

1

HITELINTÉZETI SZEMLE

2017. március
16. évfolyam 1. szám

Feltörekvő és fejlődő országok tartalék-
megfelelésének értékeléséhez használt mutatók –
nemzetközi trendek az elméletek tükrében

Csávás Csaba – Csom-Bíró Gabriella

Az állami kamatkiadások alakulása Magyarországon
2000–2015

Kicsák Gergely

A kereskedelmi ingatlanfinanszírozás kockázatai
a felügyeleti felülvizsgálatok tapasztalatai alapján

Szenes Márk – Tomsics András – Kutasi Dávid

A klímaváltozás hatása a biztosítási szektorra

Pandurics Anett – Szalai Péter

A magyar autóipar helyzete nemzetközi tükrőben

Rechnitzer János – Hausmann Róbert – Tóth Tamás

Pénzügyi felügyelés a két világháború közötti
Magyarországon

Varga Bence

Hart és Holmström szerződéselméleti munkássága

Kóczy Á. László – Kiss Hubert János

Hitelintézeti Szemle

A Magyar Nemzeti Bank kiadásában megjelenő tudományos folyóirat

A szerkesztőbizottság elnöke:

PALOTAI DÁNIEL

A szerkesztőbizottság tagjai:

BÁNFI TAMÁS, BOD PÉTER ÁKOS, CSILLIK PÉTER, HEGEDŰS ÉVA, KOCSISZKY GYÖRGY,
KOVÁCS LEVENTE, LENTNER CSABA, NAGY KOPPÁNY, P. KISS GÁBOR, PANDURICS ANETT,
PATAI MIHÁLY, SEBESTYÉN GÉZA, SZEGEDI RÓBERT, VÉGH RICHÁRD, EYAL WINTER

Főszerkesztő: VIRÁG BARNABÁS
Felelős szerkesztő: MORVAY ENDRE
Olvasószerkesztő: LÁNG ESZTER
Szerkesztőségi munkatársak:
DRAPCSIK BERTA, VADÁSZI BÁLINT

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank
Felelős kiadó: HERGÁR ESZTER
1054 Budapest, Szabadság tér 9.
www.hitelintezetiszemle.hu
HU ISSN 1588–6883 (nyomtatott)
HU ISSN 2416–3201 (online)

Borítóterv: IZSÓNÉ BIGAI MARIANNA
© Copyright: Magyar Nemzeti Bank

A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák,
és nem feltétlenül tükrözik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

1

HITELINTÉZETI SZEMLE

2017. március
16. évfolyam 1. szám

Hitelintézeti Szemle

A szerkesztőség címe: 1054 Budapest, Szabadság tér 9.

Telefon: 06-1-428-2600

Fax: 06-1-429-8000

Honlap: www.hitelintezetiszemle.hu

E-mail: szemle@hitelintezetiszemle.hu

Munkatársaink elérhetősége:

Virág Barnabás főszerkesztő e-mail címe: viragb@mnbb.hu

Morvay Endre felelős szerkesztő e-mail címe: morvaye@mnbb.hu

Megjelenik háromhavonta.

HU ISSN 1588 6883 (nyomtatott)

HU ISSN 2419 3201 (online)

Tördelés és nyomtatás:
Prospektus – SPL konzorcium
8200 Veszprém, Tartu u. 6.

Tartalom

16. évfolyam 1. szám, 2017. március

TANULMÁNYOK

Csávás Csaba – Csom-Bíró Gabriella:

Feltörekvő és fejlődő országok tartalékmegfelelésének értékeléséhez
használt mutatók – nemzetközi trendek az elméletek tükrében 5

Kicsák Gergely:

Az állami kamatkiadások alakulása Magyarországon 2000–2015 46

Szenes Márk – Tomsics András – Kutasi Dávid:

A kereskedelmi ingatlanfinanszírozás kockázatai a felügyeleti
felülvizsgálatok tapasztalatai alapján 74

Pandurics Anett – Szalai Péter:

A klímaváltozás hatása a biztosítási szektorra 92

Rechnitzer János – Hausmann Róbert – Tóth Tamás:

A magyar autóipar helyzete nemzetközi tükrőben 119

Varga Bence:

Pénzügyi felügyelés a két világháború közötti Magyarországon 143

ESSZÉ

Kóczy Á. László – Kiss Hubert János:

Hart és Holmström szerződéselméleti munkássága 162

KÖNYVISMERTETÉS

Gábrriel Péter: A könyv, amely megjósolta Trump győzelmét

(Branko Milanovic: Global Inequality: A New Approach for the Age of
Globalization c. művéről) 175

Plajner Ádám: A Fed és a pénzügyi válság

(Ben S. Bernanke: The Federal Reserve and the Financial Crisis
c. művéről) 179

| | |
|--|-----|
| Korencsi Attila: Egyszerűsítés, hatékony kormányzás (Cass Robert Sunstein: Simple(r) – The Future of Government c. művéről) | 182 |
|--|-----|

KONFERENCIABESZÁMOLÓ

| | |
|--|-----|
| Tóth Ferenc: Új Selyemút a jövőbe Beszámoló a 2017. január 23-i Lámfalussy Lectures konferenciáról | 188 |
|--|-----|

| | |
|--|-----|
| Csóka Péter – Havran Dániel: Konferencia a pénzügyi piacok likviditásáról 7th Annual Financial Market Liquidity Conference – Beszámoló a BCE Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék – MTA KRTK Játékelméleti Kutatócsoport által szervezett konferenciájáról (Budapest, 2016. november 17-18.) | 195 |
|--|-----|

