

Kerényi Máté Fülöp

Transzferárazás: A növekedési hitelprogram hatása a szokásos piaci kamatlábakra

A Magyar Nemzeti Bank új mennyiségi lazítást elősegítő programja durva beavatkozást jelent a tőkepiac eddigi működésébe, így a hosszú évek alatt kialakult árazást is alapjaiban rengeti meg. E folyamatokkal azonban most nemcsak a makro közgazdászoknak, de a transzferáras tanácsadóknak is foglalkozniuk kell, így e sorok írójának is.

1. Dióhéjban a Növekedési Hitelprogramról¹

2013 júniusában az MNB a beruházások ösztönzése és a kkv-k finanszírozási költségeinek leszorítása érdekében útjára indította a Növekedési Hitelprogramot. A program keretében a jegybank ingyenesen (0 százalékos kamatlábal) forintforrással látja el a bankszektor, amely e forrásokat még mindig alacsony, legfeljebb 2,5 százalékos kamatlábal továbbadja kkv partnereinek. A hitel futamideje maximum 10 év, legkisebb összege 3 millió forint, felső határa pedig 3 milliárd forint. A programban való részvétel előfeltétele, hogy a bank által hitelezett vállalkozás kkv-nak minősüljön, az – meghatározott kivételektől eltekintve – ne legyen hitelintézet kapcsolt vállalkozása, ne legyen pénzügyi intézmény, pénzforgalmi intézmény vagy elektronikus pénzt kibocsátó vállalkozás.

A növekedési hitelprogram kapcsán megszerzett források előre meghatározott célok érdekében használhatók fel, így hitel igényelhető

- beruházásra (itt külön nevesítve az 10 százalék feletti tulajdoni jogot jelentő tartós részesedés megszerzését),
- forgóeszköz-finanszírozásra (készletek vásárlása, vevői követelések finanszírozása),
- EU-s támogatások önrészére és előfinanszírozására, valamint
- devizában felvett kölcsönök, egyéb finanszírozási források kiváltására.

A növekedési hitelprogram sokat hangoztatott célja, hogy a „lefagyott” hitelpiacokba új életet leheljen, elősegítve a gazdaság bővülését. A program egyszerre több eredményt is hoz:

- növeli a bankok hitelkihelyezéseit, ezáltal pénzt pumpál a gazdaságba,
- a 0 százalékos forrásköltség mellett nem teszi szükségessé a bankok betétgyűjtését, így a kedvezményes

betéti konstrukciók helyett a kormányzat által preferált állampapírok felé fordulhat a lakosság.

A közgazdászok negatív irányú kockázatokat is érzékelnek, amelyek közül a három legfontosabb

- az inflációs kockázat,
- a forint leértékelődésének kockázata és
- annak kockázata, hogy a gazdaságba áramló pénz a kereskedelmi bankokhoz visszatérve, végül magasabb kamatozású jegybanki betétben kerül elhelyezésre, így az MNB a teljes futamidő alatt a jegybanki alapkamatnak megfelelő veszteséget szenved el – amit végső soron a költségvetés finanszíroz.

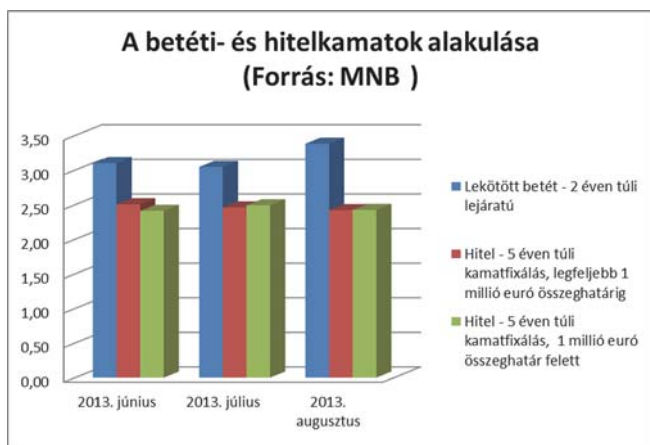
2. Hol itt a probléma?

A multinacionális cégcsoportok esetében rendkívül gyakori, hogy valamely tagvállalat finanszíroz egy másikat, vagy a nagyobb konszernnek esetében cash pooling rendszerrel üzemeltetnek a csoporttagok. Ilyen esetben meg kell határozni a kölcsönök szokásos piaci kamatlábát, amelytől eltérő kamatok alkalmazása esetén a jövedelemadók alapját korrigálniuk kellhet a feleknek.

