

## Halász Ágnes-Mórotz Árpád György

### Az NKP a vállalati finanszírozás diverzifikálását tette lehetővé

***A Növekedési Kötvényprogramot (NKP) az MNB Monetáris Tanácsa egy stratégiai, piacfejlesztési döntés eredményeként indította el 2019-ben. A program közel hároméves fennállása során jelentős mértékben hozzájárult a monetáris transzmisszió hatékonyságának növeléséhez, a magyar nem-pénzügyi vállalati kötvénypiac fejlődéséhez, továbbá számos egyéb módon támogatta a vállalati szektor versenypozícióját.***

A 2008-ban indult pénzügyi és gazdasági válság kitörését követően Magyarországon a vállalati hitelállomány jelentős mértékben csökkent, a gazdaság a „hitelösszeomlás” (credit crunch) jelenségével szembesült, ami jegybanki beavatkozást tett szükségessé. A monetáris transzmissziós mechanizmus hitelcsatornájának helyreállítása, valamint a hosszú futamidejű, fix kamatozású hitelek arányának növelése érdekében az MNB elindította a Növekedési Hitelprogramokat, melyeknek köszönhetően megvalósult a hitelezési fordulat. Mindeközben azonban a finanszírozás diverzifikációja nem javult: míg a nem pénzügyi vállalatok bankhiteleinek GDP-arányos értéke meghaladta a 17 százalékot, addig a kötvényállományuk mindössze 1 százalék körül alakult 2018 végén.

### **Egy jól fejlett kötvénypiac több módon támogatja a monetáris transzmissziós mechanizmust**

A vállalatok forrásbevonásának több pillérre helyezése számos előnyt hordoz magában. Jegybanki szempontból fontos, hogy a jól működő, likvid kötvénypiac nagy mértékben hozzájárul a monetáris politika eszközeinek hatékonyságához, céljainak eléréséhez. *Egy fejlett vállalati kötvénypiac versenyt támaszt a bankhitelekkel szemben, aminek eredményeképp a vállalatok forrásköltsége mérséklődik.* Ezen felül egy likvid kötvénypiac hozzájárul a monetáris politikai transzmisszió hatékonyságának javulásához, valamint a vállalatok forrásellátottságát biztosító piacok közötti egészséges verseny a jegybanki kamatdöntések hatékonyabb érvényesülését biztosítja. Továbbá, egy megfelelően likvid és fejlett kötvénypiac *növeli a pénzügyi stabilitást és tompítja egy esetleges gazdasági válság hatásait is, amikor a bankszektor hitelkínálati korlátok miatt nem biztosít elegendő forrást a vállalati beruházásokhoz.*

### **Az NKP előtt a magyar kötvénypiac mérete elhanyagolható volt**

A Monetáris Tanács azzal a céllal indította el az NKP-t, hogy a vállalatikötvény-piac likviditásának növelésén keresztül segítse a hazai társaságok forrásbevonásának diverzifikálását, ezen keresztül pedig a jegybanki kamatdöntések hatékonyabb érvényesülését. Az NKP-t megelőzően a magyar vállalatok finanszírozása szinte kizárólag bankhitelekből állt. A piaci szereplők körében kevesen rendelkeztek csupán a kötvények forgalomba hozatalához nélkülözhetetlen, készség szintű ismeretekkel, így a vállalatok kötvénypiaci finanszírozáshoz gyakorlatilag nem fértek hozzá.

A kötvénykibocsátás, valamint a kötvénypiaci likviditás növekedése ugyanakkor a kibocsátók és a többi piaci szereplő számára is számos előnnyel jár. A kibocsátók egyedi igényeikhez rugalmasabban illeszkedő konstrukció keretében vonhatnak be forrást, kiszámítható módon és hosszú távon. A kötvénypiaci részvételen keresztül a vállalatok a befektetők szélesebb szegmensét képesek elérni, a finanszírozást biztosító piacok közötti egészséges verseny pedig kedvezőbb forrásköltségeket eredményez a vállalatok számára. *2019 előtt a magyar vállalatikötvény-piac mérete nemcsak tágabb nemzetközi összehasonlításban, hanem még az európai átlagtól elmaradó méretű kötvénypiaccal rendelkező visegrádi országokhoz képest is messze alulmaradt.* Míg 2018 végén a nem-pénzügyi vállalatok bankhiteleinek GDP-arányos értéke hazánkban meghaladta a 17 százalékot, addig az általuk kibocsátott vállalati kötvények összesített állománya mindössze a GDP 1 százaléka körül alakult, szemben az európai uniós tagállamokra jellemző 10 százalék körüli részarányal.