Feltörekvő és fejlődő országok tartalékmegfelelésének értékeléséhez használt mutatók – nemzetközi trendek az elméletek tükrében*

Csávás Csaba – Csom-Bíró Gabriella

A tanulmány azt vizsgálja, hogy a Nemzetközi Valutaalap (IMF) és a befektetési bankok által alkalmazott devizatartalék-megfelelési mutatók használata milyen mértékben feleltethető meg az elméleti irodalomban javasoltaknak. Az elméletileg releváns mutatók érdemben eltérnek az adott ország (1) fejlettsége, (2) a tőkeáramlás szabadsága és az (3) árfolyamrendszer jellege függvényében. A kérdés vizsgálatához a szerzők egy széles, több mint 100 országot lefedő adatbázist állítottak össze az IMF rendszeres országjelentései alapján. A tanulmány eredményei alapján a jövedelem növekedésével a rövid külső adósság és a pénzmennyiség-jellegű mutatókat gyakrabban használja az IMF, az importszabály szerepe ugyanakkor a jövedelem függvényében fokozatosan csökken. Pozitív a kapcsolat az importszabály és a korlátozott tőkeáramlás között, a rövid külső adósság és a pénzmennyiség alapú mutatók esetén azonban ellenkező irányú. A fix árfolyamrezsimet fenntartó országokban a pénzmennyiség- és az importmutató használata gyakoribb, mint a lebegő árfolyamrendszerűekben, a rövid külső adósság használata viszont kevésbé gyakori. Az országjellemzők különböző kombinációi esetében használt tartalékmutatók nem az egyes országjellemzők esetében használt mutatók egyszerű összegzése, hanem csoportspecifikus jegyeket mutatnak. A szerzők külön megvizsgálták a Magyarországhoz hasonló fejlettségű, árfolyamrendszerű és tőkekorlátozásokat nem alkalmazó országcsoportot, illetve az uniós belüli, de euroövezeten kívüli régiót, ahol az IMF egyrészt a saját maga által kidolgozott, a rövid adósságot egyébként nagy súllyal figyelembe vevő kombinált mutató, másrészt a rövid külső adósság alapján értékeli a tartalékmegfelelést az országjelentéseiben. Az importszabály és a pénzmennyiség azonban kevésbé, illetve nem releváns mutató. Ez lényeges különbséget jelent a teljes mintából kiolvasható arányoktól, ahol a kevésbé fejlett országok nagy súlyából eredően az importszabályt használja a leggyakrabban az IMF. A befekte-

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Csávás Csaba a Magyar Nemzeti Bank vezető közgazdasági szakértője. E-mail: csavasc@mnbb.hu.
Csom-Bíró Gabriella a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: birog@mnbb.hu.

A kézirat első változata 2017. január 9-én érkezett szerkesztőségünkbe.

tési banki elemzésekben ugyanakkor mind Magyarország, mind a feltörekvő országok összessége esetében a rövid külső adósság a legnagyobb hangsúllyal figyelt mutató.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E58, F31, F41

Kulcsszavak: devizatartalék, tartalékmutató, tőkekorlátozás, árfolyamrendszer, országjelentés

1. Bevezetés

A devizatartalékok megfelelő szintje nemcsak a jegybankok számára fontos: a téma érdeklődésre tart számot az akadémiai irodalomban, illetve a befektetési bankok és a nemzetközi intézmények körében is. Legutóbb a 2007–2008-ban kitört globális pénzügyi válság hívta fel a figyelmet a devizatartalékok fontosságára (*IMF 2011*).

Nincs egyetlen olyan szabály vagy akár szabályegyüttes, amely minden egyes országra egyértelműen és egységesen meghatározná az optimális tartalékszintet. A jegybankok számos cél kielégítése érdekében tartanak devizatartalékokot, például a befektetői bizalom fenntartása, az árfolyamrendszer fenntartása, az állam tranzakciós devizaigényének biztosítása, a bankrendszer devizaigényének kielégítése vagy a folyó fizetési mérleg finanszírozása céljából (*Antal – Gereben 2011*). A befektetők elvárásainak megfelelő tartalékszint tartásából eredően kiemelkedő jelentősége van azoknak az értékeléseknek, amelyek a piac releváns részének véleményét képesek orientálni, alakítani. Ez alapján az egyik legfontosabbnak a piaci befektetők tartalékmegfelelésre vonatkozó értékelése tekinthető, mivel ők azok, akik jelentősen képesek befolyásolni a feltörekvő piaci eszközárakat. Tanulmányunkban ezért egyrészt azzal foglalkozunk, hogy a befektetési bankok mely tartalékmutatókat tartják a legfontosabbnak a feltörekvő országok vonatkozásában, de emellett fontosak az olyan nemzetközi intézmények, melyek elemzései publikusak – ilyen például a Nemzetközi Valutaalap (IMF) –, így az azokban megjelenő értékelések a befektetők adott országra vonatkozó megítélését érdemben befolyásolhatják.

