fennálló 100–200 bázispontos különbséget;
- D) magasabb kamatozású hitel lecserélése NHP-hitelre;
- E) a forint shortolása, ami a felvett hitelből történő devizavásárlás révén árfo-lyamgyengítő hatású. A devizakihelyezés és a forintforrás hozamának/költsé-gének egyezősége mellett a shortolás könnyen népszerű hitelcélá válnak.

A különböző felhasználási módok együttes összege maximum 425 Mrd Ft lehet ($A+B+C+D+E = \max. 425$). Az valószínűsíthető, hogy az A, B és D felhasználási mód lesz a legelterjedtebb. Noha a B, C, E felhasználási módot tiltja a program, a tiltás könnyen megkerülhető. Képzelnünk el egy olyan vállalatot, amely azt tervezte, hogy a drága hitelfelvétel helyett önerőből finanszíroz egy beruházást. Ha viszont az olcsó NHP-hitelt igénybe veszi, akkor a felszabaduló önerőt akár bankbetétként, akár állampapír-befektetésként felhasználhatja.

A 2. táblázat a különböző felhasználási módokhoz kapcsolódó várható hatásokat tartalmazza. Itt nem vettük figyelembe, hogy a hitelnövekmény pénzügyi befektetési célú felhasználása révén keletkező többletjövedelemnek, valamint a hitelki-váltás következtében mérséklődő adósságszolgálati tehernek is lehet pozitív reálgazdasági hozadéka.

A táblázatból leolvasható néhány fontosabb tanulság:

- több olyan felhasználási mód van, ami növeli a hitelállományt, de csak egy olyan van, aminek reálgazdasági hozadéka is van;
- több olyan felhasználási mód van, ami valószínűsíthetően jövedelemkiesést okoz a kereskedelmi bankoknál;
- létezik olyan felhasználási mód, aminek nyomán növekszik a hitelállomány, nem következik be kereskedelmi banki jövedelemkiesés, viszont nem keletkezik reálgazdasági többlet.

2. táblázat: Az NHP várható hatása felhasználási módonként

	Reálgazdasági hozadék	Hitelállomány- növelő hatás	Árfolyamgyengítő hatás	Kereskedelmi banki jövedelem- kiesés
A	+	+	-	+?
B	-	+	-	-
C	-	+	-	+*
D	-	-	-	+**
E	-	+	+	+?

* Feltételezve, hogy a betét elhelyezése a hitelt kibocsátó banknál történik.

** Feltételezve, hogy a kedvezményes hitelt kibocsátó bank korábbi hitelei cserélődnek le.

Az NHP esetében a Funding for Lending esetében tárgyalt jelenséghez hasonlóan felmerül *a megtakarításokra gyakorolt negatív hatás* kockázata. Az olcsó forrásszerzés lehetősége mérsékelheti a lakossági forrásgyűjtés iránti igényt, ami lefelé hajtja a betéti kamatokat. A bankok betétgyűjtési ráutaltsága akkor gyengül legjobban, ha a jegybanki forrás nem többlethitelt, hanem meglévő hitelek lecserélését finanszírozza. Ez a konverzió a jövőbeli (még meg nem ítélt) hitelek vonatkozásában is végbemegy. Azok a vállalatok, amelyeknek az eddig ismert feltételek mellett is szándékukban volt hitelt felvenni, az új információk birtokában eredeti igényüket az újonnan nyíló olcsóbb hitellehetőségre váltják át. A „rég” kereslet „új” keresletre konvertálódik. Ez lecsökkenti az NHP előtti hitelkeresletet. Ugyanakkor az olcsó forrásszerzés lehetősége nemcsak a lakossági forrásgyűjtés iránti igényt, hanem a bankközi piacról bevonandó forrás mértékét is csökkentheti. Ez a mérséklődő forrásszükséglet a bankközi kamatokra is nyomást gyakorol. Ennyiben az NHP a piaci forrásköltség általános csökkentése révén a piaci hitelkamatokra is csökkentő hatást fejt ki.

