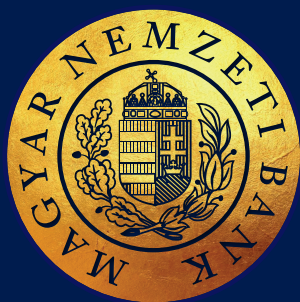




A NÖVEKEDÉSI KÖTVÉNYPROGRAM ELINDÍTÁSÁNAK JEGYBANKI SZEMPONTJAI ÉS A KONSTRUKCIÓ FŐBB JELLEMZŐI



2019



A NÖVEKEDÉSI KÖTVÉNYPROGRAM ELINDÍTÁSÁNAK JEGYBANKI SZEMPONTJAI ÉS A KONSTRUKCIÓ FŐBB JELLEMZŐI

2019

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

Tartalom

Összefoglaló	5
1. A vállalatikötvény-piac szerepe a gazdaságban	7
2. A vállalatikötvény-piac nemzetközi összehasonlításban	9
2.1. A nem pénzügyi vállalatok kötvényállománya globálisan	9
2.2. A vállalatikötvény-piac az USA-ban és az angolszász országokban	10
2.3. A vállalatikötvény-piac a feltörekvő ázsiai- és latin-amerikai országokban	10
2.4. A vállalatikötvény-piac az Európai Unióban	11
3. A vállalatikötvény-piac szerepe a válság alatt	18
4. Jegybanki vállalatikötvény-vásárlási programok	20
4.1. Az EKB vállalatikötvény-vásárlási programja	20
4.2. A Bank of England vállalatikötvény-vásárlási programja	23
5. A Magyar Nemzeti Banki Növekedési Kötvényprogramja (NKP)	24
6. Melléklet – értékpapírosítás az Európai Unióban	27

Összefoglaló

A 2008-ban indult pénzügyi és gazdasági válság kitörését követően Magyarországon a vállalati – és különösen a kkv- – hitelállomány nemzetközi összehasonlításban is kiemelkedő mértékű csökkenésen ment keresztül: 2013 elejére a közel 5 éven át tartó, évi 5 százalékos visszaesés következtében a válság előtti szint 75 százalékára zsugorodott a hitelállomány. A gazdaság a „hitelösszeomlás” (credit crunch) jelenségével szembesült, ami jegybanki beavatkozást tett szükségessé. Mivel Magyarországon a bankhitel a meghatározó finanszírozási forma, az elmúlt évek során a forrásellátottságot elősegítő jegybanki intézkedések fókuszában a kkv-hitelezési zavarok enyhítése állt.

A monetáris transzmissziós mechanizmus hitelcsatornájának helyreállítása érdekében az MNB 2013 júniusában elindította a Növekedési Hitelprogramot (NHP). A program hozzájárult a vállalati- és azon belül a kkv-hitelezési fordulat megvalósulásához, 2018-ban a kkv-hitelállomány éves növekedési üteme már 12 százalék körül alakult. Figyelembe véve, hogy a vállalati hitelállomány 1 százalékpontnyi bővülése jellemzően 0,25 százalékpontnyi GDP-növekedéssel jár együtt, a gazdasági növekedés ma már banki hitelekre támaszkodik, azaz belső forrásból valósul meg. A vállalati hitelezés volumene elérte a megfelelő szintet, de szerkezete nem elég egészséges. A hosszú futamidejű, fix kamatozású hitelek arányának növelése érdekében 2019 elején az MNB elindította az 1000 milliárd forint keretösszegű Növekedési Hitelprogram Fixet (NHP fix).

Az elmúlt években megvalósult hitelezési fordulat eredményeképpen a hitelezés volumene már megfelelő. A finanszírozás diverzifikációja azonban egyelőre nem valósul meg: míg a nem pénzügyi vállalatok bankhiteleinek GDP-arányos értéke meghaladja 17 százalékot, addig a kötvényállományuk mindössze 1,5 százalék körül alakult 2018 végén. Ez az érték mind az európai uniós országok, mind a kelet-közép-európai országok átlagától messze elmarad.

A vállalatok forrásbevonásának több pillérre helyezése számos előnyt hordoz magában. Egy fejlett vállalati kötvénypiac versenyt támaszthat a bankhitelekkel szemben, aminek eredményeképp a vállalatok forrásköltsége mérséklődhet. 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 biztosíthatja. Emellett egy megfelelően likvid és fejlett kötvénypiac a pénzügyi stabilitást növelheti és egy esetleges gazdasági válság hatásait is tompíthatja.

A vállalatikötvény-piac likviditásának növelése érdekében az MNB – a jelenlegi nemkonvencionális monetáris politikai eszköztárát, illetve az NHP fixet kiegészítve – 2019. július 1-jétől elindítja a Növekedési Kötvényprogramot (NKP). A program keretében a jegybank 300 milliárd forint keretösszegben nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott, jó minősítéssel rendelkező kötvényeket, valamint vállalatokkal szemben fennálló hitelkövetelések fedezete mellett kibocsátott értékpapírokat vásárol.

Az MNB a kötvénypiac likviditásának növelésével javítani kívánja a monetáris politikai transzmisszió hatékonyságát, továbbá elő kívánja segíteni, hogy a gazdasági szereplők a bankhitelek mellett megfelelő mértékben támaszkodjanak erre a típusú finanszírozásra is. A kötvénykibocsátás elsősorban a nagyobb vállalatok számára jelenthet a banki finanszírozással szembeni alternatívát, azonban a piac likvidebbé válásával később kkv-kal szemben fennálló hitelkövetelések is megjelenhetnek értékpapírosított formában, ami a kkv-szektor finanszírozási feltételeinek további javulását eredményezheti.

A program nem befolyásolja a monetáris politikai kondíciókat, az a jelenlegi kamatpolitikai irányultság szempontjából semleges. Az NKP-ban történő vásárlásokból adódó többlet pénzmennyiséget – illeszkedve a hatályos monetáris politikai keretrendszerhez – az MNB a preferenciális betéttel kívánja lekötöni (sterilizálni), melynek keretében az arra jogosult hitelintézetek alapkamaton helyezhetik el a betétet a jegybanknál.

Az NKP célja, valamint annak feltételrendszere és működése nagyban támaszkodik az Európai Központi Bank (EKB) vállalatikötvény-vásárlási programjára (CSPP). Az EKB a CSPP keretében 2016 júniusa és 2018 decembere között eurozónabeli vállalatok által kibocsátott kötvényeket vásárolt, amivel hozzájárult a monetáris transzmisszió hatékonyságának javulásához. Az EKB a jövőben nem növeli a megvásárolt állomány szintjét, de a tőketörlesztésekből származó összeget felhasználja annak fenntartására.

A Magyar Nemzeti Bank Növekedési Kötvényprogramjának főbb feltételei	
Keretösszeg	300 Mrd Ft (GDP 0,7 százaléka)
A vásárlások kezdete	2019. július 1.
A vásárolt kötvények kibocsátói	hazai székhellyel rendelkező nem pénzügyi vállalatok
A vásárolt kötvények devizaneme	forint
A vásárolt kötvények eredeti futamideje	legalább 3 év, legfeljebb 10 év
A vásárolt kötvények hitelminősítése	legalább B+
Az MNB vásárlásának aránya egy kötvénysorozatból	legfeljebb 70%
Az MNB maximális kitettsége egy vállalatcsoporttal szemben	20 Mrd Ft
Egy kibocsátás minimális volumene	1 Mrd Ft
A vásárlásokból eredő többletlikviditás semlegesítése	a preferenciális betéttel

1. A vállalatikötvény-piac szerepe a gazdaságban

A vállalatok¹ számára a kötvénypiacon történő forrásbevonás a bankhitel felvétele melletti alternatív finanszírozási lehetőség. A vállalatok többféle forrást használnak a hosszútávú beruházásaik és mindennapi üzleti tevékenységük finanszírozására: a finanszírozás saját tőke mellett történhet idegen forrás igénybevételével, azaz bankhitelből vagy a kötvény-, illetve részvénytőzsiacról való forrásbevonással is.

A vállalati kötvény hitelviszonyt megtestesítő értékpapír. A kibocsátott kötvény megvásárlói lényegében hitelt nyújtanak a vállalatnak, amely a futamidő végéig meghatározott időközönként – jellemzően fix – kamatot fizet az értékpapír tulajdonosainak, a kölcsönvett forrás visszafizetése pedig leggyakrabban a lejáratkor, egy összegben történik. A vállalatoknak széleskörű lehetőségeik vannak a kibocsátásra kerülő kötvények egyes jellemzőinek megválasztását illetően, ideértve a futamidőt, a devizanem és a kamatozás módját. A kötvények megvásárlásával a befektetők közvetlenül finanszírozzák a vállalatok működését, ugyanakkor a részvényekkel szemben tulajdoni-, illetve szavazati joghoz nem jutnak az adott vállalatban és a nyereségből származó osztalékból sem részesednek. Kizárólag egy előre meghatározott futamidőre történő hitelnyújtásra kerül sor, ezért a vállalati kötvényeket jellemzően a részvényesekétől alacsonyabb kockázatvállalási hajlandósággal rendelkező gazdasági szereplők vásárolják.

A vállalatikötvény-piac versenyt támaszthat a bankhitelekkel szemben². A vállalatok diverzifikált forrásbevonása egészséges versenyt idézhet elő a bankhitelek és a kötvénypiaci források között, aminek eredményeképp a vállalatok forrásszerzési költsége mérséklődhet. A kötvény bizonyos szempontból rugalmasabb finanszírozási forma, mivel a bankhiteltől eltérően a legtöbb esetben nincs szűken értelmezett hitelcélhoz kötve a felhasználása. A vállalati kötvények jellemzően fedezetlenek, vagyis a vállalat a tipikus bankhitellel szemben nem nyújt biztosítékot a kölcsönvett összegre, hanem vagyonával felel érte. Míg a vállalati hitelek átlagos futamideje relatíve rövid és a kamatozás gyakran változó, addig a kötvénypiacon jellemzően hosszabb távú, így akár 5-10 évre fixált kamatozású értékpapírokat bocsátanak ki a vállalatok.

A fejlett vállalatikötvény-piac növeli a monetáris politika transzmissziójának hatékonyságát. Ha a gazdasági szereplők a bankhitelek mellett más csatornára is képesek támaszkodni, akkor a jegybanki kamatdöntések hatékonyabban tudják befolyásolni a vállalatok finanszírozási költségének alakulását és azon keresztül az árstabilitási cél elérését és fenntartását. Emellett a kiépült vállalatikötvény-piac egy esetleges válság esetén nemcsak a piac önálló talpraállását segítheti, hanem a jegybank számára is lehetőséget teremt, hogy közvetlenül, hatékonyan támogassa a vállalatok forrásbevonását, ezáltal a monetáris politika hatékonysága kevésbé függjön a banki közvetítéstől.