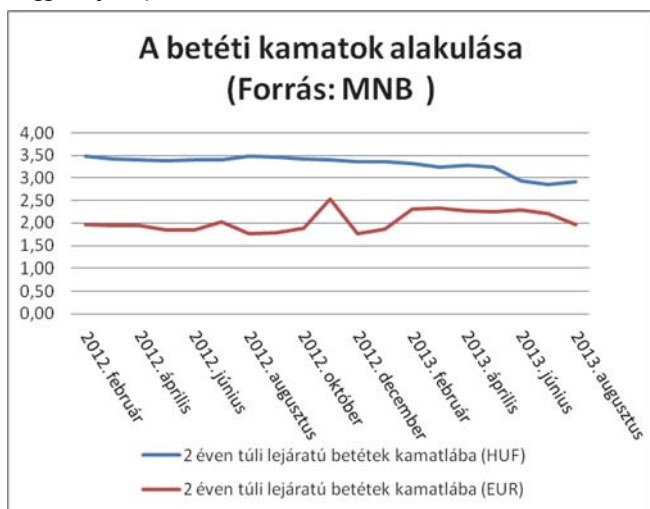
A szokásos piaci kamatláb meghatározásának egyik legerősebb módja, hogy az MNB statisztikáiban szereplő átlagos hitelkamatokat elfogadjuk piacnak, így ebből kiindulva határozzuk meg azt a tartományt, amelyet aztán az adott kölcsön esetében piacnak tekintünk.

A következő – MNB statisztikáiból készített – diagram jól szemlélteti, hogy mennyire lényeges változások is történtek a program hatására: a hosszú lejáratú hitelek kamata (több mint 50 bázisponttal) alacsonyabb, mint a közép- és hosszú lejáratú betétek kamata, és ez aligha fog átfordulni a program időtartama alatt. Ilyen körülmények között pedig jó néhány pénzügyi alapvetés érvényét veszti. A statisztikai adatok azt is jól mutatják, hogy a program hatására az új forinthelek kamatai nagyjából megegyeznek a hasonló lejáratú, euróhitelek kamataival, betéti oldalon ugyanakkor alig szűkül a korábbi különbség.

¹ A Növekedési Hitelprogram részletei, és pontos szabályai az alábbi hivatkozáson ismerhetők meg: http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Moneteris_politika/NHP/NHP_folyt_termektajekoztato.pdf



A nem pénzügyi vállalatoknak nyújtott forinthitel és az általuk elhelyezett forintbetétek szerződésben szereplő átlagos kamatlába (a szerződéses összeggel súlyozva)



A nem pénzügyi vállalatok által elhelyezett forint- és eurobetétek átlagos aktuális kamatlába (a hó végi állománnyal súlyozva)

Mindez azonban oda vezet, hogy egy hatósági előírás alapuló, alapvetően a piac működésétől idegen jogi lépés eredményeként kialakult kamatszinthez hasonlítjuk a cégcsoportokon belül alkalmazott kamatlábakat. A jelenséghez kapcsolódóan az alábbi fő kérdések merülnek fel:

- Hatósági árnak minősül-e a 2,5 százalékos kamatláb, kell-e egyáltalán transzferár-nyilvántartást készítenünk, ha ezt alkalmazzuk?
- Piaci-e a kereskedelmi bankok és a kkv-k között alkalmazott maximum 2,5 százalékos kamatláb?
- Ha a 2,5 százalékos kamatláb piaci, akkor ezt kell-e összehasonlító adatként alkalmaznunk, vagy lehet-e ettől eltérő kamatlábat is piacinak tekinteni?
- A „piac” ilyen gyökeres megváltozása esetén mekkora mértékű alkalmazkodás várható el a vállalkozásoktól? Piaci magatartás-e a korábbi devizás hitel kiváltása vagy megtartása?
- Mi van azokkal a vállalkozásokkal, amelyek – akár nagyvállalati besorolásuk okán – nem jogosultak hasonló kölcsön felvételére? Az ő esetükben mi a piaci kamatláb? Mit használjunk összehasonlító adatként?