Más módon is végbemehet ez a piaci kamatcsökkenés. A kereskedelmi bankok a számukra kis jövedelemmel kecsegtető NHP-hitelfelvételtől oly módon igyekezhetnek távol tartani ügyfeleiket, hogy nem kedvezményes hiteleik kamatait lejjebb viszik. Ez azt jelenti, hogy a program révén a jegybank az irányadó kamat csökkentése nélkül idéz elő monetáris lazítást. Ennek mértéke azonban két ok miatt sem lehet számottevő: egyrészt a program méreténél fogva; másrészt a bankok a hozzáférést olyan feltételekhez köthetik, amelyeknek csak a legjobb ügyfeleik képesek megfelelni.

Az NHP-keret felhasználása rövid távon minden bizonnyal a hitelezési dinamika megugrását hozza magával. A program akkor lenne sikeres, ha a megemelkedett *hitelezési aktivitás tartósan fennmaradna*. Az ingyen források felhasználását követően ismét piaci forrásokból történik majd a hitelek finanszírozása. Noha ezek ára is folyamatosan csökken, mégis az valószínűsíthető, hogy a hiteldinamika visszaáll a gyenge növekedési környezet, a korlátozott hitelképességű vállalati szektor által meghatározott alacsony mértékekre.

6. NEM KONVENCIONÁLIS JEGYBANKI ESZKÖZÖK ALKALMAZÁSA A FEJLETT PIACOKON⁴

6.1. ESZKÖZÖK, EREDMÉNYEK

A globális válság akut szakaszában a bankközi pénzpiaci forgalom a szokásos szint töredékére esett vissza, a részvény- és értékpapír-árfolyamok, ingatlanárak a mélybe zuhantak, a bankok összeomlása, a pénzügyi közvetítőrendszer teljes leállása fenyegetett. A jegybankok agresszív módon csökkentették az alapkamatokat, de hamar kiderült, hogy a szélsőséges piaci körülmények között a hagyományos monetáris politikai eszköztár hatástalan. Az irányadó kamatok nulla szintre történő mérséklése sem bizonyult alkalmasnak a bankközi kapcsolatok helyreállítására. A szereplők közötti bizalom elvesztése miatt megdrágultak és esetenként elérhetetlenné váltak a piaci források. Ez a fajta likviditáshiány zero kamatszinttel nem orvosolható. (Valójában nem is a zero kamat, hanem egyáltalában a kamat nem megfelelő eszköz az általános likviditási válság kezelésére.) A reálgazdasági teljesítmény visszaesésének megfékezéséhez, illetve a kilábalás megindulásához pedig még a nullához közeli jegybanki kamatszint is túl magas volt. Ennél alacsonyabb (negatív) kamatszint viszont a készpénztartás viszonylagos jövedelmezőbbé tételével még mélyebb recessziót idézett volna elő.

Ezt felismerve a vezető jegybankok (USA, EU, Egyesült Királyság, Japán) nem konvencionális eszközök alkalmazásához folyamodtak. Ezek két fő típusa:

- a) olcsó jegybanki likviditásnyújtás, ami döntően *eszköz-/kötvényvásárlási programok* (ideértve a magánszektor bizonyos eszközelemeinek vásárlását is) révén valósul(t) meg;
- b) a jegybank *nyilvános elköteleződése* a laza monetáris feltételek huzamosabb fenntartása mellett (forward guidance).

Ezek az eszközök változó formákban, különböző elnevezések alatt, különböző piaci szegmensekre irányítva 2008 ősze óta használatban vannak. A válság akut szakaszában a pénzügyi piacok és pénzügyi közvetítés helyreállítása, később pedig a kilábalás elősegítése volt alkalmazásuk fő célja. A válság kezdete óta 5 év telt el, az átmenetinek tekintett eszközök azóta is alkalmazásban vannak. Folytatólagos használatukat nem az indokolja, hogy a rendkívüli helyzet kezelésére hivatott rendkívüli eszközök belesimultak volna a monetáris politika eszköztárába. Inkább arról van szó, hogy *a piacok normalizálódása* még 5 évvel a válság kitörése után *sem fejeződött be*, ezért továbbra is indokolt a rendkívüli eszközök fenntartása. Használatuk azonban olyan tapasztalatokat is szolgáltat, amelyek azt valószínűsítik, hogy bizonyos elemek tartósan is beépülhetnek a monetáris politika rendszerébe. A következőkben tárgyalt *forward guidance* tartós eleme lehet a későbbi időszakok jegybanki politikájának.

⁴ A fejezet az IMF [2013] tanulmányára épül.

