

## Endrész Mariann – Harasztosi Péter – Lieli Róbert:

### A vállalati adatokon alapuló elemzések igazolják az NHP első szakaszának beruházás- élénkítő hatását

Az elmúlt hetekben számos elemzés próbálta meg értékelni a Magyar Nemzeti Bank által elindított Növekedési Hitel Program makrogazdasági hatásait. Ezen elemzések eddig többnyire kérdőíves felmérésekre és makrogazdasági modellekből levezetett számításokra alapoztak, miközben pontosabb eredményeket csakis a Programban résztvevő vállalatok egyedi adatainak elemzésével kaphatunk. A Magyar Nemzeti Bank kutatói jelen írásukkal ezen hiányosságot kívánják pótolni és egyben új eredményekkel hozzájárulni a kialakult vitához.

**A vállalati szintű eredmények alapján az NHP első szakasza a résztvevő vállalatok esetében számottevő új, addicionális beruházásokat generált. A hatás különösen erős volt a kisebb méretű vállalatok és a beruházási céllal hitelt felvevők esetében.**

Az MNB 2013-ban hirdette meg a Növekedési Hitelprogramot (NHP). A program célja az volt, hogy a vállalatoknak nyújtott alacsony, fix kamatozású pénzügyi forrásokkal ösztönözze a Magyarországon működő kis- és középvállalkozások hitelezését, és ezáltal élénkítse a gazdasági növekedést hosszabb távon alapvetően meghatározó beruházási aktivitást. A program eredményességének, a reálgazdaságra gyakorolt hatásának értékelését az MNB eddig elsősorban aggregált adatok, meglévő modellek és kérdőíves felmérések felhasználásával végezte el. A 2013-as vállalati beszámolók megjelenésével lehetővé vált, hogy mikro adatok segítségével is megvizsgáljuk, mekkora lehetett a program 2013 szeptemberéig elérhető, első szakaszának hatása a résztvevő vállalatok folyó évi beruházására, azaz milyen mértékben érte el legfontosabb célját az NHP első szakasza. Az elemzés legfőbb erényei a mikro megközelítésből, a vállalati kör csaknem teljes körű lefedettségéből, a rendelkezésre álló vállalati információk gazdagságából és az ezekre építő következetes módszertanból adódnak. A teljes elemzést egy, a napokban megjelent MNB tanulmány ismerteti ([MNB WP 2015/2](#)), az alábbiakban ennek főbb eredményeit foglaljuk össze.

**A vállalati szintű elemzés előnye, hogy segíti a program hatásának beazonosítását, hiszen közvetlenül megfigyelhetjük minden egyes vállalat, azon belül külön az NHP-ban résztvevők teljesítményét.** Azonban a mikro elemzésnél is számos módszertani kihívással szembesülünk. Ennek lényege, hogy egy meg nem figyelhető kimenetet (mekkora lett volna a résztvevők beruházása, ha nincs program) kell összevetni egy megfigyelt kimenettel (ténylegesen mennyit ruháztak be ezek a vállalatok). A probléma lényegét és a megoldás módját az alábbi táblázat segítségével illusztráljuk. Az 1. táblázat a programban résztvevő és abból kimaradó vállalatok átlagos beruházását mutatja a program évében és az azt megelőző évben.