### **A Növekedési Kötvényprogram sikeresen teljesítette a Monetáris Tanács által kitűzött célokat**

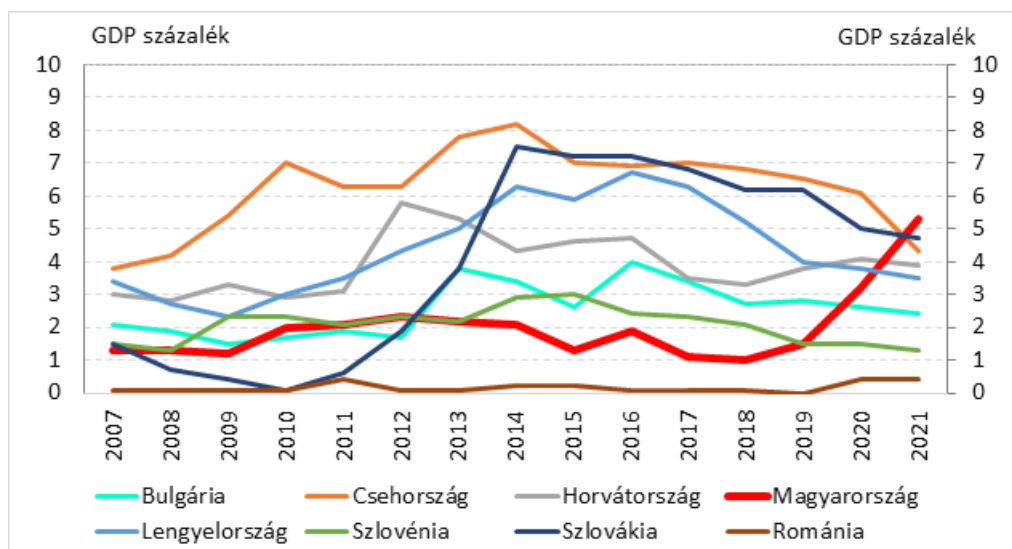
A Növekedési Kötvényprogramot az MNB 2019 júliusában indította el stratégiai és piacbővítési célokat szolgáló döntés eredményeként. A program célja, hogy a vállalati kötvénypiac likviditásának bővítésén keresztül növelje a monetáris politikai transzmisszió hatékonyságát. E célokat az NKP működése során eredményesen szolgálta.

A program elindítását megelőzően a hazai vállalatok adósságában a bankhitelek abszolút dominanciája volt megfigyelhető. Az olyan alternatívát jelentő forrásbevonási módhoz, mint a kötvénykibocsátás, csak a cégeknek elenyésző hányada fért hozzá. Mindez az NKP-nak köszönhetően megváltozott és *vállalati kötvényállomány a GDP 5%-a fölé emelkedett.* A programban 2022. április végéig *89 kibocsátó összesen 114 kötvénysorozatot hozott forgalomba, 2859 milliárd forint forrásbevonás és névértéken 1550 milliárd forint volumenű jegybanki vásárlás mellett.* A program jelentős pozitív hatást gyakorolt a befektetői étvágyra.