6.1.1. Eszközvásárlási programok

Az eszközvásárlási programoknak kezdetben *két célja volt*: likviditás nyújtása a piacok működőképességének helyreállítása érdekében; az eszközárak tömeges eladásokkal (fire sale) fenyegető csökkenésének megállítása. S mivel az eszközárak szoros kapcsolatban vannak a hitelezési feltételekkel, a programoknak a hitelezés újraindításában is fontos szerep jutott. Egyes országokban (pl. Egyesült Királyság) a jegybank nemcsak eszközvásárlás révén, hanem a drága piaci forrásokhoz képest érdemlegesen olcsóbb jegybanki refinanszírozás révén közvetlenebbül is próbálja segíteni a hitelezés újraindulását.

Az eszközvásárlási programok révén megvalósuló jegybanki likviditásnyújtás a hagyományos végső hitelezői szerephez képest jóval szélesebb körre terjedt ki (nem banki pénzügyi közvetítőkre is), hosszú lejáratú forrásokat biztosított és a befogadott fedezetek körének érdemleges kibővítése mellett valósult meg.

A nem konvencionális jegybanki eszközök eredményességének mérésére nincsenek egyszerűen alkalmazható objektív mérőszámok. Nem tudjuk, mi lett volna, ha nem kerül sor ezeknek az eszközöknek az alkalmazására. Azt sem tudjuk teljes bizonyossággal, hogy ami az eszközök bevetését követően történt, az bizonyosan az eszközök alkalmazásának, nem pedig egy spontán regenerálódásnak az eredménye.

Az azonban megfigyelhető volt, hogy az eszközvásárlási programok beindítását követően a befagyott *bankközi pénzpiacok újra működni kezdtek*, a hitelzsugorodás üteme jelentősen mérséklődött, egy nagyobb összeomlás (tail risk) kockázata mérséklődött. A hosszú lejáratú hozamok mérséklődtek, az eszközárak stabilizálódtak, a vállalati kötvények és jelzálog-fedezetű értékpapírok kincstárjegyhozamokhoz viszonyított felára látványosan mérséklődött. A kép ezzel együtt meglehetősen vegyes, az elért javulás pedig törékeny. Az EKB kötvényvásárlási programja ellenére a hitelezési tevékenység egyes euróövezeti gazdaságokban (Spanyolország, Olaszország, Portugália, Görögország, Írország) továbbra is gyenge, a forrásköltségek magasak, a banki jövedelmezőség a rossz eszközminőség következtében alacsony, a hitelkamatlábak és a kötvényhozamszintek közötti szoros kapcsolat nem állt helyre. A recesszió folytatódik. Az USA-ban a csökkenő értékpapír-hozamok a banki hitelkamatokra is mérséklőleg hatottak, aminek eredményeként a hitelezési aktivitás érzékelhetően fokozódott.

Az IMF becslése szerint a kötvényvásárlási programok hatására a hosszú lejáratú hozamok kumulált csökkenése az USA-ban 90–200, az Egyesült Királyságban 45–160, Japánban 30 bázispont. Becslések szerint a programok az USA-ban a GDP növekedési ütemét átmenetileg mintegy 2 százalékponttal emelik meg.

Nagy kérdés, hogy az eszközvásárlások fokozatos kivezetését követően a normalizálódási folyamat folytatódik-e. Súlyos piaci zavarok forrása lehet, ha a piaci szereplők *a jegybanki ígéret megszegésének* tartják az eszközvásárlások lassítását. Ha a kötvényárfolyamokat csak a jegybanki kereslet, illetve a kereslet tartósságába vetett bizalom tartja meg, akkor a jegybanki kereslet csökkentésének kilátásba helyezése is a hozamok hirtelen megemelkedéséhez vezethet.

A jegybanki eszközvásárlási programok kedvező hatást gyakoroltak a nemzetközi tőkeáramlásra. A feltörekvő piacok felé irányuló tőkeáramlás 2012-re elérte a válság előtti mértékeket. A tőkeáramlás élénkülése kedvező fejlemény. Látni kell azon-

ban, hogy az élénkülés azon alapul, hogy a vezető gazdaságokban a rendszerbe jutott többletlikviditás jelentős része nem a hazai összkereslet növekedését támogatta, hanem a pénzügyi befektetések iránti keresletet növelte a nemzetközi pénz- és tőkepiacokon. Másrészt a felerősödött tőkeáramlás egyes piacokon eszközáruborék kialakulásához, fenntarthatatlan hitelexpanzióhoz és túlzott valutafelértékelődéshez vezethet. Jelentősen változott a tőkeáramlás földrajzi szerkezete. A fő befogadó térség Kelet-Európa helyett Ázsia és Latin-Amerika lett. A leginkább veszélyeztetett piacok is elsősorban ezekben a térségekben találhatók.