A fő kérdés, amit vizsgáltunk, az, hogy azokban az országokban használják-e az egyes tartalékmutatókat, melyekben azokat az elméleti irodalom inkább relevánsnak tartja. A szakirodalom számos olyan mutatót ajánl, amelyek alapján megítélhető a devizatartalékok elvárt szintje. Ezek egy része hagyományosan alkalmazott egyszerű mutató, nevezetesen a rövid külső adósságon alapuló Guidotti–Greenspan-szabály, az importszabály és a pénzmennyiség-alapú szabályok. Az elméleti irodalom számos javaslatot fogalmaz meg arra vonatkozóan, hogy az egyes hagyományos mutatók mely típusú országokban relevánsak és melyekben kevésbé. Tanulmányunk hiánypótlónak tekinthető, mivel annak a kérdésnek a vizsgálatára nem találtunk példát, hogy a gyakorlati szakemberek mennyire követik az elméleti irodalom ajánlásait a tartalékmutatók használata során. Vizsgálatunk továbbá a tekintetben is úttörő,

hogyan az IMF IV. cikkely szerinti országjelentéseiben használt tartalékmutatók vizsgálatára egy széles, több mint 100 feltörekvő és fejlődő országot lefedő adatbázist állítottunk össze (fejlett országokat nem vizsgáltunk, mivel esetükben az erős intézményi berendezkedés miatt a tartalékmegfelelés kevésbé releváns). Olyan tanulmányra van példa, ami az IMF jelentéseit teszi vizsgálat tárgyává (Roy – Ramos 2012), viszont a tartalékmegfeleléshez használt mutatókat nem vizsgálják, csak a gazdaságpolitikai ajánlásokat összegzik, és azokat sem szisztematikusan, csak példaszzerűen. Az irodalom egy része azt vizsgálja, hogy különböző tartalékmutatók szerint hogyan teljesítettek a feltörekvő vagy fejlett országok a különböző válságok alatt, és ez alapján melyik mutató tekinthető a legfontosabbnak (pl. Bussiere et al. 2015). Ehhez képest vizsgálatunk annyiban jelent újdonságot, hogy a feltörekvő/fejlett dimenzió túl egyéb országjellemzőket is vizsgálunk az egyes mutatók használatánál.

A banki elemzéseknél nagyobb hangsúllyal fókuszálunk az IMF elemzéseire, főként módszertani okok miatt: a szervezet rendszeresen, külön-külön elemzésekben vizsgálja tagországainak gazdaságpolitikáját, országokra jellemző egyedi tényezőket is figyelembe véve. Hasonló jellegű és hasonló nagyságú országcsoporthoz lefedő adatbázis jelenleg nem elérhető, így az IMF országjelentéseinek kívül más nemzetközi szervezet adatain nem végezhető el ilyen jellegű és részletezettségű kutatás. A vezető hitelminősítő intézetek az értékelési módszertanukban szintén alkalmaznak devizatartalék-megfelelést mérő mutatókat, ami a befektetők értékelését is befolyásolhatja. A hitelminősítők országelemzéseiben azonban sokszor nem található tartalékmegfelelésre történő utalás, illetve nem országspecifikusan választják ki a mutatókat, emiatt ezen elemzések alapján sincs lehetőség hasonló jellegű és nagyságú adatbázis összeállítására.

Vizsgálatunk során elsősorban leíró jelleggel mutatjuk be az egyes tartalékmutatók használatának gyakoriságát és azok összefüggését egyes országspecifikus jellemzőkkel. Az IMF jelentéseiből összeállított adatbázison végzett elemzés során az egyes mutatók részmintákon belüli arányát hasonlítjuk össze egymással, arányszámok vizsgálatával, és azok eltérését egyszerű statisztikai tesztekkel vizsgáljuk. Nem foglalkozunk ugyanakkor azzal, hogy az elemzett tartalékmutatók valóban optimálisnak tekinthetők-e. A vizsgált kérdések szempontjából annak van jelentősége, hogy egy adott mutatót használnak-e vagy sem. Az sem képezi elemzésünk tárgyát, hogy az egyes országokban milyen mértékű a tartalékmegfelelés.

További vizsgált kérdésünk, hogy Magyarország, illetve a hozzánk leginkább hasonló, feltörekvő országok esetében a befektetési bankok, illetve az IMF mely mutatókat tartja a legfontosabbnak. Bemutatjuk, hogy mind az egyes mutatók sorrendje, mind a mutatók használatának gyakorisága között érdemi különbségek lelhetőek fel az IMF és a befektetési bankok által használt tartalékmutatók között. A rövid külső adósság mutató például a befektetési bankok körében a leggyakoribb, amelyet az importszabály követ, ezzel szemben az IMF elemzéseiben az IMF-féle kombinált

mutatónál kevésbé gyakori a rövid külső adósság és az importszabály is. Későbbi vizsgálatok tárgyát képezheti, hogy egy ország tartalékmegfelelése szempontjából mely intézmények preferenciája tekinthető a legfontosabbnak.

A tanulmány a továbbiakban a vizsgált három, hagyományosnak tekinthető tartalékmutató elméleti hátterét, történetét mutatja be röviden (második fejezet), majd a tesztelni kívánt hipotéziseket, az IMF jelentéseiből összeállított adatbázis jellemzőit és az ez alapján végzett elemzés módszertanát (harmadik fejezet). A negyedik fejezet az IMF-adatokon végzett vizsgálataink eredményeit foglalja össze, az ötödik fejezet pedig a befektetési banki elemzésekben használt tartalékmutatókat.