A kötvénypiacon a vállalatokat nem egyetlen intézmény, hanem egyszerre több befektető finanszírozza, ami pénzügyi stabilitási szempontból is kedvező³. A kötvények esetében a vállalatokat a hitelekhez kapcsolódó monitoring tevékenységet is magában foglaló banki közvetítés nélkül, közvetlenül finanszírozzák a befektetők. Ezek elsősorban intézményi befektetők (alapkezelők, nyugdíjpénztárok, biztosítók) és bankok lehetnek, de megjelenhetnek köztük akár a háztartások vagy más vállalkozások is. Minél szélesebb körű befektetői bázis vesz részt a kötvénypiacon és minél likvidebb a piac, annál alacsonyabb forrásköltség mellett finanszírozhatják magukat a vállalkozások. A bankhitelek esetében a vállalathoz kapcsolódó kockázat jellemzően egy intézménynél, koncentráltan jelentkezik (ez alól kivételt képeznek a konzorciális hitelek), ezzel szemben a kötvénypiaci finanszírozás esetében a kockázat megoszlik a befektetők között.

¹ Bár a pénzügyi vállalatok esetében a kötvényen keresztüli forrásbevonás elterjedtebb finanszírozási forma, jelen tanulmányban csak a reálgazdaság szempontjából meghatározóbb, nem pénzügyi vállalatok kötvénypiacával foglalkozunk. Vállalat alatt a továbbiakban a nem pénzügyi vállalatokat értjük abban az esetben is, ha az nincs külön feltüntetve.

² Lásd pl.: International Capital Market Association (ICMA): Economic Importance of The Corporate Bond Markets (2013).

³ Lásd pl.: The Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions: The Development of Corporate Bond Markets in Emerging Market Countries (2002).

A fejlett vállalatikötvény-piacnak nemcsak normál gazdasági időszakban, hanem egy esetleges válságidőszakban is számos kedvező hatása lehet a gazdaságra. Egy több pilléren nyugvó, a bankrendszer mellett fejlett vállalatikötvény-piacot is magában foglaló pénzügyi rendszer jobb sokkellenállóképeséggel bír. Több esetben megfigyelhető, hogy a fel-törekvő országokban recesszió idején a vállalatikötvény-kibocsátások emelkednek. Ennek volt tipikus példája több ázsiai ország az 1997-98-as válság idején, ahol a hitelezés visszaesése a kötvénykibocsátások gyors és jelentős bővülését vonta maga után⁴. A bankok hitelezési hajlandóságának visszaesésével párhuzamosan a gazdasági szereplők a kötvénypiacon közvetlenül kezdték finanszírozni a vállalati szektort, segítve ezzel a válságból való kilábalást. A 2008-ban induló válságot követően közel azonos kép rajzolódott ki egyes fejlett, európai uniós kötvénypiacokon is: míg a nem pénzügyi vállalatok nettó hiteltörlesztői pozícióba kerültek 2009-ben, addig a kötvénypiacról bevont források érdemben meghaladták a válság előtti években tapasztalt szintet.

Egy gazdasági válság hatását egy likvid kötvénypiac tompíthatja és a kilábalás időtartamát rövidítheti⁵. Az alternatív finanszírozási lehetőségek szerepe kulcsfontosságú lehet olyan helyzetekben, amikor a bankszektor hitelkínálati korlátok miatt nem biztosít elegendő forrást a vállalati beruházásokhoz. Válság esetén a hitelcsatorna gyors befagyása a vállalati beruházások visszaesésén keresztül a gazdasági aktivitást hirtelen visszavetheti, ilyenkor azonban a kötvénypiac segítségül szolgálhat, mivel egyes vállalatok a bankszektor közreműködése nélkül is képesek lehetnek a forrásbevonásra.

A fejlettebb tőkepiacokon nemcsak egy, hanem több vállalattal szembeni követelést megtestesítő értékpapírok is megjelenhetnek. Hitelviszonyt megtestesítő értékpapír nemcsak egy vállalat adósságához kapcsolódóan jöhet létre, hanem több vállalattal szemben fennálló követelések is – elsősorban vállalati hitelek – forgalomképes értékpapírrá alakíthatók. Az értékpapírosítás a bankok számára kedvező lehetőséget teremt, ugyanis annak révén egyes hitelportfóliók egyszerűen leválaszthatók és átadhatók más bankok, illetve befektetők számára, ami akár normál gazdasági körülmények között, akár egy válság során hasznos eszköznek bizonyulhat.

⁴ Lásd pl.: IMF Working Paper: The Development of Local Capital Markets: Rationale and Challenges – Luc Laeven (2014).

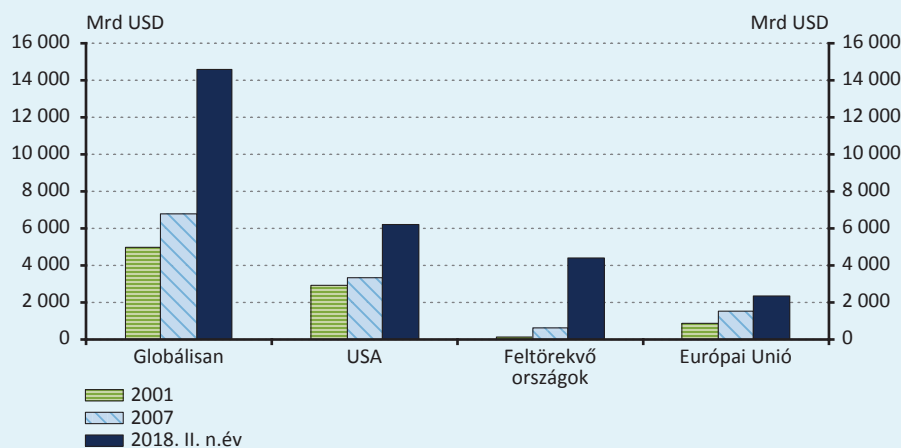
⁵ Lásd pl: The Role of a Corporate Bond Market in an Economy – and in Avoiding Crisis, Nils H. Hakansson (1998).

2. A vállalatikötvény-piac nemzetközi összehasonlításban

2.1. A NEM PÉNZÜGYI VÁLLALATOK KÖTVÉNYÁLLOMÁNYA GLOBÁLISAN

A globális pénzügyi válság kitörését követően a vállalatikötvény-piac szerepe mind a fejlett, mind a feltörekvő országokban érdemben felértékelődött (1. ábra). A 2000-es években a válság kitöréséig globálisan a nem pénzügyi vállalatok kötvényállománya évente átlagosan 260 milliárd dollárral bővült. 2009-ben, a válság kitörését követő évben azonban már több mint háromszor akkora volt a vállalatok nettó kötvénykibocsátása és az ezt követő 10 évben is évente 800 milliárd dollár körül alakult. A vállalatikötvény-piac szerepének növekedése mind az egyik legfejlettebb pénzügyi intézményrendszerrel rendelkező USA-ban, mind a feltörekvő piacokon látványos volt. 2018 második negyedévének végére a nem pénzügyi vállalatok kötvényállománya elérte a 14000 milliárd dollárt, ami historikus csúcshoz számított. A kötvényt kibocsátó vállalatok száma is érdemben bővült: a fejlett piacokon az elmúlt 10 évben megduplázódott a kibocsátó vállalatok száma, miközben a feltörekvő piacokon közel hatszorosára emelkedett. 2016-ban a feltörekvő piacokon már több nem pénzügyi vállalat volt beforrva a kötvénypiacról mint a fejlett országokban.⁶

1. ábra
A nem pénzügyi vállalatok kötvényállománya



Forrás: BIS.

⁶ Corporate Bond Markets in a Time of Unconventional Monetary Policy (2019) – OECD Capital Market Series.

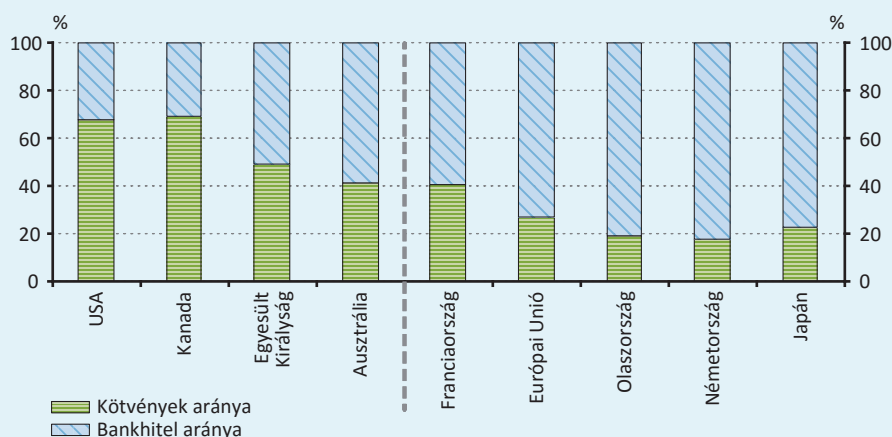
2.2. A VÁLLALATIKÖTVÉNY-PIAC AZ USA-BAN ÉS AZ ANGOLSZÁSZ ORSZÁGOKBAN

Az angolszász országokban a tőkepiac fejlettsége miatt a kötvények nagyobb szerepet játszanak a vállalatok finanszírozásában, mint az EU-ban. A pénzügyi rendszer sajátosságai nagyban befolyásolják a vállalatok kötvénypiaci jelenlétének mértékét: miközben az angolszász országokban jellemzően a tőkepiaci forrásbevonás, addig a kontinentális európai országokban a banki hitel a domináns. Az Egyesült Államokban hosszú múltra tekint vissza a közvetlen finanszírozás a vállalatok idegen forráshoz jutásában, így a kötvénypiac is jóval nagyobb. A kötvénykibocsátás – elsősorban az intézményi adottságok miatt – szélesebb körben ismert lehetőség, megszokott forrásbevonási mód, amelyhez egyszerűbb folyamatok társulnak és ennek megfelelően a kibocsátással járó költségek is alacsonyabbak. Az USA-ban a kötvények aránya közel 70 százalékot tesz ki a nem-pénzügyi vállalatok adósság-típusú finanszírozásán belül, míg az EU-ban és az azon belül az eurozónában fordított az arány (2. ábra).

2. ábra

A nem pénzügyi vállalatok adósság-jellegű finanszírozásának megoszlása

(2018. II. negyedév)



Forrás: BIS, Eurostat.