6.1.2. Forward guidance

A reálgazdasági folyamatok meghatározó tényezője a hosszú lejáratú (reál)hozamszint. Nagyrészt ez határozza meg a vállalatok tőkeköltségét, azt a megtérülési követelményt, amit az új beruházásoknak teljesíteniük kell. A banki hitelkamatok és az értékpapír-piaci hozamok között szoros a kapcsolat. A válságban tapasztalt *általános eszközárscsökkenés* az értékpapír-piaci eszközökre is kiterjedt, és ez jelentős szerepet játszott a reálgazdasági teljesítmény és a banki hitelezés visszaesésében. Ebből következően a reálgazdasági fordulathoz a *reálhozamszint érdemi csökkenése* szükséges. Ennek egyik útja a hosszú lejáratú nominális hozamok csökkenése. Erre a szegmensre azonban a jegybanki kamatpolitika csak áttételeken keresztül hat. Itt sem a zéró kamat a fő probléma. Akkor sem következne be automatikusan a hosszú hozamok csökkenése, ha a jegybanknak volna módja az irányadó kamat és ezen keresztül a rövid hozamok mérséklésére. A hosszú hozamok alakulását alapvetően a gazdasági környezet és a jegybanki kamatpolitika hosszabb távú alakulásával kapcsolatos várakozások mozgatják.

A reálhozamok mérséklésének másik útja *az inflációs várakozások befolyásolása*. Válságmentes környezetben a jegybankok kommunikációja az árstabilitás és az inflációs várakozások horgonyozottságának elérésére irányul. A monetáris politika azzal tud hatást gyakorolni a hosszú hozamokra, ha minél hosszabb időszakra elkötelezi magát az alacsony kamatkörnyezet fenntartása mellett. A válság kitörése óta a jegybankok arról próbálják a piacokat meggyőzni, hogy az alacsony kamatszint nemcsak tartósan marad fenn, hanem még akkor is fennmarad, amikor a hagyományos jegybanki logika alapján már kamatemelésnek kellene következnie. Azaz a jegybank a reálhozamok mérséklése érdekében – önmagát megerősökölve – *magasabb inflációs szintet tolerál*. A jegybankok az alacsony kamatszint fenntartását előre deklarált makrogazdasági teljesítménymutató-szintekhez kötik (pl. munkanélküliségi ráta, nominális GDP-szint, esetenként az inflációs célnál kissé magasabb szint elfogadása stb.) Amennyiben a piacok elhiszik a jegybank kötelezettségvállalását, akkor megelégszenek alacsonyabb hozamszinttel és az így kialakuló alacsonyabb reálhozamszint képes lehet hozzájárulni a reálgazdasági kilábalás megindulásához. Az eszközvásárlási programok intenzitásának fenntartása is ennek a jegybanki kötelezettségvállalásnak a része. (Éppen ezért reagálnak olyan érzékenyen a piacok a QE3 – quantitatively easing three – kilátásba helyezett fokozatos mérséklésére.) Kérdés azonban, hogy a piacok elhiszik-e, hogy a kilábalás megindulásakor megemelkedő infláció láttán a jegybank – mostani ígérete ellenére – nem tér vissza a hagyományos monetáris poli-

तिकai logikához. Ha nem hiszik, akkor ma nem fognak megelégedni alacsonyabb hozamszintekkel és ezáltal a reálgazdasági fordulat is késedelmet szenved.

A forward guidance nem új elem a jegybanki politikában. A jövőbeni jegybanki magatartásra utaló megnyilvánulások a jegybanki közleményekben, vezetői megszólalásokban évek óta jelen vannak. A válság óta azonban ezek explicitebbé váltak, a jegybanki magatartást közvetlenebbül megfigyelhető teljesítménymutatók alakulásához kötik. A legnagyobb különbség azonban a forward guidance irányultságában van. Korábban a jegybankok arról próbálták meggyőzni a piacokat, hogy mindent elkövetnek az alacsonyabb inflációs környezet megteremtéséért, ma pedig arról akarják meggyőzni a piacokat, hogy akkor sem fognak szigorítani a monetáris feltételeken, ha az inflációs kilátások a korábban kívánatosnak tartott szint feletti értékek bekövetkeztére utalnak. A forward guidance egy *sajátos konverziós technika* az alacsony (a jegybank közvetlen befolyása alá eső) rövid hozamok alacsony hosszú hozamokká alakítására.