2. A tartalékmutatók elméleti háttere

Az elméleti irodalom áttekintésének célja, hogy felállítsuk arra vonatkozó hipotéziseinket, melyik mutató milyen típusú országokban releváns. A három hagyományos tartalékmutató (pénzmennyiség szabály, importszabály, rövid külső adósság szabály) definícióját, történeti hátterét mutatjuk be röviden, időbeli kialakulásuk sorrendjében. További tartalékmutatókat mutat be például *Antal és Gereben (2011)*, illetve *Csávás és Csom-Bíró (2016)*.

2.1. Pénzmennyiség-alapú mutatók

A pénzmennyiség-alapú szabályok szerint a tartalékoknak valamely pénzmennyiségi mutató, az ún. *monetáris aggregátum* adott hányadát kell fedeznie. A mutató a belföldi szereplők potenciális tőkemenekítéséből eredő devizatartalék-igényt ragadja meg egy olyan válsághelyzetben, amikor a belföldi szereplők hazai devizába vetett bizalma csökken, elkezdenek megszabadulni a bankbetétben vagy készpénzben tartott megtakarításaiktól, azokat külföldi eszközökre váltva. Ez a megközelítés abból indul ki, hogy válsághelyzetben nemcsak a külföldi finanszírozás állhat le, hanem a hazai befektetők is külföldre menekíthetnek eszközöket. Ez a „*belső tőke kivonás*” nagyságrendileg nagyobb lehet, mint ami a fizetési mérleg hiányából vagy a rövid külső adósságból ered (*Obstfeld et al. 2010*). A pénzmennyiség-alapú mutatók tekinthetők a jelen tanulmányban vizsgált indikátorok közül a legrégebbieknek, a belföldi szereplők keresletéből eredő devizaigény fontosságának hangsúlyozása egészen a 19. század elejéig nyúlik vissza (*Thornton 1802*). Az 1970-es évekig, a tőkemérlegek nyitása előtti időszakban a pénzmennyiség devizatartalékkal való fedezése volt hangsúlyos (*Rodrik 2006*).

A leggyakrabban használt pénzmennyiség az *M2 monetáris aggregátum* (készpénz és a 2 évnél rövidebb lejáratú bankbetétek, más néven „*broad money*”). Az IMF erre vonatkozóan *20 százalékos arányt* vár el, mások, például *Wijnholds és Kapteyn (2001) 5–10, illetve 10–20 százalékos sávot* javasoltak annak alapján, hogy mekkora a devizatartalék pénzmennyiséghez viszonyított volatilitása, illetve hogy milyen az adott ország árfolyamrendszere. Más pénzmennyiségi kategória használatára is

van példa: az *M3 aggregátum* az M2-ben szereplő bankrendszeri források mellett például a pénzpiaci alapok befektetési jegyeit is magában foglalja. A valutatanácsot működtető jegybankokra vonatkozóan a legfőbb elvárás, hogy a *devizatartalék fedezze a monetáris bázist, az M0-t* (a készpénzállomány, a jegybanki tartalék és az egynapos betétek összege), így ez is egy pénzmennyiségen alapuló tartalékmutatónak tekinthető (Hanke – Schuler 2002).

A pénzmennyiségi mutatók használatát olyan országokra vonatkozóan javasolja az irodalom, ahol a bankrendszer gyenge, a belföldi szereplők tőke kivonásának kockázata nagy. A belföldi betétek devizára váltása a szereplők árfolyam-várakozásaival függhet össze, ha a hazai deviza jelentős gyengülését várják. Fix árfolyamrendszerrel inkább ajánlják a mutatót, ahol az árfolyamrendszer hitelességét még meg kell teremteni (IMF 2000). Wijnholds és Kapteyn szerint fix árfolyamrendszerrel nagyobb az esélye, hogy bizonytalan helyzetben a hazai szereplők hazai likvid eszközöket devizára váltanak. A bankrendszer fejlettsége is fontos tényező. A bankszektor alacsony hitelessége, a bankcsődöktől való félelem egy alacsonyabb fejlettségű bankszektor esetében releváns, ami válsághelyzetben szintén indokolhatja a betétek kimene-kítését, biztonságosabbnak gondolt devizára váltását. A pénzmennyiségi mutató a jegybankok tartalékolási céljai közül leginkább az árfolyamrendszer fenntartásához kapcsolható.

2.2. Importszabály

Az importfedezeti mutató egy olyan típusú fizetésimérleg-válság esetében szükséges devizaigényt jelez, amikor az exportértékesítési lehetőségek teljesen beszűkülnek, más devizabevétel nem áll rendelkezésre, és az importhoz szükséges deviza csak a tartalékból biztosítható. Az importszabály szélesebb körben elterjedt változata szerint *3 havi importra* elegendő fedezetet kell nyújtania a tartalékoknak. A szabály eredete az 1950-es évekig nyúlik vissza, új szabályként először az IMF javasolta, azzal indokolva, hogy a fizetési mérlegen belül a külkereskedelmi folyamatok jelentették a meghatározó tényezőt (IMF 1958). A mutató első számításakor a vizsgált országok tartalékai 3 és 6 havi import között szóródtak, az IMF kezdetben 3–5 havi importot várt el; mára ugyanakkor *gyakorlatilag kizárólagossá vált a 3 hónapos szint* alkalmazása, ami a korábbi sávok minimumának feleltethető meg. Ahogy azonban Wijnholds és Kapteyn megjegyzi, az importszabálynál a 3 hónapos kitüntetett szintnek nincs sem elméleti, sem empirikus megalapozottsága, az egyfajta hagyományon alapuló szabálynak tekinthető.