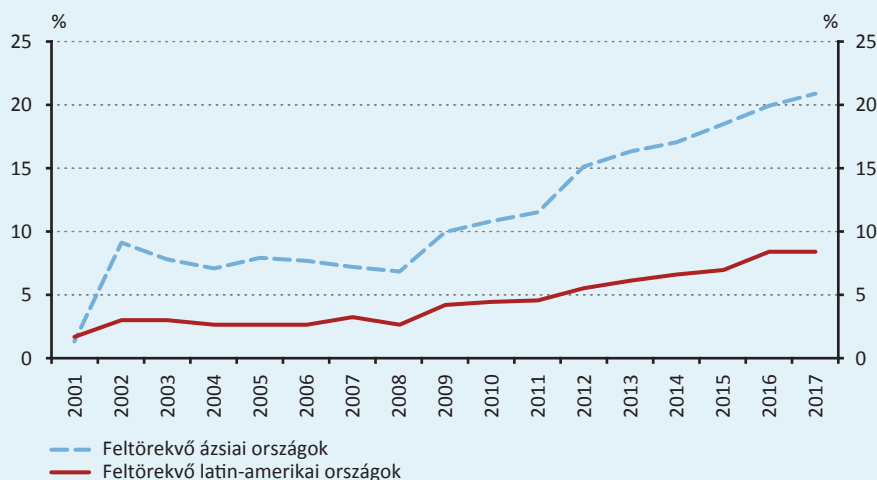
Az Egyesült Államokban a nem pénzügyi vállalatok kötvényállománya 2018 második negyedévének végén meghaladta a 6000 milliárd dollárt, ami a GDP több mint 30 százalékának felel meg. A válság előtti években az USA-ban fokozatosan mérséklődött a nem pénzügyi vállalatok GDP arányos kötvényállománya, 2008-at követően azonban stabil növekedésnek indult és 2018 közepére a korábbi 23 százalékról a GDP 30 százalékát meghaladó szintre emelkedett. Kanadában – az USA-hoz hasonlóan – szintén dinamikus bővülés volt megfigyelhető: az állomány a GDP 15 százalékáról már a válságot követő évben 20 százalék fölé emelkedett, 2018-ban pedig már a GDP 28 százaléka körül alakult.

2.3. A VÁLLALATIKÖTVÉNY-PIAC A FELTÖREKVŐ ÁZSIAI- ÉS LATIN-AMERIKAI ORSZÁGOKBAN

A vállalatikötvény-állomány a feltörekvő ázsiai és a latin-amerikai országokban is emelkedett az elmúlt 10 évben (3. ábra). A feltörekvő ázsiai országok vállalatikötvény-állománya a válság utáni időszakban jelentősen emelkedett, aminek hátterében elsősorban a kínai vállalatok kötvénykibocsátása állt: a kínai vállalatok válság előtti GDP-arányosan 3-4 százalékos kötvényállománya 2017-re már meghaladta a GDP 23 százalékát, de Kína mellett a régióban jelentős piaccal rendelkezik Dél-Korea, Malajzia és Szingapúr is. A latin-amerikai országoknál is stabil emelkedés volt megfigyelhető a válság utáni években, aminek következtében a kontinens vállalatikötvény-állománya 2016-ra megközelítette a GDP 10 százalékát. A bővülés többek között a jelentős piaccal rendelkező Brazíliának és Mexikónak volt köszönhető, ugyanakkor jelentősen nőtt a chilei vállalatikötvény-piac is. Emellett a feltörekvő piacok között figyelemre méltó még Oroszország, ahol a válság után megkétszereződött a vállalatikötvény-állomány GDP-arányos értéke, így az a legfrissebb adatok szerint már meghaladja a GDP 12 százalékát.

3. ábra

A feltörekvő ázsiai és latin-amerikai országok GDP-arányos vállalatikötvény-állománya



Megjegyzés: Egyes országok esetében csak a belső piacra álltak rendelkezésre adatok.

Forrás: BIS, IMF.

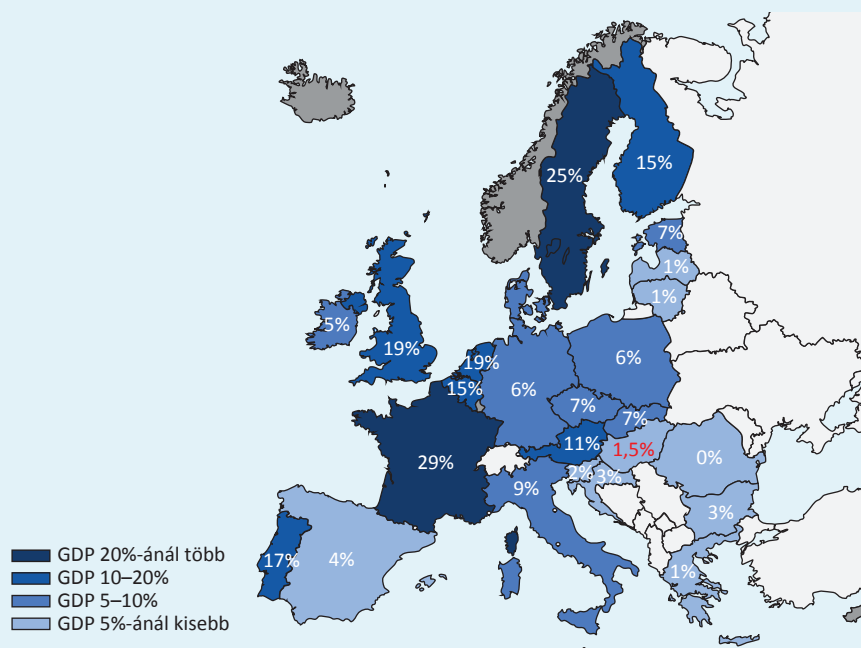
2.4. A VÁLLALATIKÖTVÉNY-PIAC AZ EURÓPAI UNIÓBAN

A vállalatikötvény-piac mérete az Európai Unió országai között jelentősen eltér (4. ábra). 2018 második negyedének végén az Unió nem pénzügyi vállalatainak kötvényállománya meghaladta a 2000 milliárd eurót, ami a GDP mintegy 13 százalékát jelenti. Ugyanakkor a tagállamok között jelentős eltérések figyelhetők meg, jellemzően a fejlettebb gazdaságok vállalatai használják forrásbevonásra a kötvénypiacot. A vállalati kötvények állománya Franciaországban kiemelkedően a legmagasabb, ahol a GDP közel 30 százalékát éri el, amelyet Svédország, Hollandia és az Egyesült Királyság követ, GDP-arányosan 20 százalék körüli állománnyal. A kelet-közép-európai országokban a vállalatok kötvénypiacról bevont forrásai nem érik el a GDP 10 százalékát.

4. ábra

A nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos kötvényállománya az Európai Unióban

(2018. II. negyedév)



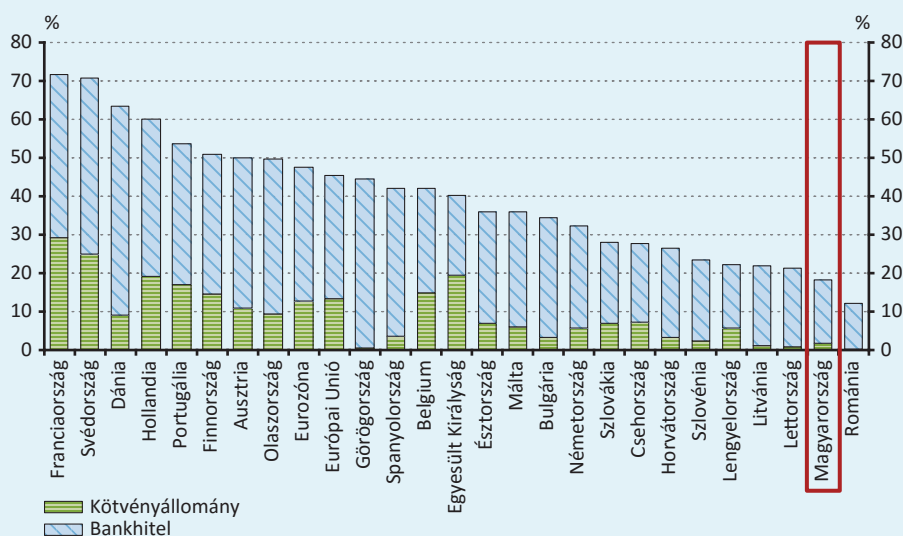
Forrás: Eurostat.

Az Európai Unió belül a kevésbé fejlett országok esetén nemcsak a kötvényállomány, de a teljes vállalati eladósodottság is alacsonyabb (5. ábra). Míg egyes fejlettebb nyugati országok esetén a vállalati eladósodottság, vagyis a bankhitel és kötvény formájában bevont finanszírozás állománya elérheti a GDP akár 70 százalékát is, addig a kevésbé fejlett országok esetén ez az érték jellemzően a GDP 30 százaléka alatt van. Az utóbbi országok, köztük Magyarország esetében a sikeres felzárkózás, a reálgazdasági konvergencia egyik elengedhetetlen feltétele a pénzügyi konvergencia, melynek keretében a bankszektor és a tőkepiac mélysége növekszik. A vállalati eladósodottság, illetve a finanszírozást igénybe vevő vállalatok körének bővülésére Magyarországon még van tér, ugyanakkor fontos, hogy ezek a piacok biztosítsák is a szükséges forrásellátottságot.

5. ábra

A nem pénzügyi vállalatok kötvény- és bankhitel állománya a GDP arányában

(2018. II. negyedév)



Megjegyzés: Luxemburg, Írország és Ciprus a pénzügyi rendszer sajátossága miatt nem szerepel az ábrán.

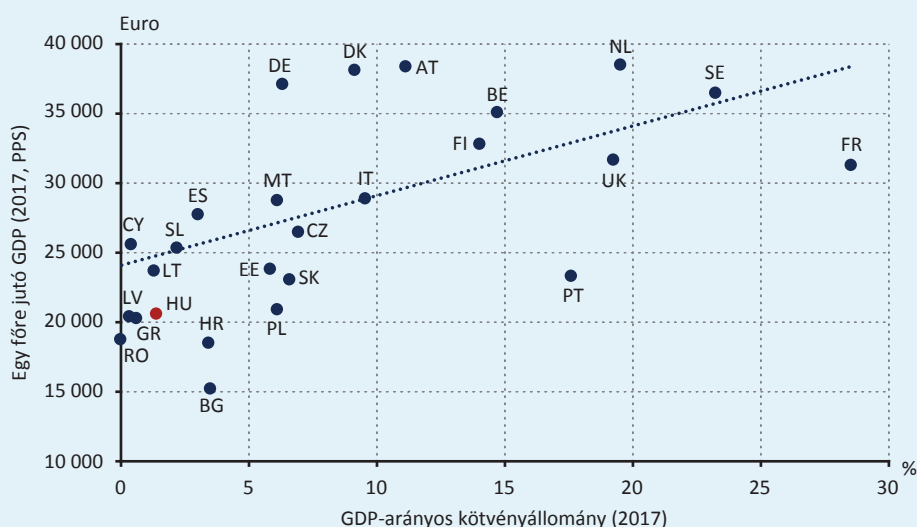
Forrás: Eurostat, EKB.