### **Régiós trendek tekintetében is kimagasló a magyar eredmény**

A magyar vállalatikötvény-piac dinamikus növekedése a regionális piacok viszonylatában is kimagaslónak minősül, melynek köszönhetően hazánk a visegrádi országok között az NKP elindítását megelőző sereghajtói pozíciójából a térség piacvezetőjévé vált (*1. ábra*). Habár a közép- és kelet-európai piacok a 2008-as gazdasági és pénzügyi válságot követő 5-6 évben jelentős fejlődésen mentek keresztül, az elmúlt 3 évben egyedül a magyar piac tudott növekedést felmutatni: 2016-ot követően szinte valamennyi régiós országban stagnált, illetve csökkent a kötvénypiaci állomány, 2019 óta pedig egyedül Magyarország piaca ért el jelentős növekedést. A koronavírus-járvány által megterhelt bizonytalan gazdasági környezetben az NKP érdemi segítséget nyújtott a magyar nagyvállalati szektornak, fix kamatozású, hosszú távú forrás biztosításával.

## 1. ábra: Nem-pénzügyi vállalatok által kibocsátott kötvények állománya a GDP arányában



Forrás: Eurostat

### A fejlődés a piacszerkezet javulásán és az ágazati koncentráció csökkenésén is jól mérhető

Az általános érdeklődésnek köszönhetően a vállalatikötvény-piac a legtöbb szerkezeti és diverzifikációs paraméter mentén komoly fejlődésen ment keresztül. A kötvényállomány kibocsátói és ágazati koncentrációja csökkent, heterogénné vált, mégpedig a régiós országokhoz képest kiemelkedő mértékben. Különböző ágazatokban tevékenykedő, tőzsdén jegyzett nagyobb és kisebb mérlegfőösszegű vállalatok egyaránt megtalálhatók a kibocsátók között. Míg az NKP elindítása előtti időszak végén az 5 legnagyobb piaci részaránnyal rendelkező kibocsátó a hazai piac 89 százalékát adta, addig 2022 első negyedévének végén ez az érték már csak 49 százalék volt (1. tábla). A kibocsátók száma több mint kétszeresére, a forgalomban lévő értékpapírok száma pedig közel háromszorosára emelkedett. Így a hazai kibocsátók száma magasabb, mint a többi visegrádi tagállam piacán együttvéve. A kötvényeken keresztüli forrásbevonást az NKP-nak köszönhetően a viszonylag kisebb vállalatok is jobban elérték, mint a térségbeli referenciapiacokon, ahol a finanszírozás ezen formája elsősorban csak az óriásvállalatok egy szűkebb halmaza számára hozzáférhető. A forint denominációjú – azaz árfolyamkockázatnak nem kitett – értékpapírok piaci részaránya 7 százalékról 72 százalékra, a fix kamatozású kötvények súlya pedig 87 százalékról 95 százalékra nőtt.

1. táblázat: A visegrádi országok vállalatikötvény-piacának szerkezeti változásai az NKP elindítása óta eltelt időszakban

	Időszak	Magyarország	Csehország	Lengyelország	Szlovákia
Kibocsátók száma (db)	2019. jún.	46	29	64	18
	2022. márc.	110	35	52	11
Kötvénysorozatok száma (db)	2019. jún.	58	81	186	24
	2022. márc.	159	87	142	20
Átlagos kibocsátási névérték (millió euró)	2019. jún.	18,5	178,5	26,0	132,9
	2022. márc.	101,1	233,5	54,9	212,5
Átlagos eredeti futamidő (év)	2019. jún.	7,9	10,3	6,7	13,9
	2022. márc.	8,8	9,7	6,9	14,5
Átlagos kupon	2019. jún.	n.a.	3,6%	3,3%	3,9%
	2022. márc.	3,2%	3,6%	3,4%	3,4%
Denomináció hazai devizában	2019. jún.	7,0%	14,7%	88,9%	99,7%
	2022. márc.	72,0%	19,0%	65,0%	99,7%
Fix kamatozású kötvények aránya	2019. jún.	87,2%	92,1%	13,5%	96,0%
	2022. márc.	95,0%	89,5%	49,0%	98,9%
5 legnagyobb kibocsátó piaci részaránya	2019. jún.	89,0%	79,1%	57,7%	86,1%
	2022. márc.	49,1%	79,0%	63,2%	85,6%
3 legnagyobb ágazat piaci részaránya	2019. jún.	91,7%	88,0%	57,3%	82,4%
	2022. márc.	49,0%	80,2%	59,0%	91,3%