Az import számszerűsítésénél az IMF általában előretékintő módszertant alkalmaz, azaz a következő időszakban várható importot nézi, míg a befektetési bankok inkább visszatekintő importot számítanak. A mutató nemcsak az áruimportot, hanem a szolgáltatásimportot is figyelembe veszi. A szabály elterjedésében szerepet játszhatott, hogy könnyen mérhető mutatóról van szó, a fizetésimérleg-statisztikák számos országra vonatkozóan elérhetőek. Már évekkel ezelőtt megjelent az iro-

dalomban, hogy az *importszabály elavultnak számít* (Wijnholds – Kapteyn 2001). Az empirikus vizsgálatok főként az alacsonyabb jövedelmű, fejlődő országokban találták jó mutatónak a válságok során mért gazdasági visszaesés magyarázatában (IMF 2011). A feltörekvő országokat vizsgáló tanulmányok ugyanakkor nem találták szignifikánsnak a válságindexek alapján az importszabályt az 1994–95-ös vagy az 1997–98-as válságokra vonatkozóan (IMF 2000). A fő hitelminősítők értékelési módszertanait vizsgálva az importfedezeti mutatót egyedül a *Fitch Ratings* (2012) értékelési modelljében találjuk, ahol az év végi tartalékot az importkifizetések arányában határozzák meg, azonban a minimum fedezettséget nem részletezik.

Az importszabályt azoknak az országoknak javasolja a szakirodalom, amelyek nem, vagy csak korlátozottan férnek hozzá a tőkepiacokhoz, illetve tőkekorlátozásokat tartanak fenn (IMF 2016). A nemzetközi tőkepiacokhoz való korlátozott hozzáférés egyik oka lehet, hogy a tőkemérlegük nem liberalizált, *tőkekorlátozásokat* alkalmaznak. Ugyanakkor korlátozások nélkül is lehetséges, hogy az alacsony fejlettség vagy magas kockázatok miatt ezen országokat nem hajlandóak finanszírozni a külföldi befektetők. A *nyersanyag-exportőr országok* esetében is releváns lehet ez a mutató egy olyan válságszenárió során, amikor a nyersanyagárak csökkennek, azaz az exportbevételek nagyobb mértékben eshetnek vissza, mint máshol. Emellett ott, ahol az *export importtartalma* alacsony, relevánsabb lehet a mutató, mivel az export visszaesése nem jár együtt automatikusan az import mérséklődésével. Az importszabály használata közvetlenül kapcsolható a folyó fizetési mérleg finanszírozásához mint tartalékolási célhoz.

2.3. A Guidotti–Greenspan-mutató

A *Guidotti–Greenspan-szabály* szerint a devizatartalékoknak fedezniük kell a rövid, azaz az egy éven belül lejáró külföldi adósságot. Míg korábban a folyó fizetési mérleg tételeit tekintették a külső sérülékenység fő forrásának, az 1997-es délkelet-ázsiai válságok után a tőke tranzakciók volatilitása került előtérbe (Odenius – Rajan 2013). A rövid külső adósság mint tartalékmutató nem sokkal e válságok kitörése után felmerült, már 1997 decemberében, a BIS-nek egy jegybankelnökök közti ülésén (Wijnholds – Kapteyn 2001). A válságok tapasztalata nyomán elsőként Pablo E. *Guidotti* (1999), az argentin jegybank volt alelnöke fogalmazta meg 1999 márciusában a fejlődő országokat tömörítő G-33-as csoport bonni szemináriumán, hogy a devizatartaléknak elegendőnek kell lennie ahhoz, hogy az ország ne szoruljon rá egy évig külső piaci forrásbevonásra. Ezzel közel egyidejűleg Alan *Greenspan* (1999), az amerikai jegybank (*Federal Reserve, Fed*) volt elnöke 1999 áprilisában a Világbank egy konferenciáján fogalmazta tovább a szabályt. E szerint a devizatartalékoknak

meg kell haladniuk az ország éven belül lejáró devizaadósságát.¹ A mutató történetéhez tartozik, hogy már jóval korábban javasoltak hasonló szempontokat a tartalékmegfeleléshez: *Keynes (1930)* az indiai tartalékokra vonatkozóan jegyezte meg, hogy a külföldi források kivonását is fedeznie kell a devizatartaléknak.

Az akadémiai irodalom hamar elkezdte használni a mutatót, már 1999 szeptemberében jelent meg olyan tanulmány, amely a devizatartalékok rövid adóssághoz viszonyított arányának a korábbi válságokban betöltött szerepét vizsgálta (*Rodrik – Velasco 1999*). Az IMF 2000 márciusában már javasolta a tartalékmegfelelés értékeléséhez a rövid külső adósságot, s nem sokkal ezután kezdte el használni (*IMF 2000*). Arra vonatkozóan nincsenek elérhető információk, hogy miért éppen az *1 éves küszöbérték került meghatározásra*, ez valószínűleg statisztikai okokra vezethető vissza (az éven belüli külföldi adósságelemekről jellemzően nem publikálnak az országok részletesebb futamidő-bontást).