A pénzügyi konvergencia megvalósulásához nemcsak a bankrendszer, de a vállalatikötvény-piac mélyülésére is szükség van. Magyarországon a bankrendszer hitelezésen keresztüli támogató hozzájárulása különösen lényeges, mivel a finanszírozás alapvetően bankközpontú, ugyanakkor a felzárkózáshoz az egyéb finanszírozási formák hozzájárulására is szükséges. A gazdasági fejlettség és a nem pénzügyi vállalatok GDP-arányos kötvényállománya között pozitív kapcsolat van (6. ábra), az Európai Unió fejlettebb országaiban nemcsak a teljes eladósodottság, de a vállalatok kötvénypiacról bevont forrásainak volumene is érdemben meghaladja a kevésbé fejlett országokét. A magasabb egy főre eső GDP-vel rendelkező államokban sok esetben fontos szerepet játszik a tőkepiac, amely segíti a vállalatok magasabb finanszírozási igényének a szélesebb befektetői bázissal való találkozását.

6. ábra

A nem pénzügyi vállalatok kötvényállománya és az egy főre eső GDP

(2017)



Forrás: Eurostat.

2.4.1. Az eurozóna vállalatikötvény-piaca

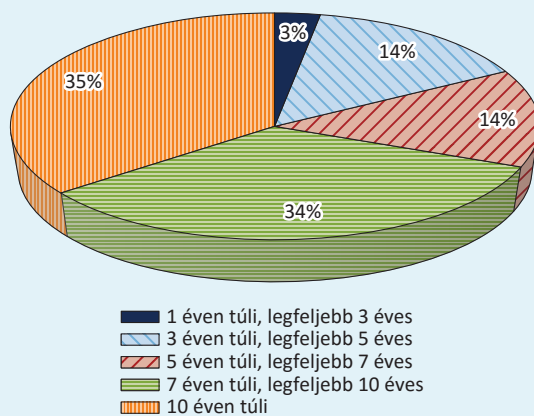
Az Európai Unió vállalatikötvény-állományának 70 százaléka az eurozónához köthető. Az 1400 milliárd eurós állomány az Unió egészéhez hasonlóan a GDP 13 százalékát teszi ki, ami a vállalatok adósság-típusú forrásainak mintegy negyedét adja. Az eurozónában kiemelkedő a francia vállalatok kötvényállománya, ami 2018. második negyedév végén megközelítette a GDP 30 százalékát. A francia vállalatok magas kötvényállománya leginkább a kötvénypiacon is aktív állami vállalatokhoz kötődik. Ezt követi a válság óta látványos növekedésen keresztülment és sok német vállalatot is vonzó holland, valamint a portugál vállalatikötvény-piac, míg a sort a szinte teljes egészében a bankrendszerre támaszkodó Görögország, Lettország és Litvánia zárja, ahol a kötvényállomány GDP-arányosan nem éri el a 2 százalékot.

A nem-pénzügyi vállalatok kötvényeinek mintegy 70 százaléka 7 éven túli futamidejű (7. ábra). A vállalati kötvény tipikusan hosszú távú finanszírozási forma, mindez tükröződik az eurozóna kötvényállományában is: míg a legfeljebb 3 éves futamidejű kötvények állománya a teljes állomány mindössze 3 százalékát teszi ki, addig az 5 éven túli 83 százalékot. A 10 éven túli kötvények aránya 35 százalék, amivel a legnagyobb arányt képviseli az állományon belül.

A kibocsátások 70 százaléka euróban történik. Az eurozóna vállalatai tevékenységükhöz legnagyobb részben, mintegy 70 százalékban euróban vonnak be forrást kötvényen keresztül. A kibocsátott kötvények negyede dollár-alapú, 5 százaléka pedig angol fontban áll fenn.

7. ábra
A vállalati kötvények eredeti futamidő szerinti megoszlása

(2018. II. negyedév)

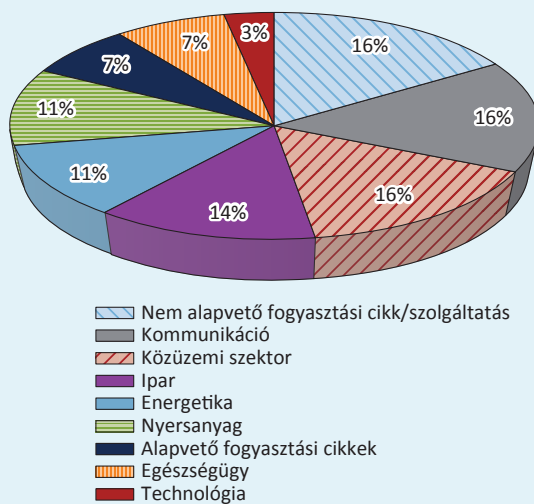


Forrás: Bloomberg.

A kötvénypiacon az ágazatok széles körébe tartozó vállalatok megjelennek (8. ábra). Az eurozóna vállalatikötvény-piacán legnagyobb arányban a tartós termékeket gyártó, a kommunikáció, valamint a közüzemi szektorban tevékenykedő vállalatok vannak jelen, amelyek a teljes piac egyenként 16-16 százalékát fedik le. Ezt követi az ipari- energetikai- és nyersanyag szektor, amelyek szintén 10 százalék feletti részesedéssel rendelkeznek, a legkisebb arányt pedig a technológiai szektor képviseli.

8. ábra
A vállalati kötvények ágazati megoszlása

(2018. II. negyedév)



Megjegyzés: a Bloombergen található szektorbontás alapján.

Forrás: Bloomberg.

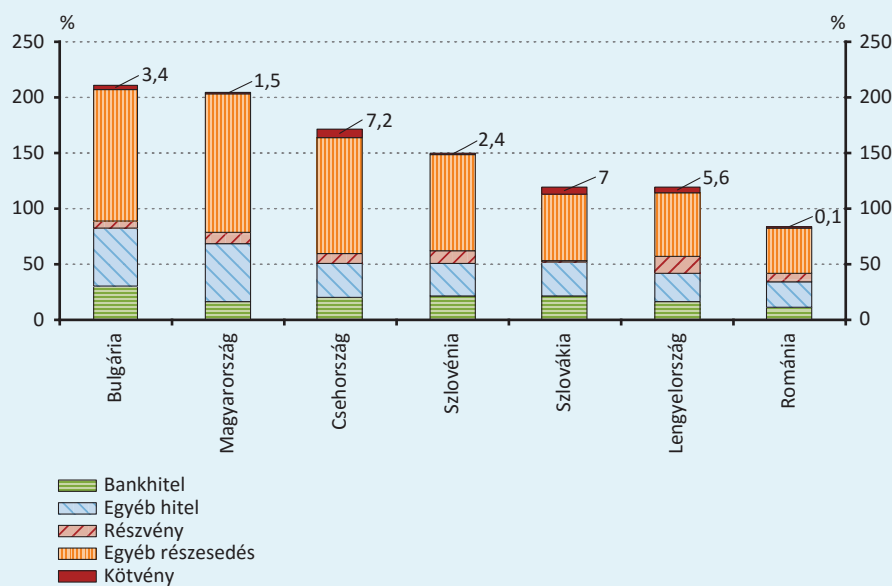
2.4.2. A kelet-közép-európai régió kötvénypiac

A kelet-közép-európai régióban a válságot követő években nőtt a kötvényállomány, de az továbbra sem éri el az egyes fejlettebb európai országokban jellemző szintet. A nem eurót használó kelet-közép-európai országok között Csehországban és Lengyelországban a legmagasabb a GDP-arányos vállalatikötvény-állomány, amely mindkét országban meghaladja a GDP 5 százalékát. Ugyanakkor a cseh és lengyel kötvénypiac GDP-arányos volumene is érdemben elmarad az eurozóna átlagától. A környező országok közül Magyarország rendelkezik az egyik legkisebb vállalatikötvény-piaccal, amely 2018 harmadik negyedévének végén a GDP 1,5 százalékát tette ki (9. ábra).

9. ábra

A régiós országok nem pénzügyi vállalatainak forrásai a GDP arányában

(2018. II. negyedév)



Forrás: Eurostat.

A cseh és a lengyel vállalati kötvénypiac mérete hasonló, ugyanakkor jelentős eltérések figyelhetők meg a két piac között (1. táblázat). Míg Csehországban többnyire fix kamatozású vállalati kötvények jellemzik a piacot, addig Lengyelországban – a hitelezéshez hasonlóan – többségében változó kamatozású értékpapírok kerülnek kibocsátásra. Emellett nagy eltérés mutatkozik a két ország kötvényeinek devizaarányában is: míg Csehországban a kötvénypiac háromnegyede euro alapú, addig Lengyelországban a teljes állomány nagy része zloty-ban és csak valamivel több mint 10 százaléka került euróban kibocsátásra. A kötvények felárában kisebb mértékű eltérés mutatkozik a két ország között: a fix kamatozású kötvények felárai 250-300 bázispont, míg a változó kamatozású kötvények 200-250 bázispont körül alakulnak. A kötvénykibocsátások átlagos mérete között is érdemi különbség látható: a lengyel vállalatok átlagos kibocsátása 17 millió euro körül van, miközben Csehországban meghaladja a 150 millió eurót.

