

Lóga Máté – Nagy Viktória

Növekedési Kötvényprogram, a monetáris politika szolgálatában

A vállalatok forrásbevonásának több pillérre helyezése számos előnnyel járhat a gazdasági szereplők számára. A központi bank szempontjából a törvényben rögzített céljából fakadóan a legfontosabb a monetáris politikai transzmisszió hatékonyabbá tétele. Egy likvid kötvénypiac hozzájárul a monetáris transzmisszió hatékonyságának javulásához, valamint a vállalatok forrásellátottságát biztosító piacok közötti egészséges verseny a jegybanki kamatdöntések hatékonyabb érvényesülését biztosíthatja. Emellett egy megfelelően likvid és fejlett kötvénypiac a pénzügyi stabilitást növelheti és egy esetleges gazdasági válság hatásait is tompíthatja. Magyarországon a nem pénzügyi vállalati szektor finanszírozásában hagyományosan a bankrendszer dominál, az alternatív finanszírozási lehetőségek – mint például a kötvénypiac vagy a részvénytőzsdén – kihasználtsága jelenleg messze elmarad nem csak a Nyugat-Európában, de a régiós országokban tapasztalt szinttől is. 2019 első negyedében a magyar nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott kötvények állománya a GDP mindössze 1,5 százaléka körül alakult, ami az EU-s országok közül az egyik legalacsonyabb érték. A monetáris politikai transzmisszió hatékonyságának javítása és a vállalati kötvény-piac likviditásának bővítése céljából a Magyar Nemzeti Bank elindította 2019. július 1-én új monetáris politikai eszközét, a Növekedési Kötvényprogramot (NKP). Az NKP célját és paramétereit illetően is nagy mértékben támaszkodik az Európai Központi Bank vállalatikötvény-vásárlási programjára, melynek keretében a magyar jegybank hazai székhellyel rendelkező, nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott kötvényeket és vállalatokkal szemben fennálló hitelkövetelések fedezete mellett kibocsátott értékpapírokat vásárol.

A vállalati kötvényvásárlási program célja a monetáris politika hatékonyságának növelése

A vállalatok forrásbevonásának több pillérre helyezése számos előnnyel járhat a gazdasági szereplők számára. A központi bank szempontjából a legfontosabb – a törvényben rögzített céljából fakadóan – a monetáris politikai transzmisszió hatékonyabbá tétele. A transzmisszió az a hatásmechanizmus, amelyen keresztül a monetáris politikai kondíciók kifejtik hatásukat a befolyásolni kívánt gazdasági változókra. Amennyiben a vállalatok a bankhitelek mellett megfelelő mértékben támaszkodnak a kötvénykibocsátáson keresztüli forrásbevonásra, akkor a jegybanki kamatdöntések hatékonyabban tudják befolyásolni a vállalatok finanszírozási költségeinek alakulását, így az árstabilitási cél elérése és fenntartása is könnyebben biztosítható. A 2007-2008-as válság utáni monetáris politikai tapasztalatok rámutatnak arra is, hogy a transzmisszió annál hatékonyabb, minél közvetlenebb hatású intézkedési eszközök állnak a központi bank rendelkezésére. Egy likvid és fejlett kötvénypiac hozzájárulhat a pénzügyi stabilitás erősödéséhez is, hiszen az egy vállalathoz tartozó kockázatok nem csak a finanszírozó bankoknál jelentkeznek koncentráltan, hanem megoszlanak a kötvény más befektetői között is. Minél szélesebb körű befektetői bázis vesz részt a kötvénypiacon és minél likvidebb a piac, annál alacsonyabb forrásköltség mellett finanszírozhatják magukat a vállalkozások. Egy fejlett vállalatikötvénypiacnak nem csak normál gazdasági időszakban, hanem egy potenciális válság idején is kedvező

hatása lehet. Egy több pilléren nyugvó, a bankrendszer mellett fejlett vállalatikötvénypiacot is magában foglaló pénzügyi rendszer jobb sokkellenállóképességgel bír. A gyakorlatban mind az 1997-es ázsiai válság idején, mind a 2008-as globális világválság idején láthattuk, hogy a hitelpiacok gyors befagyásával, majd a vállalati hitelállományok fokozatos csökkenésével egyszerre a kötvénypiac szerepe felértékelődött. A bankok hitelezési hajlandóságának visszaesésével párhuzamosan ugyanis a gazdasági szereplők a kötvénypiacon közvetlenül kezdték finanszírozni a vállalati szektort, segítve ezzel a válságból való kilábalást és csökkentve a recesszió mélységét és időtartamát.

1. táblázat: A Növekedési Kötvényprogram céljai

Elsődleges cél	Monetáris politikai transzmissziós mechanizmus hatékonyságának növelése
Másodlagos célok	Bankhitelekkel szemben versenyt támaszt, így egészségesebb forrásbevonási szerkezetet idézhet elő
	Megfelelően likvid és fejlett kötvénypiac a pénzügyi stabilitást növelheti
	Lehetőséget biztosít a jegybank számára egy válság esetén a közvetlen, gyors és hatékony beavatkozásra, így a válság hatásait tompíthatja
	A tőkepiaci finanszírozás megismerése hosszabb távon segítheti a vállalatok forrásbevonásának hatékony megvalósulását

Az MNB teljes mértékben támaszkodik az EKB vállalati kötvényvásárlási programjára