3. Beviszlek az erdőbe...

A transzferár-nyilvántartások készítésének szabályait leíró 22/2009. (X. 16.) PM rendelet (továbbiakban: PM rendelet) 1. § (4) bekezdése kimondja, hogy

„nem terheli az e rendelet szerinti nyilvántartási kötelezettség az adózót a tőkepiacról szóló törvény szerinti tőzsdei ügylet, továbbá meghatározott összegben rögzített hatósági ár vagy jogszabályban meghatározott más ár alkalmazása esetében”.

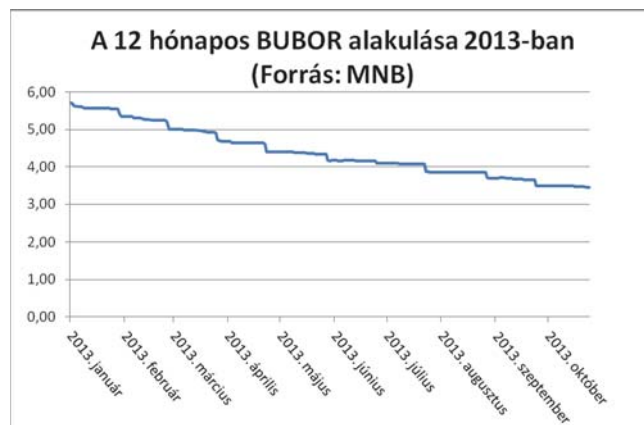
A fenti rendelkezés abban az esetben alkalmazható, ha a hatósági/jogszabályi ár magára az ellenőrzött ügyletre vonatkozik. A növekedési hitelprogramban azonban nincs szó a bankoktól független, kapcsolt vállalkozások közötti kölcsönügyletekről, csak az MNB által a kereskedelmi bankok részére előírt (egyébként nem kötelező, csak a 0 százalékos kamatozású jegybanki forrás megszerzése érdekében vállalandó) kötelezettségről. Így továbbra is minden, kapcsolt vállalkozások közötti kölcsönhöz kötődően el kell készíteni a megfelelő transzferár-nyilvántartást – ha más jogcím miatt nem mentesülünk a dokumentációs kötelezettség alól.

Nehezebb kérdés, hogy a 2,5 százalékos kamatláb piacnak minősül-e. Ennek megítéléséhez először a szokásos piaci ár fogalmát kell görcső alá vennünk. A szokásos piaci ár az az ellenérték

„amilyen ellenértéket független felek összehasonlítható körülmények esetén egymás között érvényesítenek vagy érvényesítenének”. (Tao-tv. 18. § (1))

Tekintettel arra, hogy a bankok a tőlük független partnereikkel megkötött szerződéseikben a 2,5 százalékos kamatlábat (sőt annál alacsonyabbat is) alkalmazzák, kijelenthetjük, hogy a növekedési hitelprogramban rögzített 2,5 százalékos kamatláb – legalábbis definíciós szinten – piaci. (Ezt alátámasztják egyébként az első diagramban bemutatott átlagos hitelkamatok is.)

De ne tudjuk le ilyen gyorsan ezt a kérdést! A kereskedelmi bankok által felszámított hitelkamatok 2,5 százalékos szintje két dolognak köszönhető: az MNB a forrásköltségeket 0 százalékra leszorította, továbbá hatóságilag rögzítette a legfeljebb 2,5 százalékos kamatfelárat.



Ha a kamatfelárról még el is hisszük, hogy piaci mértékű, akkor sem fér kétség ahhoz, hogy a bankoknak 0 százalékos kamat mellett nyújtott forrás... „piacidegen”. Ennek belátásához elég akár csak a Budapesti Bankközi Kamatlábak alakulására rápillantanunk.

PÉLDA

1. Képzelnék el két, minden tekintetben teljesen azonos vállalkozást! Mindkettő kkv-nak minősül, mindkettő pontosan ugyanúgy működik, ugyanazt gyártja, ugyanolyan technológiával, vevőkkel, beszállítókkal, munkaerővel, menedzsmenttel, ugyanolyan pénzügyi adatokkal. Az egyetlen különbséget a hitelcél jelenti.