1. táblázat

Csehország és Lengyelország vállalati kötvénypiac

(2018. II. negyedév)

	Csehország	Lengyelország
A vállalatikötvény-piac mérete (a GDP arányában)	14,3 Mrd EUR (7,2%)	26,6 Mrd EUR (5,6%)
Kötvények száma	58 darab	217 darab
Kibocsátó vállalatok száma	24 darab	73 darab
Kibocsátás átlagos mérete	155 millió euro	17 millió euro
Fix kamatozású aránya	63%	10%
EUR alapú aránya	75%	13%
Fix kamatozású átlagfelár	280 bp	300 bp
Változó kamatozású átlagfelár	240 bp	260 bp

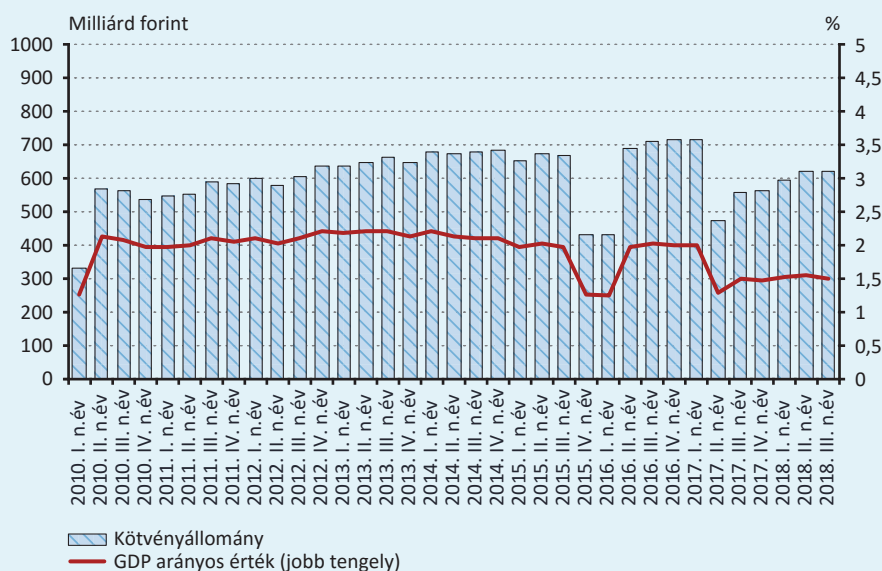
Megjegyzés: a piacok méretének forrása az Eurostat, a többi információé pedig a Bloomberg. A Bloombergen csak a kötvények korlátozott körére vonatkozóan érhetők el adatok, ez azonban a főbb megállapításokat nem befolyásolja. A saját devizában kibocsátott értékpapírok esetében a felár az állampapírpiazi hozamokhoz, míg az euróban kibocsátott értékpapírok esetében az EUR-swapgörbéhez képest értendő.

Forrás: Eurostat, Bloomberg.

A magyar nem pénzügyi vállalatok kötvényállománya 2018 harmadik negyedévében 620 milliárd forint (1,9 milliárd euró) volt. Az elmúlt években a vállalatikötvény-állomány folyamatosan 600 milliárd forint körül alakult, jóllehet, 2015-ben és 2017-ben is bekövetkezett egy-egy 200 milliárd forint körüli csökkenés. Az elmúlt negyedévekben enyhe emelkedés volt megfigyelhető, így 2018 harmadik negyedévének végére az állomány ismét kismértékben meghaladta a 600 milliárd forintot (10. ábra). Ezzel azonban a GDP 1,5 százalékának megfelelő magyar vállalatikötvény-piac mérete még mindig jóval elmarad a környező országokban tapasztalt értékektől.

10. ábra

A magyar nem pénzügyi vállalatok kötvényállományának alakulása



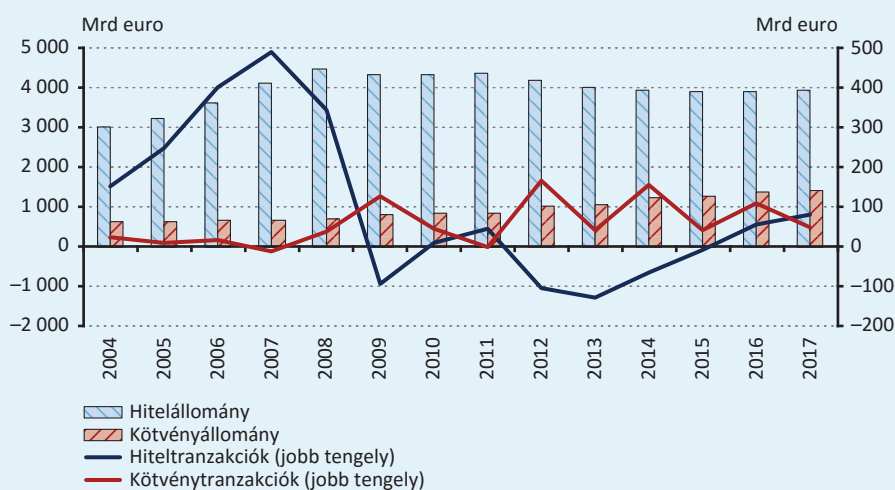
Forrás: MNB.

A magyar vállalatok kötvényállományának körülbelül fele került belföldön kibocsátásra. Az állomány körülbelül fele külföldön euróban, másik fele belföldön forintban áll fenn. A Magyarországon kibocsátott kötvények közül a tőzsdére bevezetett állomány 2018 végén mindössze 21 milliárd forintot tett ki, ami a teljes kötvényállomány 3 százaléka. Az aktívabb tőzsdei jelenlét Magyarországon is hatékonyabbá tehetné a forrásallokációt: elősegítené a kötvények iránti szélesebb befektetői kör elérését és ezáltal a vállalatok tőkepiaci forrásköltsége is mérséklődhetne.

3. A vállalatikötvény-piac szerepe a válság alatt

Az eurozónában a válság kitörését követően a bankhitelek állományát leépülés jellemezte, miközben a vállalatikötvény-állomány fokozatosan emelkedett (11. ábra). A válság előtti években az eurozóna országaiban számottevően emelkedett a vállalathitel-állomány, a bővülés tranzakciós alapon tartósan meghaladta az évi 10 százalékos ütemet és egyes szegmensekben túlfűtött hitelezés valósult meg. 2007-ben, a válságot megelőző utolsó évben a vállalati nettó hitelfelvétel már elérte a GDP közel 8 százalékát, a mediterrán országokban pedig még ezt is meghaladta a bővülés mértéke. A válság hatására azonban jelentős alkalmazkodás ment végbe: a vállalatok banki hitelfelvétele érdemben visszaesett, amivel párhuzamosan a kötvénypiacról bevont források volumene emelkedett. A hitelállomány – elsősorban a spanyol és olasz bankrendszer jelentős mérlegleépítése következtében – csökkenni kezdett, miközben a vállalatok a kötvénypiacról évente akár 100 milliárd eurót is meghaladó mértékben vontak be forrást, szemben a válságot megelőző évekre jellemző inkább 20 milliárd euro alatti értékkel. Az utóbbi 10 évben a francia és az olasz vállalatok kötvényállományának GDP-arányos értéke megkétszereződött.

11. ábra
Az eurozóna nem pénzügyi vállalatainak forrásbevonása

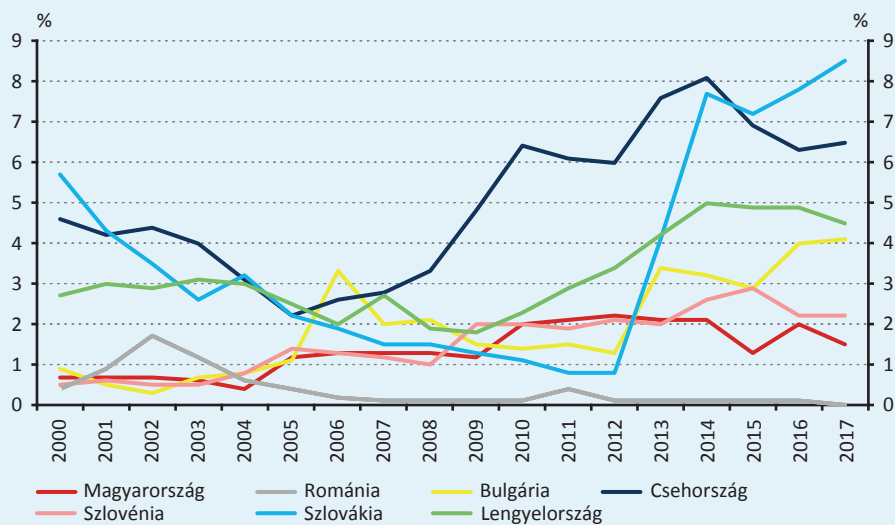


Forrás: Eurostat.

A régiós országok közül Csehországban és Lengyelországban a válság kitörésétől 2014-ig emelkedett a vállalatok kötvényállománya (12. ábra). A környező országokban, a Szlovákia után második és harmadik legnagyobb vállalatikötvény-piaccaal rendelkező Csehországban és Lengyelországban a 2008-as válságot követően stabil emelkedés volt megfigyelhető. 2014 óta azonban a cseh és a lengyel piac nem növekedett tovább: Lengyelországban az elmúlt években a GDP 5 százaléka körül, míg Csehországban 7 százaléka körül alakult a vállalatikötvény-állomány. A magyar vállalatikötvény-piac likviditása a válság utáni években nem javult érdemben, és 2013-tól a jegybank figyelme is elsőként a finanszírozásban legnagyobb szerepet betöltő banki hitelcsatorna helyreállítására irányult.

12. ábra

A környező országok nem pénzügyi vállalatainak GDP-arányos kötvényállománya



Megjegyzés: Szlovákia esetében a 2013-2014-es megugrás egyedi tételekhez köthető.

Forrás: Eurostat.

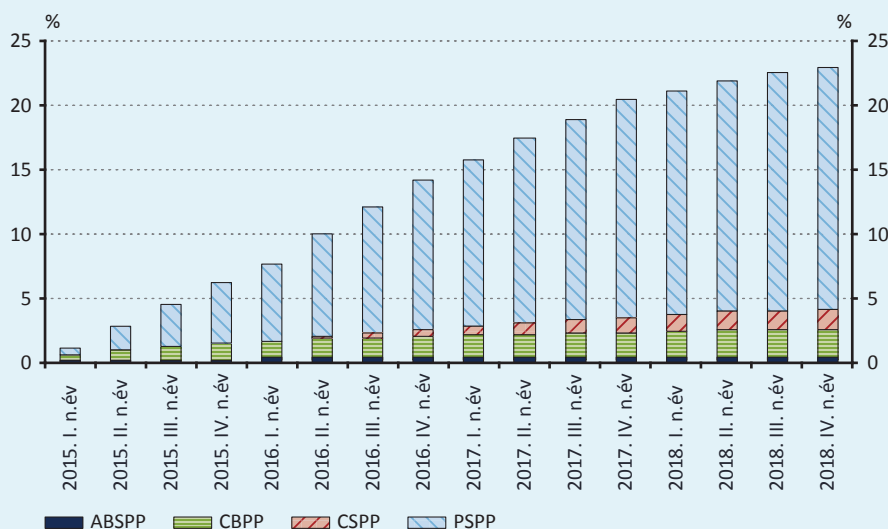
4. Jegybanki vállalatikötvény-vásárlási programok

2016-ban mind az Európai Központi Bank (EKB), mind a brit jegybank (Bank of England, BoE) az addigi nemkonvencionális monetáris politikai eszköztárát kibővítve vállalatikötvény-vásárlási program indításáról döntött. A két jegybank alapvetően hasonló céllal és hasonló keretek között kezdte meg a vásárlásokat, ugyanakkor a programok eltérő jegyeket is mutattak.