Forrás: Bloomberg, MNB

### A monetáris politikai célokon túl egyéb indirekt pozitív hatásai is vannak az NKP-nak

A Növekedési Kötvényprogram eredményesen segítette az indulásakor megfogalmazott monetáris politikai célokat, ugyanakkor számos más közvetett módon is hozzájárult a hazai vállalatok versenyképességének javulásához. *Az NKP-nak köszönhetően jelentősen emelkedett a hitelminősítéssel rendelkező vállalatok száma*, miközben a vállalatok kötelező tőkepiaci jelenléte nemcsak azok pénzügyi transzparenciájának növekedését segítették, de az irántuk való befektetői bizalmat is erősítették. A hitelintézetek és egyéb befektetők pedig a megnövekedett kötvényállományaik miatt

*fejlesztették portfólió- és kockázatkezelési módszereiket. A hitelminősítések, illetve az azokhoz kapcsolódó éves felülvizsgálatok által biztosított transzparencia számos módon járul hozzá a magyarországi tőkepiac fejlődéséhez.*

*A kötvényprogram pozitív hatást gyakorolt hazánk fizetési mérleg pozíciójának javulására is, mivel az összes bevont forrás 10 százaléka külföldi akvizíciókon keresztül kerül kifizetésre, melyek a hazautalt profit révén tovább javítják a profitegyenleget. A külföldi tulajdonú vállalatok az NKP részvétel során forint forrásokat vettek igénybe az anyavállalati, jellemzően euró alapú finanszírozás helyett, ami pénzügyi stabilitási szempontból is kedvező folyamatot takar. A hosszabb távú, fix áru források kiszámíthatóvá teszik a finanszírozási környezetet, és erősítik a beruházási döntések melletti elköteleződést. Ezzel a válsághelyzetek könnyebben kezelhetővé válnak, ami segíti a gazdasági és pénzügyi stabilitást, enyhíti egy esetleges recesszió mélységét.*

### **A zöldkötvény-piac kialakulásában rejlő potenciál nagyban hozzájárulhat energiatünetlenségünkhöz**

Noha az NKP elindításakor a jegybank nem határozott meg explicit zöld célt, a program által stimulált kötvénypiaci aktivitás lehetőségét teremtett a zöld értékpapírok hazai megjelenésére és elterjedésére. A magyar tőkepiac fontos mérföldköveként az *NKP keretében került sor hazánk első zöld vállalati kötvényének kibocsátására 2020 augusztusában*, majd 2022 április végéig pedig összesen 20 zöld minősítést szerzett értékpapírsorozat kibocsátására került sor. A zöldkötvény-kibocsátások révén elkezdődött egy organikus piacépülés, mely összhangban áll a jegybank Zöld Programjában megfogalmazott célokkal.

### **A program lezárult, viszont a kötvénypiacban további potenciál rejlik**

Az MNB Monetáris Tanácsa 2021 decemberben a program lezárásáról döntött azzal, hogy a folyamatban lévő kibocsátások végrehajthatóak maradtak a rendelkezésre álló keretösszeg erejéig. Cikkünkben bemutattuk, hogy a program fennállása során eredményesen teljesített a Monetáris Tanács által meghatározott célok terén, valamint azon túlmutatóan is számos pozitív hatása volt a hazai gazdaság működésére. A program lezárása nem jelenti azt, hogy a vállalatikötvény-piac további fejlesztésére ne lenne további tér, vagy az ilyen programok ne lennének összeegyeztethetőek a monetáris politika elsődleges feladatával. *A fejlett és likvid vállalatikötvény-piachoz kapcsolódó, az NKP bevezetésekor mérlegelt előnyök továbbra is érvényesek, azonban napjainkban a fokozódó környezeti kihívások közepette az is jól látható, hogy a vállalatikötvény-piacoknak a zöld gazdaságra való átállásban is kulcsszerepe lesz a közeljövőben.*

*„Szerkesztett formában megjelent a Világgazdaság.hu oldalon 2023 február 23-án.”*