A Guidotti–Greenspan-szabálynak többféle módosított változata is létezik. Az egyik alternatíva szerint a rövid futamidejű külföldi adósságon felül a tartaléknak fedeznie kell a folyó fizetési mérleg következő évi várható hiányát is (*bruttó külső finanszírozási igény*). A folyó fizetési mérleg hiánya ugyanis addicionális devizatartalék-igénnyel járhat. Ezt a módosítást jellemzően aszimmetrikusan kezelik, azaz a folyó fizetési mérleg többlete esetén azt nem vonják ki a rövid külső adósság értékéből (*IMF 2011*). Az IMF is használja a IV. cikkely szerinti országértékelésekben egyes, fizetésimérleg-hiánnyal küzdő országoknál. További módosított változata a rövid külső adósságnak az ún. *külső adósságszolgálat*, ami a lejáró külföldi adósság tőkeelemei mellett a kamatfizetéseket is figyelembe veszi, bár ez egy ritkábban használt tartalékmutató. Az IMF továbbá az országok egy részénél az országelemzéseiben jelzi, hogy a rövid külső adósságba beleszámítja a *külföldi tulajdonosi hitelek éven belüli részét is*, annak ellenére, hogy a vállalatcsoporton belüli hitelek statisztikailag nem az adósságtípusú, hanem a működőtőke kategóriába tartoznak. A korrigált mutató azt feltételezi, hogy válság esetén a tulajdonosi hitelek kiáramlása is kockázatot okozhat. A hitelminősítő intézetek értékelési módszertanában szintén megjelenik a rövid külső adósság szabály, különösen annak módosított változatai. Az egyes országok külső sérülékenységének, illetve tartalékszintjének megítélésakor a Moody's például a rövid külső adóssághoz a külföldiek hazai bankoknál tartott hosszú futamidejű betéteit is hozzáadja, és a tartalékokat ehhez a korrigált adósságmutatóhoz viszonyítja (*Moody's 2013*). A Standard & Poor's a saját maga által definiált bruttó külső finanszírozási igényt veszi alapul, azaz a felhasználható tartalék részt

¹ Greenspan további elemekkel is javasolta bővíteni a szabályt, például hogy a külső adósság futamideje legalább 3 év legyen, vagy hogy az ország annyi devizatartalékot tartson, hogy nagy valószínűséggel (pl. legalább 95 százalékos eséllyel) ne szoruljon rá 1 éven keresztül külső forrásokra. Ezek a kiegészítések végül nem váltak részévé a *Guidotti–Greenspan*-mutatónak. Greenspan eredetileg csak a rövid devizaadósságot javasolta, az elterjedt szabály már nemcsak az idegen, hanem a saját devizában denominált adósságot is tartalmazza.

a folyó fizetési mérleg egyenlegével növeli a külső likviditás arányának meghatározásakor (S&P Global Ratings 2014), a Fitch pedig a rövid külső adóssághoz még a likvid kötelezettségeket is hozzászámítja, mint például a külföldiek hosszú lejáratú állampapír-állományát (Fitch Ratings 2012).

A Guidotti-szabály olyan válsághelyzetben jelent releváns mutatót, amikor a külső finanszírozás leáll, és csak a devizatartalékból biztosítható a lejáratú külső adósság visszafizetése. A tőkebeáramlás leállása vagy visszafordulása (más néven *sudden stop*) jelentős károkat okozhat egy adott ország gazdaságára nézve (Reinhart – Calvo 2000). Ha devizalikviditás hiányában az állam vagy a magánszektor nem lenne képes visszafizetni külső adósságát, az jelentős reálgazdasági alkalmazkodást tehetne szükségessé. A rövid külső adósság minden eleme bizonyos mértékig megújítási kockázatot hordoz, ezzel összhangban a mutató a hazai és külföldi devizában denominált adósságelemeket egyaránt figyelembe veszi (IMF 2000). Több tanulmány is kimutatta, hogy a rövid külső adósságtól elmaradó devizatartalék esetén magasabb a gazdasági válság vagy a valutaválság kialakulásának valószínűsége (Furman – Stiglitz 1998; Calafell – Del Bosque 2002). Frissebb kutatások pedig a Lehman-csőd időszakára vonatkozóan találták azt, hogy a Guidotti–Greenspan-mutató a többi hagyományos indikátornál jobban magyarázta a GDP visszaesését (Bussiere et al. 2015).

A Guidotti–Greenspan-szabályt a szakirodalom olyan országok számára ajánlja, amelyek hozzáférnek a nemzetközi tőkepiacokhoz, a határon átnyúló finanszírozás jelentős, de bizonytalan. A rövid külső adósság mint tartalékmutató olyan országok számára ajánlott, amelyek hozzáférnek a külföldi tőkepiacokhoz (*market access*) (IMF 2016). Ez egyrészt feltételezi, hogy az adott ország tőkemérlege is liberalizált, azaz nemcsak a fizetési mérleg folyó tételei, hanem a finanszírozó tételek is szabadok, azaz nincsenek tőkekorlátozások. A tőkeáramlások liberalizációja óta a tőketételek volatilitása lényegesen nagyobb lehet, mint a folyó tételeké, amelyekre például az importszabály épít. Önmagában a liberalizáció ténye még nem elég, a kockázatok felépüléséhez az is szükséges, hogy a külső finanszírozás, illetve azon belül a rövid lejáratú tartozás mértéke magas legyen, a nagyobb rövid külső adósság nagyobb megújítási kockázatot hordoz. Az, hogy mennyire bizonytalan a külső finanszírozás, nehezen mérhető, így inkább annak mértéke az, ami fontos lehet a mutató használatának megítélésekor. A mutató relevanciáját befolyásolhatja például a bankrendszer tulajdonosi szerkezete: magasabb külföldi tulajdonosi arány esetén a bankrendszer külföldi, és azon belül a rövid adóssága is magasabb lehet. Mivel a rövid külső adósságnak része az állam és a bankrendszer rövid külső adóssága is, az állam vagy a bankok tranzakciós devizaigényének kielégítését tartalékolási célként kitűző jegybankokkal szemben eme mutató szerinti tartalékigény elvárása lehet indokolt.