4.1. AZ EKB VÁLLALATIKÖTVÉNY-VÁSÁRLÁSI PROGRAMJA

Az EKB 2016 márciusában jelentette be, hogy az addigi eszközvásárlási programját kiterjeszti nem-banki vállalatok által kibocsátott kötvények vásárlására is. A vállalati szektort érintő vásárlási program (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP) keretében 2016 júniusától kezdődően hajtotta végre a vásárlásokat az EKB nevében hat nemzeti jegybank, csak befektetésre ajánlott minőségű, az euroövezetben bejegyzett vállalatok értékpapírjainak vásárlásával. A program feltételei között rögzítették, hogy egy kötvénysorozatnak legfeljebb 70 százalékát vásárolja meg az EKB, a kötvények hátralévő futamideje 6 hónap és 30 év között lehetett.

13. ábra
Az EKB eszközvásárlási programjainak GDP-arányos volumene



Megjegyzés: ABSPP: eszközfedezetű értékpapír-vásárlási program; CBPP: fedezettkötvény-vásárlási program; CSPP: vállalati szektort érintő vásárlási program; PSPP: a közszektor eszközeinek másodlagos piacon történő megvásárlására irányuló program.

Forrás: EKB.

A vállalati kötvényvásárlás célja elsősorban a további monetáris politikai lazítás és a vállalatok finanszírozási költségének csökkentése volt (2. táblázat). A vállalatikötvény-vásárlásokkal az EKB elsődleges célja a reálgazdaság finanszírozási kondícióinak enyhítése volt. A vállalatikötvény-vásárlásokkal további monetáris lazítást kívánt elérni, ami segíti az inflációs cél fenntartható módon való elérését. Továbbá az EKB kommunikációjában kiemelte, hogy a vállalati kötvényvásárlási program előnyeit nem csak a nagyvállalatok élvezik, a kis- és középvállalatok számára is kedvező lehet, hiszen a bankok mérlegében nagyobb tér nyílik a finanszírozásukra, így csökkentve a kkv-k forrásszerzési költségét. Az EKB kiemelte, hogy a program kedvezően hat a beruházások és munkahelyteremtésen keresztül a gazdasági növekedésre is.

2. táblázat

Az EKB vállalatikötvény-vásárlási programja

	Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)
A program célja	Mennyiségi lazítás és a vállalatok finanszírozási költségeinek csökkentése
A program időtartama	2016. június - 2018. december
A vásárolható kötvények állománya	920 Mrd euro
A vásárolt mennyiség (a GDP arányában)	178 Mrd euro (1,6%)
A vásárolt mennyiség aránya	19%
A vásárolt kötvényeket kibocsátó vállalatok száma	274
A vásárolt kötvények devizaneme	Euro
A vásárolt kötvények hitelminősítése	Minimum BBB-
A vásárolt kötvények futamideje	Minimum 6 hónap, Maximum 30 év
Vásárlás az alábbi piaco(ko)n	Elsődleges és másodlagos piac

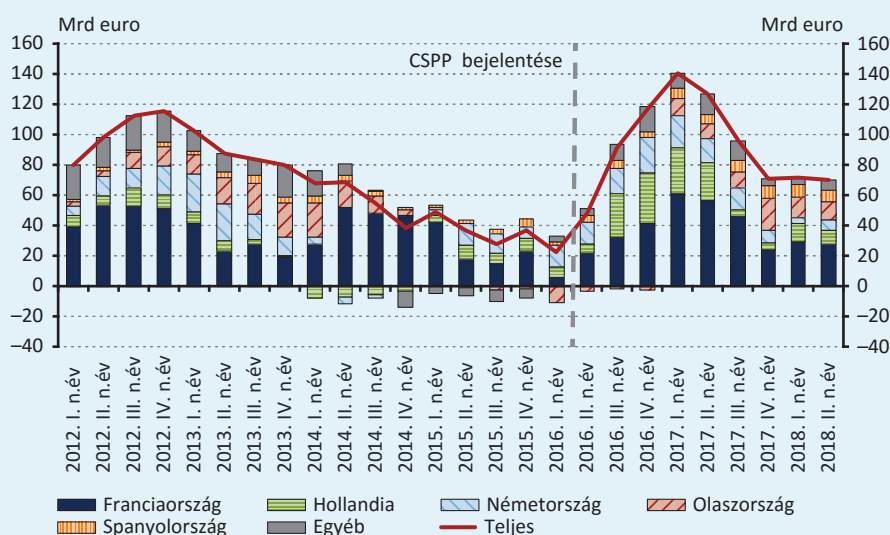
Forrás: EKB.

Az eurozónában székhellyel rendelkező nem pénzügyi vállalatok kötvénykibocsátása 2016 második felében már érdemben emelkedett, amiben kulcsszerepe volt az EKB időközben bejelentett vállalatikötvény-vásárlási programjának. 2012 után az eurozóna országaiban a vállalatikötvény-kibocsátások volumene fokozatosan mérséklődött, és a CSPP bejelentése előtti negyedévben – a korábbi 100 milliárd eurót meghaladó értékről – 22 milliárd euróra csökkent az éves kibocsátások értéke. A jegybanki bejelentést követően, a vállalatikötvény-vásárlások megkezdésével párhuzamosan jelentősen emelkedett a kibocsátási volumen, aminek háttérében leginkább a francia és a holland vállalatok kötvénykibocsátásai húzódtak meg, de emellett az olasz és a német vállalatok kötvénykibocsátásai is enyhén emelkedtek. Összességében elmondható, hogy az új kötvénykibocsátások koncentráltak maradtak az eurozónában, valamint 2017 második negyedéve után a kötvénykibocsátások szintje csökkenni kezdett. 2018-ban az éves kötvénykibocsátások volumene 70 milliárd euró körül alakult (14. ábra).

14. ábra

Az eurozóna nem pénzügyi vállalatainak kötvénykibocsátása

(éves)



Forrás: Eurostat.

A CSPP hatására a vállalatikötvény-kibocsátások volumene növekedett, a felárak pedig érdemben csökkentek. Bár a program indulása után a kibocsátott vállalati kötvények száma nem növekedett, de valamennyi futamidőn csökkent az újonnan kibocsátott kötvények felára, azaz olcsóbb finanszírozáshoz jutottak a vállalatok. A vállalatikötvény-felárak csökkenése nemcsak a programban megvásárolható értékpapírok esetében volt megfigyelhető, hanem a nem vásárolható papírok körében is érdemi mérséklődés történt 2016-ban (15. ábra). Jelentős különbség mutatkozik a futamidők között a fix kamatozású kötvények arányában. Míg a hároméves papírok alig harmada, addig az öt éves papírok kétharmada, és a tíz évesek több, mint 80%-a fix kuponnal került kibocsátásra. A CSPP indulása után kismértékű csökkenés történt a fix kamatozással kibocsátott papírok arányában, illetve a vizsgált időszakok között további változás, hogy kis mértékben növekedett a hosszabb papírok kibocsátásának aránya az összes új kötvényen belül.

3. táblázat

Az eurozóna vállalatikötvény-piacának főbb jellemzői

	2013-2015			2016-2018		
	3 év	5 év	10 év	3 év	5 év	10 év
A vállalatikötvény-piac mérete a GDP arányában	11,6%			12,8%		
Új kötvények száma	416	1467	535	243	1039	454
Kibocsátó vállalatok száma	143	762	270	100	602	292
Fix kamatozású aránya	36%	68%	89%	36%	64%	81%
Átlagfelár (bp)	60	107	87	35	104	71

Megjegyzés: a felárak az EUR swap-görbéhez képest számított értékek.

Forrás: Bloomberg, Eurostat.

15. ábra

Az eurozóna vállalatikötvény-felárainak alakulása



Forrás: Citi Research, EKB.

2018 decemberében az EKB lezárta a nettó értelemben vett vásárlásokat a CSPP keretében, a felépült állományát azonban továbbra is fenntartja. Az EKB 2018 júniusában az eszközvásárlási programjainak kétlépcsős kivezetéséről döntött, melynek értelmében csökkentették a havi vásárlások volumenét, valamint döntöttek a program 2018. végén történő leállításáról. 2018 decembere óta – a többi eszközvásárlási programjához hasonlóan – az EKB a CSPP keretében sem vásárol állománynövelési céllal további értékpapírokat. A lejárt kötvényekhez kapcsolódó tőketörlesztéseket azonban újrabefektetik, vagyis az addig felépült mintegy 178 milliárd eurós állományt továbbra is fenn kívánják tartani.

4.2. A BANK OF ENGLAND VÁLLALATIKÖTVÉNY-VÁSÁRLÁSI PROGRAMJA

A brit jegybank (Bank of England, BoE) 2016 szeptemberében indította el vállalatikötvény-vásárlási programját (Corporate Bond Purchase Scheme, CBPS), egy növekedést támogató és az infláció fenntartható módon való elérését segítő csomag részeként. A gazdaságösztönző csomag – melynek megszavazásában a Brexit referendum negatív hatásainak enyhítése is szerepet játszhatott – többek között az alapkamat csökkentését, a korábbi eszközvásárlások keretösszegének emelését és a CBPS elindítását is tartalmazta. A program keretében fontban denominált, az Egyesült Királyság gazdaságához hozzájáruló nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott kötvényeket vásároltak, 10 milliárd font keretösszeggel. A vásárlások időtartamát legfeljebb 18 hónapban határozták meg, a megvásárolt állomány azonban már 2017 áprilisára elérte ezt a volumet. Attól kezdődően már csak fenntartják az állományt, további állománynövelésre nem került sor.

A BoE a vállalatikötvény-vásárlásokkal a további monetáris politikai stimulus mellett a kamatfelárok csökkenését és a kibocsátások bővülését is el kívánta érni. A program bejelentésekor a BoE jelezte, hogy megítélése szerint a vállalati kötvények vásárlásának hatása erőteljesebb lehet monetáris politikai szempontból, mint a korábban már alkalmazott államkötvény-vásárlásoknak. Ennek okaként azt jelölték meg, hogy azok a gazdasági szereplők, amelyektől a jegybank vállalati kötvényeket vásárolja, nagyobb eséllyel fektethetik be újra a felszabaduló tőkét, mint azok, amelyektől a kevésbé kockázatos államkötvényeket vásárolják.

A CBPS hatására a vállalati kötvények felárai csökkentek és a fontban denominált kötvények állománya jelentősen emelkedett. A jegybanki részvétel a vállalatikötvény-piacon többek között a likviditási prémium csökkenését vonta maga után. Már a bejelentés napján 10 bázisponttal esett a fontban denominált, befektetésre ajánlott nem pénzügyi vállalatok kötvényeinek felára, az azt követő időszakban pedig további 10 bázisponttal mérséklődött. A vásárlásokat követően a fontban denominált kötvények felárai – a dollárkötvényekhez hasonlóan – stabilan 120-140 bázispont között alakultak.