Míg az egyik cég 2013. március 30-án folyósított eurókölcsonét kívánja újrafinanszírozni, addig a másik egy két nappal később felvett, pontosan ugyanolyan kölcsönt váltana ki. A különbség a kettő között, hogy míg az előbbire igényelhető a kedvezményes hitel, a 2013 áprilisában felvett kölcsön – a program szabályai szerint – már nem váltható ki ezzel az olcsó forrással. A növekedési hitelprogramból kizárt vállalat által fizetendő kamat magában foglalja a forrásköltséget és a vállalat hitelképességétől függő kamatfelárat. Ha feltételezzük, hogy 3,5 százalék a forrásköltség (ami a programban való részvétel esetén nevezhető jegybanki dotációnak is), és 2,5 százalék a kamatmarge, akkor a növekedési hitelprogramból kizárt vállalkozás 6 százalékos kamat mellett juthat forráshoz, míg a programban részt vevő (egyébként ugyanolyan) cégnek mindössze 2,5 százalékot kell fizetnie.

Akkor tehát nem a hitelígyénylő megbízhatóságától és a makrogazdasági körülményektől függ a finanszírozási kamatláb? Megdőlt volna a „piaci kamat=kockázatmentes kamatláb+kockázati prémium” összefüggés? Vizsgáljuk meg ugyanezt a problémát a kölcsönt nyújtó szemzőgéből egy újabb példán keresztül!

2. Képzelnék el egy német anyavállalatot és magyar leányvállalatát! A leányvállalatnak szüksége van beruházási hitelre, anyavállalata pedig ehhez elegendő szabad pénzeszközökkel rendelkezik.

Amennyiben a leányvállalat jogosult részt venni a növekedési hitelprogramban, abban az esetben a cégcsoport vezetése az alábbi dilemmával találkozik:

- Finanszírozzuk meg leányvállalatunk beruházásait a banki hitelkamattal megegyező 2,5 százalékos kamatszint mellett?
- Dehogyan finanszírozzuk! Vegyen fel hitelt, mi meg szabad pénzeszközeinken veszünk alacsonyabb kockázatú magyar államkötvényt, amely közel kétszer ennyit fial. Ilyen módon konszolidált szinten nyereséget tudunk realizálni a 2,5 százalékos kamat mellett történő anyavállalati finanszírozáshoz képest.

Akkor tehát a 2,5 százalékos kamatláb nem lehet piaci, hiszen tökéletesen versenyző piacon – erre a legjobb példát korlátai ellenére még ma is a tőkepiacok adják – extra kockázatokkal (nyereségszerzésre okot adó funkciók) lehet csak többlet profitra szert tenni.

Akkor végül a 2,5 százalékos kamatláb nem piaci? De igen, mert a Tao-tv.-ben szereplő definíciónak megfelelően független felek alkalmazzák...

És a valóságban? Azon vállalatok esetében, amelyek nem jogosultak a növekedési hitelprogramhoz kapcsolódó hitel felvételére, a 2,5 százalékos kamatláb biztosan nem piaci, hiszen ők semmilyen módon nem tudnak ilyen alacsony forrásköltséggel hitelhez jutni.

Amennyiben a hitelfelvevő jogosult a növekedési hitelprogramban részt venni, abban az esetben az ő szempontjából racionális (piaci) magatartás lehet – akár saját pénzügyi források megléte esetén is – eladósodni, hiszen meglévő pénzét befektetve extra profitot tud elérni.

Most nézzük a hitelező szempontjából! Piaci körülmények között – ha nem a növekedési hitelprogram keretében kapjuk a pénzt 0 százalékos kamatlábon az MNB-től – nem éri meg fix 2,5 százalékos kamatláb mellett kkv-kat finanszírozni, mivel pénzünkön még likvidebb eszközök vásárlása esetén is könnyedén elérhetünk ennél jóval magasabb hozamot.

Ügyleti pozíció	A hitelfelvevő jogosult a növekedési hitelprogramban történő részvételre?	
	Igen	Nem
Adós	Amennyiben az adós csak forintban tud eladósodni, vagy a forint lényeges erősödésére vonatkozó árfolyam várakozásokkal nem rendelkezik, abban az esetben racionális döntésnek minősül a 2,5%-os kamatozású hitel felvétele, így ez a kamatozás piacnak minősülhet.	A 2,5% nem lehet piaci, mert semmilyen módon nem tudna ilyen költségszint mellett hitelhez jutni.
Hitelező	A 2,5% nem lehet piaci, mert ennél a kamatszintnél jóval kedvezőbbet is el tudna érni a hitelező, ha – mondjuk – állampapírba fektetné a pénzét.	A 2,5% nem lehet piaci, mert ennél a kamatszintnél jóval kedvezőbbet is el tudna érni a hitelező, ha – mondjuk – állampapírba fektetné a pénzét.