Az eszközvásárlási programok révén a jegybankok közvetlen piaci szereplővé válva hatnak a hozamok alakulására. A vásárlásaik révén fellépő többlettereslet felé hajtja az árfolyamokat (és mérsékli a hozamokat). Emellett fontos a vásárlások szignalizációs hatása is. Ez azt jelenti, hogy a jegybanki vásárlások azt közvetítik a piaci szereplők felé, hogy a jegybank nemcsak beszél a laza monetáris feltételekről, hanem tesz is érdekükben. Vásárlásaikkal jelzést adnak a piacnak a várható monetáris politikai irányultságról. A piaci szereplők azért elégszenek meg az alacsony hozamokkal, mert veszik és elfogadják a jegybank jelzését az alacsony kamatkörnyezet tartós fennmaradásáról.

A forward guidance *eredményességének mérése* talán még bizonytalanabb lábakon áll, mint az eszközvásárlási programoké. Nehezen mondható meg, hogy a jövőbeli irányadó kamatokkal kapcsolatos várakozások változását a jegybank reakciófüggvényével kapcsolatos várakozások változása, vagy pedig a gazdasági kilátásokkal kapcsolatos várakozások változása magyarázza. Nem tudhatjuk pontosan, hogy a piaci szereplők azért számítanak tartósan alacsony kamatokra, mert elhitték, hogy a jegybank a fellendülés megindulásakor sem kezd el szigorítani, vagy pedig azért, mert egyáltalán nem is számítanak fellendülésre.

A szakirodalom megosztott a forward guidance eredményességének megítélésében. A hivatkozott IMF tanulmány [IMF 2013] a mérés bizonytalanságainak és ellenpéldák említésének ellenére összességében sikeresnek tartja az explicit és feltételek megnevezésével társított jegybanki iránymutatás alkalmazását. Más tanulmányok [például Kool-Thornton, 2012] arra a következtetésre jutnak: a vizsgált esetekben nem bizonyítható, hogy javult volna a piac kamat-előrejelző képessége, vagy a hosszú hozamok alakulásában kimutatható lenne a jegybanki elköteleződés hatása.

Az IMF-tanulmány szerint az eszközvásárlási programok nyomán bekövetkezett hozamcsökkenés *főként szignalizációs hatásokra* vezethető vissza. Ha a piaci szereplők a laza monetáris kondíciók tartós fennmaradására számítanak (működik a forward guidance), akkor a hosszú hozamok is tartósan alacsonyak maradhatnak. Ha viszont a jegybank által keltett keresleti sokk magyarázza a hozamcsökkenést, akkor azt a piaci szereplők átmenetinek és megfordíthatónak vélhetik. A szignalizációs eredetű hozamcsökkenés ezért jelentősebb makrogazdasági hatásokkal járhat, mint amit főként keresleti sokk magyaráz.