3. Az IMF-adatok gyűjtésének módszertana, hipotézisek

3.1. Az IMF-adatbázis összeállítása, elméleti megfontolások

Tanulmányunkban a devizatartalék értékelésére szolgáló mutatók elemzésére az országspecifikus adatokat a *Nemzetközi Valutaalap* (International Monetary Fund, a továbbiakban: IMF) országjelentései és -elemzései alapján gyűjtöttük össze. Ennek magyarázata, hogy a szervezet *rendszeresen vizsgálja tagországainak gazdaságpolitikáját, amelyek során a standard, valamint a tagországokra jellemző egyedi tényezőket is figyelembe vesz.* Az IMF Alapokmányának IV. cikke szerinti rendszeres (általában évente végzett) átfogó gazdaságpolitikai konzultációi keretében egyeztetést folytat tagállamaival, amelyek eredményeként ajánlásokat fogalmaz meg részükre. A felügyelet során a hangsúlyok az országok egyedi körülményei alapján eltérőek, az azonban általánosnak mondható, hogy *az árfolyam-, monetáris és fiskális politika keretein belül a devizatartalék optimális szintjét is elemzi és értékeli* a Valutaalap.

Az elemzésbe bevont országok kiválasztásánál a szervezet 189 tagországból indultunk ki, amelyek közül kiszűrtük azokat az országokat, ahol *bizonyos tényezők nem teszik lehetővé a nemzetközi tartalékok összehasonlítható vizsgálatát.* Az egyik ilyen szempont az országok fejlettségi szintje, *fejlett országok* esetén ugyanis az IMF és a befektetési bankok elvárásai nem hasonlíthatók össze a feltörekvő országokéval, mivel a tartaléktartás az előbbieket esetében – főként az erős intézményi és szabályozási rendszerük, likvid pénzpiacaik, valamint rugalmas árfolyamrendszerük következtében – nem kiemelt szempont. Bár a válságot követően a fejlett országok tartalékigénye is emelkedett, általánosnak tekinthető az a nézet, hogy nincs szükségük érdemi devizatartalékra, leginkább piaci zavarok esetére tartanak fenn devizatartalékot. (Különösen igaz ez a tartalékvalutát kibocsátó országokra, amelyek a devizapiacra könnyedén elcserélhetik a hazai devizát külföldi devizára, illetve swap-megállapodásokat köthetnek egymással a megfelelő devizatartalék-szint és devizaliquiditás biztosítására.) (IMF 2011). A vizsgálatunkból kizáró másik két tényező az adott ország *valutaunióban való részvétele, illetve a dollarizáció vagy euroizáció bevezetése, illetve fokozottabb jelenléte* volt. Előbbi magyarázata, hogy a valutaövezetek tagországai a monetáris politika önálló vitelének elvesztésével a nemzetközi tartalékok kezelésével is a valutaunió központi bankját bízzák meg. A dollarizáció vagy euroizáció szintén a monetáris szuverenitás feladásának egy formája, amelynek során egy állam részben vagy teljesen lemond saját nemzeti fizetőeszközéről és helyette törvényes fizetőeszközként egy idegen, de stabil valutát vezet be. Az utóbbi két esetben szintén nem vizsgálhatók országonként a devizatartalék optimális szintjének meghatározására szolgáló mutatók, így ezen országok figyelmen kívül hagyásával mintegy 120 tagország jelentette vizsgálatunk alapját.

Kutatásunk során saját, önálló adatbázist hoztunk létre az IMF országjelentések adatai, valamint a tartalékmegfelelési mutatók szempontjából fontos indikátorok alapján. Az országok jelentős része az IMF IV. cikkely szerinti országélemzésein felül IMF-programokban való részvételük miatt további felülvizsgálat alá esnek, ahol a tartalékszint alakulását és a tartalékmegfelelést is vizsgálja az IMF. A tartalékmegfelelési mutatók elemzéséhez az adatok összegyűjtését így kétféle IMF-jelentés-típus felhasználásával végeztük el. Az adatok forrásai egyrészt a IV. cikkely szerinti országjelentések, másrészt az olyan egyéb országspecifikus elemzések voltak, amelyeket a szervezet IMF-programokban való részvétel esetén készít a résztvevő országokról². Utóbbiakat minden esetben a IV. cikkely szerinti országjelentéssel egységes szerkezetben, vagy külön jelentésként, de önálló, teljes gazdaságpolitikai elemzésként publikálják. Az adatok összegyűjtése során nem tettünk különbséget a két adatforrás között. A vizsgált országok közel fele jelenleg is részt vesz valamilyen IMF-programban, így a programországok közül néhány esetben az adatok forrása kizárólag a programokhoz kapcsolódó dokumentumok voltak, azaz a IV. cikkely szerinti országjelentést nem mindig használtuk fel.