Akkor miként lehetséges az, hogy az ügyletben részt vevő egyik szereplő racionális döntést hoz, míg a másik nem, az egyik szempontjából piaci az ár, a másik szempontjából nem az? Nem csak egy piaci ár van?

4. ...majd megmutatom a kiutat...

A transzferázás központjában az a kérdés áll, hogy egy adott ár (esetünkben kamatláb) amit két kapcsolt vállalkozás ellenőrzött ügylete keretében alkalmaz, piaci árnak minősül-e. Ahhoz, hogy ezt meg tudjuk állapítani, egy független felek között létrejött, hasonló ügyletet kell találnunk, amelynek ismerjük az árát.

Az OECD transzferár irányelve² az összehasonlító független árak módszere ismertetésénél kimondja, hogy egy független ügylet akkor vethető össze az ellenőrzött (kapcsolt vállalkozások között létrejött) ügylettel – azaz akkor minősül összehasonlítható független ügyletnek – ha – az összehasonlítandó ügyletek, vagy az adott ügyletet bonyolító vállalkozások közötti különbségek (ha egyáltalán vannak különbségek) egyike sem érinti lényegesen a szabadpiaci árat, vagy – viszonylag pontos helyesbítések végezhetőek az ilyen különbségek torzító hatásának kiküszöbölésére.

A fentiek értelmében ahhoz, hogy egy kapcsolt vállalkozások között létrejött kölcsönügylet meg tudjuk határozni a szokásos piaci kamatlábat, először találnunk kell egy hasonló, független felek között létrejött ügyletet, és ha ezt megtaláltuk, akkor az esetlegesen szükséges kiigazítások elvégzése után rendelkezni fogunk összehasonlítható független árakkal.

A növekedési hitelprogram megjelenése előtt azt tudtuk mondani, hogy a banki hitelezési piac tekinthető a kölcsönök összehasonlító piacának, így a banki hitelpiacról készült statisztikákban szereplő árak – a szükséges kiigazítások elvégzése után – kijelölik a kamatok szokásos piaci tartományát.³ Most azonban nagyot fordult a világ: a bankok 0 százalékos kamatláb mellett az MNB-től jutnak forráshoz, ez pedig már azt jelenti, hogy az OECD irányelvben foglalt első feltétel, hogy

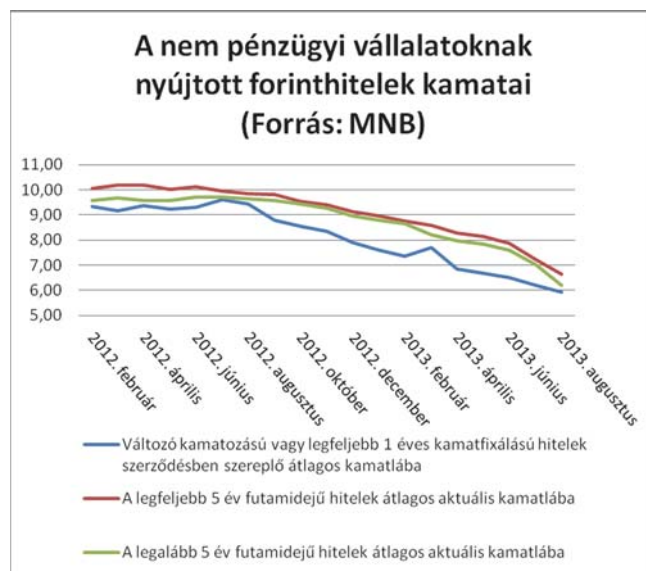
„az adott ügyleteket bonyolító vállalkozások közötti különbségek .../... egyike sem érintheti lényegesen a szabadpiaci árat”

nem teljesül. Ilyen körülmények között pedig két lehetőségünk van: ha elvégezhetőek viszonylag pontos helyesbítések a torzító hatások kiküszöbölésére, akkor

ezeket a korrekciókat végrehajthatjuk, ellenkező esetben viszont más összehasonlító adatok után kell néznünk.