6.2. HOGYAN TOVÁBB?

A nem konvencionális eszközöket a pénzügyi válság által keltett rendkívüli körülmények hívták életre. Működésben tartásuk is addig indokolt, ameddig a rendkívüli körülmények fennállnak. A pénzügyi piacok normalizálódását és a gazdasági kilábalás megindulását követően előtérbe kerül a rendkívüli eszközök fokozatos kivétele. Ennek kapcsán a legnagyobb kérdés az, hogy miként lehet a programokat fokozatosan leállítani, majd a bepumpált likviditást úgy kiszívni, hogy az *ne teremtessen túlkínálati nyomást* az értékpapír-piacokon és ez ne törje meg a megindult kedvező folyamatokat. A jegybankok számos kihívással szembesülnek. Nagyon lényeges a pontos kommunikáció a jegybankok részéről, annak elkerülése érdekében, hogy a piacok ne a korábbi ígéretek megszegéseként értékeljék a monetáris politika megváltozását. A kivétel sikere azon is múlik, hogy a jegybank és a piaci szereplők helyzetértékelése a gazdaság állapotáról egybecseng-e. Gondos mérlegelést igényel a jegybank által vásárolt eszközök eladása is. Még a fokozatos piacra dobás is hozamemelkedéssel járhat és a jegybanknak okozott veszteségeken keresztül fiskális költségeket is tartalmaz. A vásárolt eszközök mérlegben tartása a jegybanki forrásokra fizetett (emelkedő) kamatköltségeken keresztül jelent többletterheket. (A jegybanki tartalékokra fizetett kamat meghaladhatja a jegybank által vásárolt kötvényekre kapott hozamot.) Az IMF a kivétel költségeit (összességében 400 bázispontos alapkamat-emelést feltételezve) az USA, az Egyesült Királyság és Japán esetében a GDP 2–4 százalékára teszi. *A piacok rezdülékenyek.* A kivétel időzítése, kommunikációja, mérlegrendezése kapcsán fellépő kis megingás is hirtelen jelentős hozamemelkedéshez vezethet, ami megtörheti a meginduló realgazdasági kilábalási folyamatot. Ennek hatására megtorpanhat, vagy akár meg is fordulhat a nemzetközi tőkeáramlás, ami egyes feltörekvő piacokon stabilitásvesztéshez (árfolyamgyengülés, értékpapír-piaci hozamemelkedés) vezethet.

A jegybankok által bepumpált likviditás a termelési kapacitások gyenge kihasználtsága, a mérsékelt fogyasztói kereslet, a gazdaságok jövőbeli teljesítményével kapcsolatos mérsékelt várakozások következtében egyelőre nem okoz inflációs nyomást. A többletlikviditás nagy része nem hagyta el a bankrendszert, hanem részben a bankok tartalékszámliját duzzasztotta fel (excess reserves), részben külföldi pénzügyi eszközök iránt támasztott keresletet. A kamatpolitikai eszközön kívül a jövőbeli inflációs nyomás – amikor a kereskedelmi bankok tartalékszámliján lévő pénzek „életre kelnek” – a likviditás majdani kiszívásával (a jegybank portfóliójában lévő értékpapírok eladásával) mérsékelhető. Nehéz kötéltáncnak ígérkezik az a jegybanki kötvényeladás, ami csak éppen annyira szigorít a monetáris kondíciókon, hogy közben nem okoz túlzott hosszú oldali hozamemelkedést.

Amennyiben a gazdaságok helyzetében a várt javulás nem – vagy lassabban – következik be, akkor a rendkívüli eszközök alkalmazása érvényben maradhat. Ebben az esetben azzal a nehézséggel kell számolni, hogy a folytatólagos jegybanki kötvényvásárlás a csökkenő hozadék elve alapján *egyre kisebb* marginális hozamcsökkentő, gazdaságélénkítő *hatást fejt ki*. A kívánt hatás elérése érdekében a jegybankoknak egyre nagyobb ígéretekkel kell előállni. Még hosszabb időtávra kell kötelezettséget vállalniuk az alacsony kamatkörnyezet fenntartására vagy még nagyobb összegeket kell kötvényvásárlásra fordítani. A forward guidance időhori-

zontjának kitolása viszont önmagában is *hitelességcsökkentő* hatású. A megemelt kötvényvásárlási összegek jövőbeli kiszívásának költségei pedig tovább emelkednek.

7. KÖVETKEZTETÉSEK

A hazai vállalati hitelpiac zsugorodását előidéző strukturális tényezők következtében a visszaesés külső beavatkozás nélkül 2014 végéig eltarthat. *A fordulat előidézésére a kamatpolitika nem alkalmas*, mert a hitelezés visszaesése jórészt kínálati tényezőkkel függ össze, amire a kamatváltoztatás nem hat. Éppen ezért a tavaly nyár óta végrehajtott kamatcsökkentések sem állították meg a hitelpiac zsugorodását. Az alapkamatnál alacsonyabb kedvezményes kamatláb alkalmazásával élénkíthető a kereslet. A hitelezési kockázat állam általi részbeni átvállalása javíthatja a kínálati hajlandóságot. Ennek fő eszköze a garanciavállalás kiterjesztése lehet. A hitelélénkítési kísérletek angliai tapasztalatai arra utalnak, hogy a makroeredetű keresleti korlátokon kedvezményes kamatláb alkalmazásával sem lehet gyorsan enyhíteni. A magyar Növekedési Hitelprogram – mennyiségi korlátossága következtében – nem fenyeget kettős kamatláb kialakulásával, ám ugyanezen sajátossága miatt a program csak a hitelezés visszaesésének megállítására képes. Az NHP keretében kibocsátott beruházási hitelek részben meglévő, részben előrehozott hiteligényeket elégítenek ki. A hitelkiváltás nem növeli a hitelállományt, és reálgazdasági élénkítő hatása csekély. Emellett komoly kockázata van a jegybanki források nem rendeltetésszerű felhasználásának is. Félő, hogy *a források jelentős része a reálgazdaságot élénkítő beruházások, forgóeszköz-vásárlás helyett pénzügyi befektetéssé válik*.