4. táblázat

A Bank of England vállalatikötvény-vásárlási programja

A program célja	Mennyiségi lazítás, a vállalati finanszírozási költségek csökkentése és a kibocsátások ösztönzése
A program időtartama	2016. szeptember – 2017. április
A vásárolható kötvények állománya	133 Mrd font
A vásárolt mennyiség (a GDP arányában)	10 Mrd font (0,5%)
A vásárolt mennyiség aránya	8%
A vásárolt kötvényeket kibocsátó vállalatok száma	144
A vásárolt kötvények devizaneme	Font
A vásárolt kötvények hitelminősítése	Minimum BBB-
A vásárolt kötvények futamideje	Minimum 12 hónap
Vásárlás az alábbi piaco(ko)n	Másodlagos piac

Forrás: Bank of England.

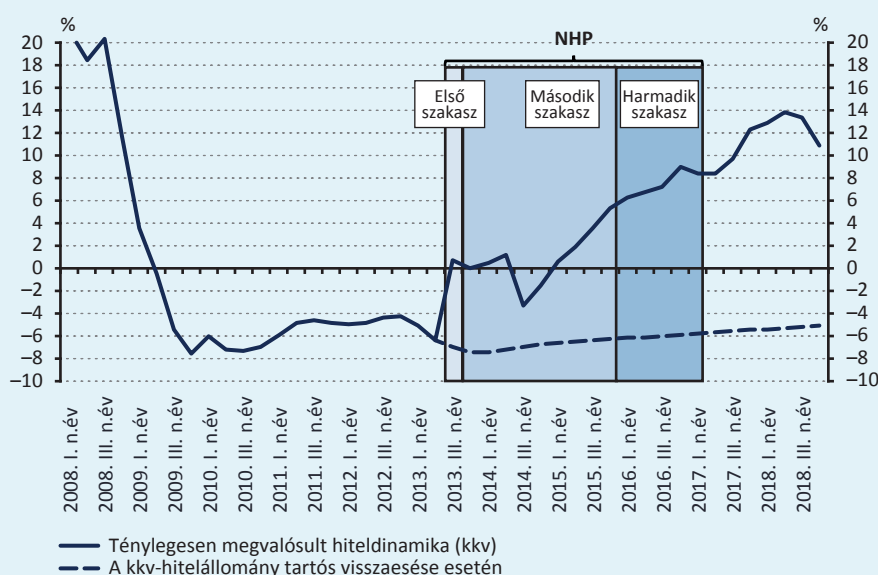
5. A Magyar Nemzeti Banki Növekedési Kötvényprogramja (NKP)

2013-tól az MNB egyik kiemelt célja a **kkv-hitelpiaci zavarok enyhítése volt, amelyet a Növekedési Hitelprogram révén sikeresen meg is valósított.** A 2008-ban indult pénzügyi és gazdasági válság kitörését követően Magyarországon a vállalati – és különösen a kkv- – hitelállomány nemzetközi összehasonlításban is kiemelkedő mértékű csökkenésen ment keresztül: 2013 elejére a közel 5 éven át tartó, évi 5 százalékos körüli visszaesés következtében a válság előtti szint 75 százalékára zsugorodott a hitelállomány. A gazdaság a „hitelösszeomlás” (credit crunch) jelenségével szembesült, ami jegybanksi beavatkozást tett szükségessé. A monetáris politikai transzmisszió meghatározó csatornáját jelentő kkv-hitelpiac működésének helyreállítása érdekében az MNB 2013 júniusában elindította a Növekedési Hitelprogramot (NHP).

A program hozzájárult a hitelezési fordulat megvalósulásához, ezáltal a gazdasági növekedésre is érdemi hatást gyakorolt. A finanszírozási feltételek kedvezőbbé tételével és számos beruházás megvalósulásának elősegítésével az NHP – az MNB legfrissebb becslései alapján – 3,5 százalékos körüli mértékben járult hozzá 2013 és 2018 között a gazdasági növekedéshez (míg ebben az időszakban a teljes monetáris politika hozzájárulása 6 százalékos körül alakulhatott). A program a kkv-k hitelhez jutási feltételeinek javításán túl jelentős indirekt hatást is gyakorolt azáltal, hogy egy korábban nem megfelelően működő hitelpiacot állított helyre, ami további tartós – a program időtartamán túl is jelentkező – hozzájárulást jelent a gazdasági növekedéshez. Az elmúlt években mind a teljes vállalati szektor, mind a kkv-szektor hitelállományának tranzakciós alapú éves növekedési üteme dinamikus emelkedést mutatott, a bővülés 2018-ban közel 12 százalékosra ért el (16. ábra). Figyelembe véve, hogy a vállalati hitelállomány 1 százalékpontnyi bővülése jellemzően 0,25 százalékpontnyi GDP-növekedéssel jár együtt, a gazdasági növekedés ma már banki hitelekre támaszkodik, azaz belső forrásból valósul meg.

16. ábra

A kkv-szektor hitelállományának növekedési üteme



Megjegyzés: tranzakció alapú növekedési ütem.

Forrás: MNB.

A vállalati hitelezés volumene Magyarországon jelenleg már megfelelő, ugyanakkor a vállalatok túlzott mértékben támaszkodnak a bankrendszerre. Az elmúlt néhány évben a teljes vállalati és a kkv-szegmens hitelállománya egyaránt jelentősen bővült, a szektor forrásellátottsága megfelelőnek tekinthető. Ugyanakkor a finanszírozás szerkezete mind a kkv-k, mind a nagyvállalatok esetében tovább javítható. A kkv-szektor hitelei között a hosszú lejáratú, fix kamatozású hitelek aránya továbbra is alacsony, amit a jegybank a 2019 elején indult NHP fix konstrukcióval kíván egészségesebb irányba terelni. A nagyvállalatok esetében pedig a bankhiteleknek versenyt támaztató likvid kötvénypiacnak lehet kulcsszerepe a megfelelő forrásbevonási szerkezet elérésében. Jelenleg Magyarországon a kötvénypiac kis mérete és alacsony likviditása miatt a kötvényen keresztüli forrásbevonás sem a nagyvállalatok, sem a kkv-k számára nem jelent reális lehetőséget. Jóllehet, a kötvénykibocsátás elsősorban a nagyobb vállalatok számára jelenthet alternatívát, azonban a piac fejlődésével később kkv-kal szemben fennálló hitelkövetelések is megjelenhetnek értékpapírosított formában, ami a kkv-szektor finanszírozási feltételeinek további javulását eredményezheti.

A monetáris politikai transzmisszió hatékonyságának javítása és a vállalatikötvény-piac likviditásának növelése érdekében az MNB elindítja a Növekedési Kötvényprogramot (NKP). Az MNB 2019 közepétől – a jelenlegi nemkonvencionális monetáris politikai eszköztárát kiegészítve – vállalatikötvény-vásárlási programot indít 300 milliárd forintos keretösszeggel, melynek keretében jó minősítéssel rendelkező, nem pénzügyi vállalatok kötvényeit fogja vásárolni. A program keretében lehetőség nyílik továbbá vállalatokkal szemben fennálló hitelkövetelések fedezete mellett kibocsátott értékpapírok vásárlására is, amelyen keresztül az MNB hozzá kíván járulni az értékpapírosítás hazai elterjedéséhez. Az MNB korábbi, a vállalatok forrásellátottságát elősegítő intézkedéseinek sorába illeszkedő programmal a jegybank követi az európai vezető jegybankok, az EKB és a BoE gyakorlatát, amelyek nemkonvencionális monetáris politikai eszköztárak részeként szintén vállalati kötvényeket vásároltak.

5. táblázat

A Növekedési Kötvényprogram főbb paraméterei

Keretösszeg	300 Mrd Ft (GDP 0,7 százaléka)
A vásárlások kezdete	2019. július 1.
A vásárolt kötvények kibocsátói	hazai székhellyel rendelkező nem pénzügyi vállalatok
A vásárolt kötvények devizaneme	forint
A vásárolt kötvények eredeti futamideje	legalább 3 év, legfeljebb 10 év
A vásárolt kötvények hitelminősítése ⁷	legalább B+
Az MNB vásárlásának aránya egy kötvénysorozatból	legfeljebb 70%
Az MNB maximális kitétsége egy vállalatcsoporttal szemben	20 Mrd Ft
Egy kibocsátás minimális volumene	1 Mrd Ft
A vásárlásokból eredő többletlikviditás semlegesítése	a preferenciális betéttel

Megjegyzés: A program részletes feltételeit az MNB honlapján elérhető terméktájékoztató fogja tartalmazni.

Forrás: MNB.

Az NKP hozzájárul a monetáris politikai transzmisszió hatékonyságának növekedéséhez. Amint azt a nemzetközi összehasonlításnál bemutattuk, a magyar nem pénzügyi vállalatok kötvénypiacról történő forrásbevonása nem csak az eurozóna, de a régiós országok átlagától is érdemben elmarad. A magyar vállalatok adósság-típusú forrásbevonásában a bankhitel dominál, a kötvénypiacra a vállalatok rendkívül kis szegmense fér hozzá. Az MNB a kötvénypiaci likviditás növelésével kívánja elérni, hogy a hazai vállalatok a bankhitelek mellett megfelelő mértékben támaszkodjanak más finanszírozási formákra is. Ez hozzájárulhat a monetáris politikai transzmisszió hatékonyságának javulásához, mivel a vállalatok forrásellátottságát biztosító piacok közötti egészséges verseny a jegybanki kamatdöntések hatékonyabb érvényesülését biztosíthatja, így az inflációs cél fenntartható elérését több transzmissziós csatorna is hatékonyan tudja támogatni.

A program hozzájárul a pénzügyi stabilitás további erősödéséhez. A korábbi fejezetekben bemutattuk, hogy egy esetleges válság a hitelcsatorna befagyásához vezethet, ami a beruházások visszaesésén keresztül a gazdasági növekedést is

⁷ Magyarország szuverén adósságminősítése 2019. március 26-án: BBB (S&P), BBB (Fitch), Baa3 (Moody's).

visszavetheti. Amennyiben egy fejlett, likvid kötvénypiacon keresztül a gazdasági szereplőknek lehetőségük nyílik a bankrendszer közreműködése nélkül, közvetlenül finanszírozni a vállalatokat, az a válság hatását tompíthatja és kilábalás időtartamát is megrövidítheti.