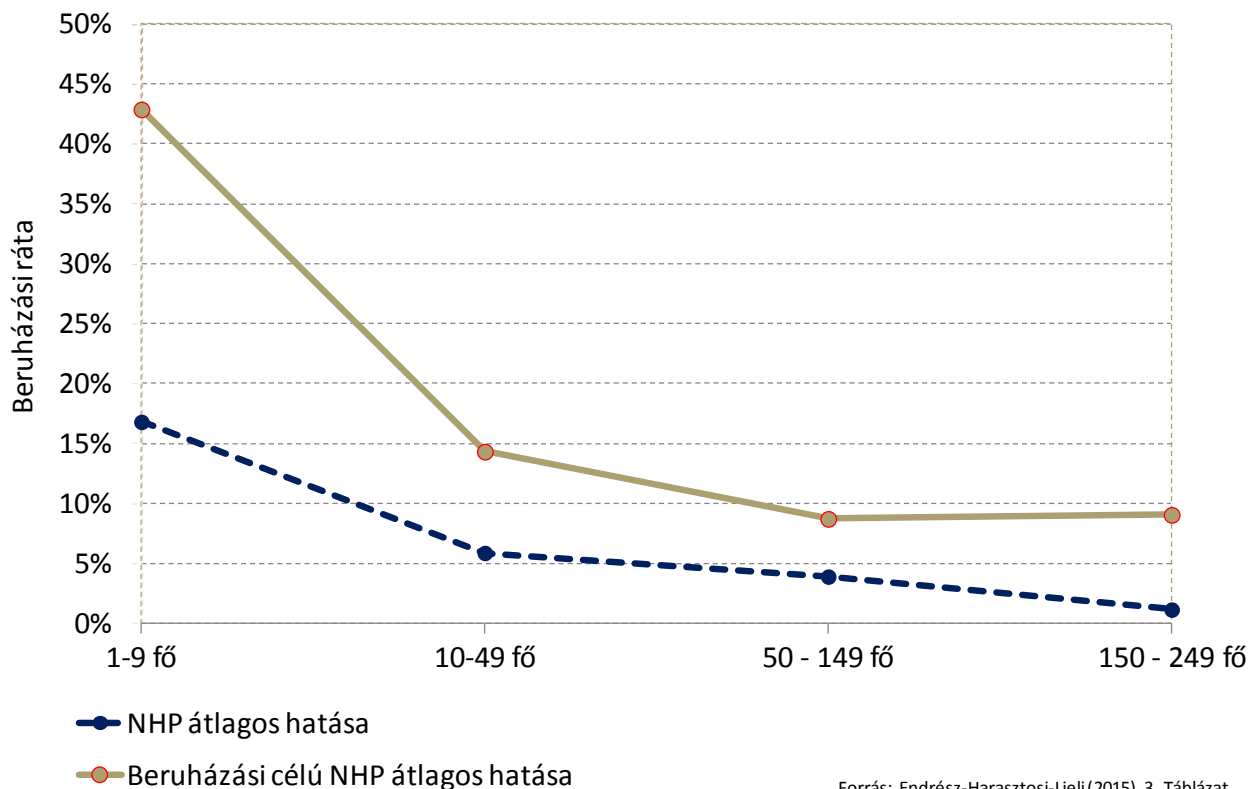
1. táblázat: A KKV-k átlagos beruházása (millió Ft) a programban való részvétel szerinti bontásban

	2012	2013	Változás: 2013 - 2012
NHP-ban résztvevők	47,2	65,6	18,4
NHP-ban nem résztvevők	3,2	5,1	1,9
Különbség: NHP – nem NHP	44	60,5	16,5

**2013-ban az NHP résztvevők átlagosan 65,6 millió Ft-ot ruháztak be.** Ezzel szemben azok, akik nem vettek részt a programban, csupán 5,1 millió Ft-ot. Ha a résztvevők véletlenszerűen választódnának ki, akkor a résztvevők és a kimaradók megfigyelt beruházásának különbsége adná a program átlagos hatását (60,5 millió Ft). A valóságban azonban a vállalatok és a bankok is (ön)szelektálhatnak, vagyis szisztematikusan más típusú és teljesítményű vállalatokat találhatunk a programban résztvevők és abból kimaradók között. Ezt igazolja a táblázat 2012-es oszlopa: a két csoport beruházási volumene már a múltban is jelentősen különbözött. Ezért - hogy közelebb kerüljünk a program hatásának meghatározásához – a két csoport éves beruházási *növekményének* a különbségét vesszük. **Az általában javuló makrokörnyezetnek köszönhetően mindkét csoport átlagosan nagyobb beruházást tett 2013-ban, az NHP-ban résztvevőké azonban mintegy 16,5 millió Ft-tal többel.** Ez az extra növekedés azonban még továbbra is pontatlanul közelítheti az NHP hatását. Figyelembe kell ugyanis vennünk, hogy a historikus beruházási szintkülönbség mellett a szelekciónak lehet egy további eleme is: a legnagyobb valószínűséggel azok a KKV-k törekedhettek az NHP nyújtotta kedvező lehetőségek igénybe vételére, amelyek a programtól függetlenül is *növelni* tervezték beruházásukat 2013-ban, bármilyen egyéni okból kifolyólag. Ezért a fenti módszerrel kapott eredményeket tovább korigáljuk egy olyan tényezővel, amelyet a program előtti évek piaci hitelfelvevőinek beruházási pályájából vezetünk le.