A nemzetközi pénzügyi válság bebizonyította, hogy az irányadó kamatok nulla szintre történő mérséklése sem alkalmas a szétesett bankközi kapcsolatok helyreállítására. A vezető jegybankok által alkalmazott nem konvencionális eszközök: a) olcsó jegybanki likviditásnyújtás, ami döntően eszköz-/kötvényvásárlási programok révén (ideértve a magánszektor bizonyos eszközelemeinek vásárlását is) valósul(t) meg; b) a jegybank nyilvános elköteleződése a laza monetáris feltételek huzamosabb fenntartása mellett (forward guidance). Az eszközvásárlási programok beindítását követően a befagyott bankközi pénzpiacok újra működni kezdtek, a hitelzsugorodás üteme jelentősen mérséklődött, a hosszú lejáratú hozamok mérséklődtek. Egyes euróövezeti gazdaságokban azonban a hitelezési tevékenység továbbra is gyenge, a forrásköltségek magasak, a banki jövedelmezőség a rossz eszközminőség következtében alacsony. A válság kitörése óta a jegybankok arról próbálják a piacokat meggyőzni, hogy az alacsony kamatszint még akkor is fennmarad, amikor a hagyományos jegybanki logika alapján már kamatemelésnek kellene következnie. A jegybankok az alacsony kamatszint fenntartását előre deklarált makrogazdasági teljesítménymutató-szintekhez kötik. A forward guidance valószínűsíthetően jelentős szerepet játszik a hosszú lejáratú hozamok legtöbb helyen bekövetkezett csökkenésében. A makrogazdasági helyzet javulásával nagy kérdés (lesz), hogy miként lehet a programokat fokozatosan leállítani, majd a bepumpált likviditást úgy kiszívni, hogy az ne teremtse túl kínálati nyomást az értékpapírpiacokon és ne törje meg a megindult kedvező folyamatokat.

IRODALOM

- Bank of England (2012): *The Funding for Lending Scheme*. Bank of England.
- Fábián G.-Hudecz A.-Szigel G. (2010): A válság hatása a vállalati hitelállományokra Magyarországon és más kelet-közép-európai országokban. *Hitelintézeti Szemle* 9(5).
- Fábián G.-Fáykiss P.-Szigel G (2011): A vállalati hitelezés ösztönzésének eszközei. *MNB Tanulmányok* 95.
- IMF (2013): Unconventional Monetary Policies – Recent Experiences and Prospects. *IMF Policy Paper*, April 18.
- Kool, C. J. M.-Thornton, D. L. (2012): How Effective Is Central Bank Forward Guidance? *Tjalling C. Koopmans Research Institute Discussion Paper Series* Nr 12-05.
- MNB (2012a): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*. MNB 2012. április.
- MNB (2012b): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról* MNB 2012. november.
- MNB (2013a): *Felmérés a hitelezési vezetők körében a bankok hitelezési gyakorlatának vizsgálatára*. MNB.
- MNB (2013b): *Jelentés az infláció alakulásáról*. MNB 2013. március.

A KÖZGAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR KOCSIS ÉVA-DÍJAS HALLGATÓI 2013-BAN

Madarász Annamária, Makroökonómia Tanszék

Ürmössy Gergely, Makroökonómia Tanszék

Villányi Ariel Benjámín, Operációkutatás és Aktuáriustudományok Tanszék

PRO FACULTATE JUNIOR 2013-DÍJAS HALLGATÓK

Alapszakon

Farkas Fanni, alkalmazott közgazdaságtan alapszak

Mesterszakon

Somlyai László, közgazdasági elemző mesterszak