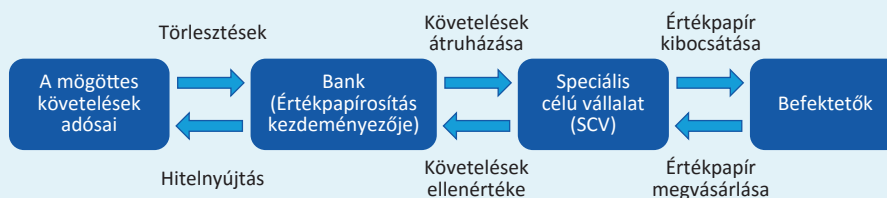
A program nem befolyásolja a monetáris politikai kondíciókat, az a jelenlegi kamatpolitikai irányultság szempontjából semleges. Az NKP keretében végrehajtott jegybanki vásárlásokból adódó bankrendszeri többlet-pénzmennyiséget az MNB az alapkamaton kamatozó preferenciális betéti eszközzel sterilizálja, illeszkedve a hatályos monetáris politikai keretrendszerhez. A preferenciális betét ezt követően egyszerre látja el a Növekedési Hitelprogram Fix (NHP *fix*) konstrukcióból, illetve az NKP-ből adódó többletlikviditás sterilizálását, így az NKP-hoz köthetően nem emelkedik az alapkamaton kamatozó eszközökből kiszorított állomány nagysága. A preferenciális betét 2016 február óta nyújt betételhelyezési lehetőséget meghatározott jegybanki programokban résztvevő bankok számára. Az eszköz kihasználtsága az elmúlt 12 hónapban meghaladta a 90 százalékot, ami azt mutatja, hogy hatékonyan képes támogatni az egyes jegybanki programokat.

Az MNB az általa is vásárolt kötvényekkel bővíteni fogja a jegybanki fedezetként elfogadható értékpapírok körét, ezzel szabályozói támogatást biztosítva és növelve a befektetői körben a kötvények iránti keresletet. A fedezeti kör bővítése mellett, az árjegyzés ösztönzése érdekében az MNB értékpapírkölcsönzési lehetőséget is biztosítani fog az árjegyzést végző hitelintézetek számára. Az elérhető árjegyzések elősegítik a piaci likviditást, így a befektetői kör az ármegfigyelés rendelkezésre állásával bővíthet, támogatva a diverzifikált vállalati finanszírozást. Az értékpapírkölcsönzés keretében megszerzett értékpapírokkal az árjegyzők az árjegyzési kötelezettségüket minden körülmény között el tudják látni.

6. Melléklet – értékpapírosítás az Európai Unióban

Az értékpapírosítás egy olyan strukturált pénzügyi ügylet, amelynek keretében pénzárammal rendelkező eszközöket – például banki hiteleket – forgalomképes értékpapírokká alakítanak át. Az ügylet legfontosabb szereplői: 1) az értékpapírosítást kezdeményező intézmény, azaz általában a bank, amely az értékpapírkibocsátás fedezetét jelentő eszközökkel rendelkezik, 2) az értékpapírt kibocsátó, speciálisan erre a célra létrehozott vállalat (SCV) és 3) az értékpapírt megvásárló befektetők (17. ábra). Ezen felül számos szereplő kapcsolódhat az értékpapírosításhoz, mint például az egész folyamatot szervező pénzügyi intézmény, a kibocsátásra kerülő értékpapírok hitelminősítője, valamint a mögöttes eszközök és az értékpapír pénzáramlásainak eltérő jellemzőiből fakadó kamat- és/vagy árfolyamkockázat kezelésében közreműködő swap-partner. Az értékpapírosításnak két alapvető formája van: a valódi/hagyományos értékpapírosítás, amely esetében az eszközök és a hozzájuk kapcsolódó kockázat egyaránt kikerül az eszközátruházó mérlegéből, valamint a szintetikus értékpapírosítás, amely esetében csak a kockázat kerül átruházásra hitelderivatívákon keresztül. Az Európai Unióban a valódi értékpapírosítás az elterjedtebb, a szintetikus értékpapírosítás kevésbé jellemző. A valódi értékpapírosítás folyamata azzal indul, hogy az értékpapírosítás kezdeményezője a kiterjesztéseinek egy csoportját (például vállalatokkal szemben fennálló hitelköveteléseket) átruházza egy tőle – többek között – kockázati szempontból jól elkülönülő, kizárólag erre a célra létrehozott vállalatra. Ez a vállalat az eszközök fedezete mellett értékpapírokat bocsát ki, amelyet a befektetők megvásárolnak, majd a mögöttes hitelek pénzáramlásainak függvényében megkapják az értékpapírhoz kapcsolódó kamatfizetést, illetve a tőketörlesztést.

17. ábra
A hitelek értékpapírosításának sematikus ábrája



Forrás: MNB szerkesztés.

Az értékpapírosítás során a kiterjesztésekhez kapcsolódó hitelkockázatot különböző hozammal és kockázattal rendelkező ügyletrészsorozatokra osztják. A hasonló tulajdonságokkal rendelkező, homogén csoportba tartozó eszközök (pl. vállalati hitelek) kiválasztása után értékelik a biztosítékokat, azonosítják a pénzáramlásokhoz kapcsolódó kockázatokat, valamint számszerűsítik a potenciális veszteségeket. Az egy csoportba rendezett eszközök köréhez kapcsolódóan különböző hitelminősítéssel rendelkező ügyletrészsorozatok („tranche”) kerülnek kialakításra, így a befektetők eltérő kockázattal járó hajlandóságuk függvényében választhatnak befektetést. Az ügyletrészsorozatok közötti különbség alapja az értékpapírokhöz kapcsolódó kifizetések sorrendje, amely a mögöttes követelések teljesítésétől függ. Alapvetően három kategóriába szokás sorolni az ügyletrészsorozatokot: (1) a legmagasabb minősítéssel rendelkező „senior tranche”, amely a kifizetésre elsőként jogosult, ezáltal a legalacsonyabb a kockázata, (2) „mezzanine tranche” és (3) a „junior tranche”: ezek tulajdonosai viselik elsőként a veszteséget a mögöttes követelések nemteljesítése esetén.

Az értékpapírosításnak számos előnye lehet a gazdasági szereplők számára. Az értékpapírosítást kezdeményező bankok számára a motivációt általában az jelenti, hogy az javíthatja a szabályozói tőkekövetelményeknek való megfelelést, a mérlegből kikerülő követelések növelhetik a hitelezési kapacitást, illetve egyes portfóliószegmensek célirányosan leválaszthatók, aminek következtében a mérleg szerkezete javulhat. A másik oldalon, a befektetők kockázattal járó hajlandóságuktól függően a megvásárolt, sokszor legjobb minőségű értékpapírokkal diverzifikálhatják a portfóliójukat, míg a magasabb

kockázatvállalási hajlandósággal rendelkező befektetőknek pedig a gyengébb minősítésű értékpapírok megvásárlásával magasabb hozam elérésére nyílik lehetőségük.

6. táblázat

Főbb értékpapírosított termékek és a mögöttük álló fedezet

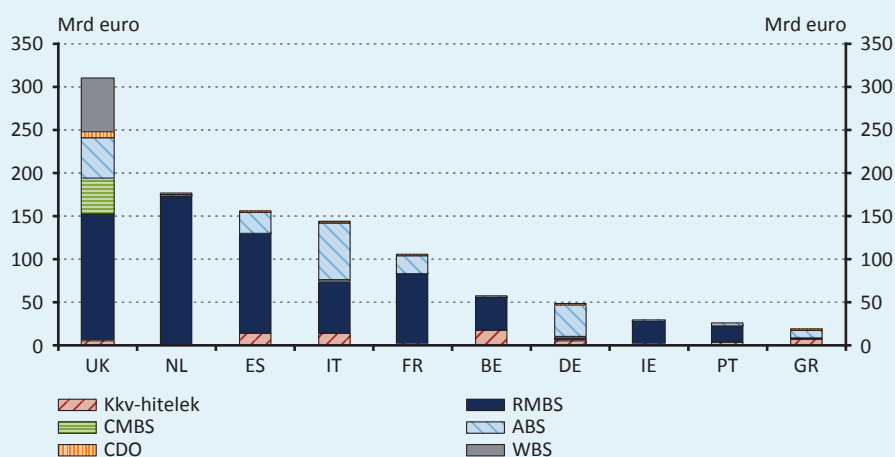
	Értékpapír típusa	Rövidítése	Mögöttes fedezet
MBS	Residential mortgage-backed securities	RMBS	Lakossági jelzáloghitel
	Commercial mortgage-backed securities	CMBS	Kereskedelmi jelzáloghitelek
ABS	Consumer ABS		Hitelkártya-követelés, autóhitel, fogyasztási hitel
	Commercial ABS		Kereskedelmi hitel, immateriális javakból származó követelés
	Whole business securities	WBS	Egy vállalat pénzáramának értékpapírosítása
	Egyéb		Koncesszióhoz, infrastruktúra használathoz kapcsolódó követelések (pl. útdíj)
CDO	Collateralised Loan Obligation	CLO	Vállalati hitelek
	Collateralised Bond Obligation	CBO	Kötvények
	Collateralised Fund Obligation	CFO	Alapok vagyona

Az Európai Unióban leggyakrabban jelzáloghiteleket értékpapírosítanak (18. ábra). Az Európai Unió értékpapírosítási piaca 2018 harmadik negyedévének végén körülbelül 1000 milliárd eurót tett ki, ami jóval elmarad az USA mintegy 9000 milliárd eurós piacától. A két piac között jelentős különbség, hogy míg az EU-ban inkább csak a bankrendszerhez köthető termékek, addig az USA-ban a bankrendszeren kívüli eszközök értékpapírosítása is számottevő. Az Európai Unión belül az értékpapírosítások körülbelül fele a lakossági jelzáloghitelekhez köthető, emellett egyes országokban (főleg Németországban és Olaszországban) az autóhitelek, fogyasztási hitelek és kereskedelmi hitelek értékpapírosítása jellemző, a vállalatoknak nyújtott hitelek értékpapírosítása pedig a teljes állomány 5-6 százalékát teszi ki.

18. ábra

Egyes országok értékpapírosított termékeinek megoszlása

(2018. III. negyedév)



Megjegyzés: Az egyes kategóriák magyarázata a 6. táblázatban látható.

Forrás: AFME.

**A NÖVEKEDÉSI KÖTVÉNYPROGRAM ELINDÍTÁSÁNAK JEGYBANKI SZEMPONTJAI
ÉS A KONSTRUKCIÓ FŐBB JELLEMZŐI
2019**

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

mnb.hu

© MAGYAR NEMZETI BANK

1054 BUDAPEST, SZABADSÁG TÉR 9.