A becslések eredménye szerint az NHP első szakasza jelentős új beruházásokat generált. Egyértelműen olyan beruházásokat, melyek a program hiányában nem valósultak volna meg. **A résztvevők átlagosan tökéletesen magasabb beruházási rátája közel 7 százalékponttal lett magasabb a programnak köszönhetően.** A programhatás erősen függ a vállalatok méretétől. Az alkalmazotti létszám szerinti kategorizálás azt mutatja, hogy a mikro vállalatok körében (10 főnél kevesebbet foglalkoztatók) akár 17 százalékponttal is emelkedhetett a beruházási ráta, míg a kisvállalati (10-49 fős) méretkategóriában 6 százalékponttal. A közepes vállalatoknál (50-249 fős) a méret növekedésével a mért programhatás csökken. Ezt a tendenciát illusztrálja az 1. ábra.

1. ábra: Az NHP I. szakaszának hatása a tőkearányos beruházási rátára, alkalmazotti létszám szerinti bontásban



Forrás: Endrész-Harasztonsi-Lieli (2015) 3. Táblázat

A program hatása függ az igénybe vett hitel céljától is. **Külön vizsgálva azoknak a vállalatoknak a teljesítményét, amelyek új beruházási hitelt (is) vettek fel, a program átlagosan csaknem 17 százalékponttal növeli a beruházási rátát** – szemben a teljes körre számolt 7 százalékponttal. A vállalatméret szerinti heterogenitás itt is megfigyelhető (lásd 1. ábra).

A program hatásában megfigyelt méret szerinti különbségekre több magyarázat is lehetséges. Egyrészt a vállalatok méret szerint különböző erősségű likviditási korlátokkal szembesülhettek. Egy likviditáskorlátos vállalat nem képes egy adott piaci kamat mellett annyi hitelt felvenni, amennyit szeretne, ezért a piacinál olcsóbb hitelt legalább részben új beruházásra fogja fordítani. Ezzel szemben a kevésbé vagy nem likviditáskorlátos vállalat inkább a régi hitelének a kiváltására fordítja a piacinál olcsóbb hitelt, ezért beruházása nem vagy kevésbé fog nőni. Másrészt viszont **vannak arra mutató jelek is, hogy a kisebb vállalatok erőteljesebben reagálnak a hitelköltség változására** (közgazdasági szakzsargonral: tőke iránti keresletük rugalmasabb), és ez is okozhatja az esetükben megfigyelt nagyobb relatív hatást.

A program aggregált hatásának értékeléséhez - felhasználva a becslés eredményeit - kiszámítottuk a **programnak köszönhető addicionális beruházások összértékét, ami 120 milliárd Ft-ra tehető**. Ennek jelentős része (90 milliárd Ft) olyan vállalatokhoz köthető, amelyek vettek fel új beruházási hitelt. A teljes hatás az érintett vállalatok összes beruházásának kb. 31%-át teszi ki, ami a teljes KKV- és vállalati magánszektor tekintetében 6,8%-os illetve 3,4%-os beruházás-növekedésnek felel meg.

Az eredmények értékelésekor egyfelől figyelembe kell venni, hogy a felhasznált vállalati adatok a számviteli beruházás (tárgyieszköz-változás) vizsgálatát teszik lehetővé, ami eltérhet a makro statisztikákban megjelenő beruházástól – pl. akkor, ha a vállalatok használt eszközök, gépek, épületek vásárlására fordítják a felvett hitelt. Másfelől fontos hangsúlyozni, hogy az elemzés csak a program azonnali és közvetlen beruházási hatását ragadja meg. **A tovagyrúzódó hatások, így többek között az új beruházások eredményeképp növekvő megtermelt jövedelem, a foglalkoztatás alakulása, vagy a hitelkiváltás és az alacsonyabb kamatok miatt hosszabb távon javuló vállalati mérlegek összességében a növekedési hatást tovább emelik.**

*„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2015. május 14-én.”*