Ezek után nézzük meg, hogy elvégezhető-e „viszonylag pontos helyesbítések” a torzító hatások kiküszöbölésére! A betéti- és hitelkamatok alakulásának vizsgálatából (első diagram) látjuk, hogy az 5 éven túli kamatfixálású hitelek kamatai 2,5 százalék alatt vannak. Ebből viszont az következik, hogy a növekedési hitelprogramban részt vevő bankok között verseny alakult ki, amely a maximálisan elérhető 2,5 százalékos kamatszint alá szorította a vállalati finanszírozási költségeket. Mindemellett azt is tudjuk, hogy a statisztika nem feltétlenül csak a növekedési hitelprogramhoz kapcsolódó hitelek kamatait tartalmazza (hiszen nem célzottan ezt méri), hanem „torzíthatják” olyan hitelek is, amelyeket piaci források felhasználásával nyújtottak a bankok. A fentiek mellett még becslést kellene adnunk a banki forrásköltség hiánya miatti kiigazításra is, ami már a korábban bemutatott két tényezővel együtt olyan bizonytalanságot okoz, melyre „viszonylag pontos helyesbítést” meghatározni már nehezen elképzelhető. Más irányba kell hát indulnunk.

Az MNB statisztikáiban szereplő más adatsorok továbbra is alkalmazhatók a piaci ár meghatározására, hiszen itt azok a torzító tényezők nem merülnek fel, mint a fix kamatozású hitelek esetében. (Itt nem kell becsülnünk a forrásköltséget és a kamatfelárat, elég csak a banki működés eltéréseiből fakadó tételekkel foglalkoznunk.) Az azonban problémát okozhat, ha a csoporttagok között létrejött szerződésben fix kamatozást állapítottak meg.



A fentiek mellett szintén felhasználhatók az adósnak más hitelintézettel kötött kölcsönszerződésai, amelyekből kiderül, hogy egy független vállalkozás – a pontos adósmínősítés ismeretében – milyen kamattal adna kölcsönt, esetleg a forrásköltségen (pl. BUBOR) felül mekkora kamatfelárat várna el.

² OECD Transzferár irányelvek a multinacionális vállalkozások és az adóhatóságok számára – 2010

³ Voltak természetesen olyan kölcsönök – általában a kiemelkedően nagy összegűek – ahol a banki hitelpiacca való összehasonlítás túl nagy torzítást okozott, ezekben az esetekben a nyilvánosan elérhető adóbsorolásokból és körvény-piaci adatokból juthattunk piaci összehasonlító adatokhoz.

5. És az olcsó hitel piacformáló ereje?

Az előző fejezetekben pusztán a piaci ár meghatározásának szempontjából, az összehasonlító adatokra gyakorolt hatásában vizsgáltuk a növekedési hitelprogramot. Nem szabad azonban figyelmen kívül hagyni, hogy az összehasonlító adatokra gyakorolt torzító hatás mellett „a piac” is lényegesen megváltozott. Meg kell hát vizsgálni, hogy különféle körülmények között működő vállalkozások esetében mi lehet a piaci (profitmaximalizáló) magatartás, és a megváltozott körülmények között mekkora alkalmazkodás várható el az egyes cégektől.

A legegyszerűbb helyzettel a nagyvállalati kör vizsgálata során találkozunk: tekintettel arra, hogy e cégek teljes mértékben kimaradnak a programból, rájuk, illetve a hozzájuk kapcsolódó hitelpiacra semmilyen közvetlen hatással nincs a jegybanki akció. Közvetett hatásként azonban látni kell, hogy a bőséges kisvállalati forrásellátottsággal a nagyobb vállalatok pénzügyi helyzete is gyorsan javulhat, ugyanis könnyebben – a partner működésének veszélyeztetése nélkül – le fogják tudni nyomni a hosszabb fizetési határidőket beszállítóik, a rövidebb fizetési határidőket vevőik torkán. Mindez azonban a nagyvállalati kölcsönök költségét nem fogja számottevően befolyásolni, így e területen nincsenek további tennivalóink.