A Magyar Nemzeti Bank Növekedési Kötvényprogramja mind céljaiban, mind paramétereiben nagyban támaszkodik az Európai Központi Bank vállalatikötvény-vásárlási programjára (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP). Az EKB program keretrendszerének és kivitelezésének részletes megismerését több körös szakértői konzultáció segítette. Az MNB korábbi, a vállalatok forrásellátottságát elősegítő intézkedéseinek sorába illeszkedő programmal a jegybank követi az EKB gyakorlatát, amely szintén nemkonvencionális monetáris politikai eszköztára részeként vállalati kötvényeket vásárolt. A jegybankok által vásárolt vállalati kötvények kibocsátójának mindkét programban hazai székhelyű, nem pénzügyi vállalatnak kell lennie. Az NKP monetáris politikai eszközként a kibocsátók tekintetében nem részesít előnyben sem ágazatokat, sem szegmenseket. A CSPP és NKP keretében is legfeljebb 70 százalék kerülhet egy kötvénysorozatból az adott jegybankhoz. Ezen felül abban is megegyezik a két program, hogy az EKB és az MNB is vásárolhat elsődleges és másodlagos piacon saját devizában denominált, akár egészen hosszú lejáratú vállalati kötvényeket (NKP esetében legfeljebb 10 év, míg az EKB esetében legfeljebb 30 éves kötvények vásárlása történhet meg).

2. táblázat: Az EKB és az MNB vállalatikötvény-vásárlási programjainak keretrendszere

	CSPP	NKP
A program célja	A monetáris transzmisszió hatékonyabbá tétele, mennyiségi lazítás és a vállalatok finanszírozási költségeinek csökkentése	A monetáris transzmisszió hatékonyabbá tétele, a vállalatikötvény-piac likviditásának növelése
A program időtartama	2016. június - 2018. december	2019. július -
A vásárolt kötvények kibocsátói	Hazai székhelyű, nem pénzügyi vállalatok	Hazai székhelyű, nem pénzügyi vállalatok
A jegybank vásárlásának aránya egy kötvénysorozatból	Legfeljebb 70%	Legfeljebb 70%
A vásárolt mennyiség (a GDP arányában)	178 Mrd Euro (1,6%)	300 Mrd Ft (0,7 %)
A vásárolt kötvények devizaneme	Euro	Forint
A vásárolt kötvények hitelminősítése	Minimum BBB-	Minimum B+
A vásárolt kötvények eredeti futamideje	Minimum 6 hónap, Maximum 30 év	Minimum 3 év, Maximum 10 év
Vásárlás az alábbi piacokon	Elsődleges és másodlagos piac	Elsődleges és másodlagos piac

A vállalatikötvény-vásárlási programok közös, alapvető célja a monetáris politikai transzmisszió hatékonyságának javítása, ugyanakkor míg a CSPP esetében kimondott cél volt a mennyiségi lazítás, addig az MNB programja a vásárlásokból fakadó többlet pénzmennyiség sterilizálása miatt, kamatpolitikai irányultság szempontjából semleges eszköznek tekinthető. Eltérés továbbá a két program között, hogy az NKP keretében vásárolt kötvényeknek legalább B+ minősítést kell elérniük egy Európai Értékpapír-piaci Hatóság (ESMA) nyilvántartásba vett hitelminősítőnél, ami alacsonyabb az EKB programjában a vásárlás feltételeként meghatározott hitelminősítési kategóriánál (BBB-). Az NKP program keretében vásárolt értékpapíroknál elvárt hitelminősítés ugyanakkor illeszkedik az CSPP-nél látott gyakorlathoz, hiszen az EKB által vásárolható vállalati kötvények elfogadható minősítése több a programban kiemelkedően résztvevő ország – így Németország, Hollandia, Franciaország – esetében is jelentősen elmarad az országbesorolástól (3. táblázat).

3. táblázat: A CSPP programban leginkább résztvevő országok és Magyarország minősítése

Ország	Országminősítés (S&P alapján)	EKB/MNB vásárlási feltétele	Különbség
Németország	AAA	BBB-	9
Hollandia	AAA	BBB-	9
Franciaország	AA	BBB-	7
Magyarország	BBB	B+	6
Spanyolország	A-	BBB-	3
Olaszország	BBB	BBB-	1

Az Európai Központi Bank vállalatikötvény-vásárlási programja bebizonyította, hogy nemkonvencionális monetáris politikai eszközökkel a jegybankok számára kiemelten fontos monetáris politikai transzmisszió tovább javítható. A program elindulása után az eurozóna legerősebb gazdaságainak vállalatikötvény-piacán – különösen Franciaországban és Németországban – az euróban denominált értékpapírok nettó kibocsátása érdemben nőtt. A piac likviditásának helyreállítása mellett az EKB számára sikerként volt elkönnyvelhető az eurozónás vállalatok finanszírozási kondícióinak javulása, valamint az újonnan kibocsátott értékpapírok futamidejének emelkedése is. A nemkonvencionális eszközök tehát a gyakorlatban is bizonyítják, hogy a – konvencionális eszközöket kiegészítve – a monetáris politika főbb célkitűzéseit támogató eszközök lehetnek, a nem elégséges likviditású piacokat a monetáris politikai transzmisszió javítása érdekében helyreállíthatják. Az MNB ugyanezen célokat szem előtt tartva alakítja ki saját monetáris politikáját és eszközrendszerét.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfólió.hu oldalon 2019. augusztus 28-án.”