Sokkal izgalmasabb kérdést jelent a kkv-khoz kapcsolódó hitelpiac változása. E cégek ugyanis új források bevonása esetén a hitelprogram lezárásáig a legtöbb finanszírozási döntésükben számolhatnak az „olcsó pénz” rendelkezésre állásával. Ugyanez a helyzet akkor is, ha egy korábbi banki hitel (vagy lízing) – legyen ez akár devizás is – kiváltásáról van szó. Nem vehetnek azonban részt a programban olyan vállalkozások, amelyek hitelintézet helyett csoporttagjuktól kapott forrásaik kiváltásán törik a fejüket.

Habár e sorok írójának nincs az az illúziója, hogy a növekedési hitelprogramban részt vevő vállalkozások mind kizárólag cél szerint fogják felhasználni a megszerzett pénzeket, a szabályrendszer tartalma miatt mégis abból kell kiindulni, hogy a „ki nem váltható” hitelek piaca nem módosul. Ennek megfelelően kizárólag az új forrásbevonás esetén kell foglalkoznunk a program hatásával, a régebbi, anyavállalati kölcsönökre vonatkozó közvetlen hatásokkal nem kell külön számolni. Fel sem merülhet tehát az a kérdés, hogy egy csoporton belülről (nem hitelintézettől) érkező forrás kamatát (kamatozását) a piaci körülmények változásának hatására kell-e módosítani.

Érdekes kérdést jelenthet, hogy a növekedési hitelprogram mellett versenyképes lehet-e ma a devizahitel. Első megérzésünk ellenére a válasz egyértelműen igen. A válság előtti években ugyanis a tartósan erős forintban és

gazdasági felzárkózásban bízó tömegek adósodtak el alacsony kamatozású devizákban. Az emberek nem számítottak a válság kitörésére, és a forint ilyen mértékű gyengülésére a fő devizákkal (különösen a svájci frankkal) szemben. Most azonban – ha lehet hinni a statisztikáknak – a lassú kilábalás kezdetén bízhatunk abban, hogy 10 éves távlatban a hazai valuta valamelyest visszaerősödik, ilyen formán pedig a kamatkiadások azonos szintje mellett lényeges árfolyamnyereséget tehetünk majd zsebre, ha devizában adósodunk el.

Összességében tehát az is előfordulhat, hogy egy vállalkozás „piaci” döntést hoz akkor, amikor a növekedési hitelprogram helyett hosszú távra devizás anyavállalati forrást választ, az annak megfelelő piaci kamatozás mellett.

6. Összefoglalás

A növekedési hitelprogram hatására bizonyos statisztikai idősorok – melyeket régebben összehasonlító adatként használtunk – jelentős torzítást tartalmaznak, ilyen formán további alkalmazásuk nem csak kockázatos, de sok esetben szakmailag kifogásolható is.

A jövő év izgalmas kérdése lesz, hogy az adóhatóság milyen szemléletben fogja vizsgálni a csoporttagok közötti finanszírozási ügyleteket, mennyiben fog a régi ellenőrzési módszerein változtatni. Szerencsére a transzferárazásban érintett multinacionális vállalkozások igen nagy hányada kiesik a kkv körből, így esetükben a növekedési hitelprogram hatásaival nem kell számolni.

A kkv-k esetében ugyanakkor több csapda is látható. Azon cégek körében, amelyek új forrásokat a program keretein belül is szerezhettek volna, ám mégis devizában adósodtak el, szükséges lehet bizonyítani, hogy miért a magasabb kamatú/kockázatosabb csoportfinanszírozás mellett döntöttek. Ehhez azonban nem feltétlenül lesz elég a szóbeli érvelés, jó, ha a döntési folyamat írásos dokumentálása – az esetleges árfolyam várakozások – is rendelkezésre állnak.

Nemcsak a deviza-, de a forintalapú finanszírozás is problémát jelenthet kkv-kból álló cégcsoportunk számára. Ebben az esetben ugyanis nehezen bizonyítható, hogy az ügylet egyszerre mind a hitelező, mind az adós szempontjából racionális döntésnek minősült, így a választott kamat függvényében folyamatos kockázatot vállal valamilyen szerződő fél.

Összességében e sorok írója úgy véli, hogy az MNB növekedési hitelprogramja egy jó célok irányába tett lépés, ugyanakkor a hitelezés felpörgetésének választott módja, rendkívül sok kockázatot hordoz magában, és piacidegen jellegéből adódóan éveken át torzító hatással lesz a piaci kamatszintre, rajta keresztül pedig a magyar gazdaság egészére is.