Tekintettel az országok fejlettségére, valamint az eltérő gazdasági, pénzügyi és politikai helyzetükre, a tartalékmegfelelési mutatók összegyűjtése során szigorúan a tartalékmegfelelésre vonatkozó információkat és megállapításokat vizsgáltuk, egyéb tényezőket a jelentések alapján nem vettünk figyelembe. A mutatókat előfordulásuk alapján négy fő kategóriába gyűjtöttük össze: rövid külső adósság, importszabály, pénzmennyiség és IMF-féle kombinált mutató. Az importszabály kivételével a három másik kategória más hasonló mutatókat vagy egyéb tételekkel korrigált adatokat is magában foglal, ezeket az alábbiakban mutatjuk be.

A *rövid külső adósság* az IMF jelentéseiben általában a tulajdonosi hitelek becsült éven belüli részének 20 százalékaival korrigált, rövid külső adósságot jelenti, a korrigálatlan Guidotti–Greenspan-mutató használata ritkább, de inkább az tekinthető általánosnak, hogy nem derül ki egyértelműen a jelentésekből, hogy a rövid külső adósság a fenti két mutató közül pontosan melyiknek felel meg. Egyes országoknál ugyanakkor a rövid külső adósság mutatót nem csak önmagában, hanem egyéb tételekkel korrigálva is kiszámítják (mint például a folyó fizetési mérleg hiánnyal vagy többlettel, illetve a bankok deviza- és külföldi betéteivel korrigálva), ezeket az egyéb kategóriákat szintén a rövid külső adósság csoportba soroltuk.

² A nem kedvezményes IMF-hitelek kategóriájába tartozik a Stand-By Arrangement (SBA), a Flexible Credit Line (FCL), a Precautionary and Liquidity Line (PLL), az Extended Fund Facility (EFF) és a Rapid Financing Instrument (RFI). Az Extended Credit Facility (ECF), a Standby Credit Facility (SCF) és a Rapid Credit Facility (RCF) a kedvezményes IMF-hitelek közé tartoznak és az alacsony jövedelmi kategóriába tartozó országok számára érhetőek el.

A *pénzmennyiség* kategóriába a hagyományosnak tekinthető M2 szabályon kívül a monetáris bázis és az M3 aggregátum alkalmazását is besoroltuk. Bár nem szorosan a pénzmennyiségek kategóriájába tartozik, a mutatót néhány esetben egyéb tételekkel is korrigálják (például a betétekkel, a külföldi devizában tartott betétekkel és a nem-rezidensek betéteivel, vagy a monetáris bázis banki hitelekkel korrigált értékével), amelyeket szintén ebben a kategóriában vettünk figyelembe.

Az IMF-féle kombinált mutató esetén több összetett mutatót vontunk össze ebbe a kategóriába. A feltörekvő országokra kifejlesztett ARA-mutatók (*Assessing Reserve Adequacy, ARA-mutató vagy risk-weighted metrics*) négy indikátor súlyozott átlaga alapján határozzák meg a devizatartalékok szükséges szintjét: (1) rövid lejáratú külső adósság, (2) portfólió-tartozások és egyéb hosszú lejáratú külső adósság, (3) pénzmennyiség, (4) export (IMF 2011). Az IMF az ARA-mutatók egyes verzióit országspecifikus tényezőktől függően használja, így a hagyományos mutatókhoz hasonlóan itt is jelentősége van az országok közti különbségeknek. Fix árfolyamrendszerben az egyéb külső adósság és a pénzmennyiség, míg tőkekorlátozásokat alkalmazó országokban a pénzmennyiség súlya magasabb (IMF 2015), vagyis ezen tényezők esetében a kiáramlás nagyobb volt a korábbi válságok során.

A súlyok a 2013-ban elvégzett felülvizsgálat alapján egy Magyarországhoz hasonlóan lebegő árfolyamrendszerrel rendelkező, tőkekorlátozás nélküli országban: rövid külső adósságra 30 százalék; a portfólió-tartozásokra és egyéb hosszú külső adósságra 15 százalék; a pénzmennyiségre és az exportra egyaránt 5–5 százalék (IMF 2013). A súlyok meghatározásánál a módszertan a múltbeli válságok során megfigyelt kiáramlás szélsőértékeit vette figyelembe. A súlyozott mutató egy sávot jelöl ki, a becsült érték 100, illetve 150 százaléka közti értéket tekintik a szerzők optimális szintnek, mely sáv meghatározásánál költség-haszon alapú modellek eredményét is figyelembe vették.

A fejlődő országok tartalékmegfelelését elsősorban a külső sokkokkal szembeni nagyobb sérülékenységük, illetve a nemzetközi tőkepiacokhoz való korlátozott vagy nemlétező hozzáférésük miatt nemcsak a tradicionális mutatók segítségével, hanem *költség-haszon elemzések* alapján is vizsgálják, amelyek célja, hogy egyensúlyt teremtsenek a tartaléktartás marginális előnyei és költségei között (Low and middle-income country reserve adequacy template vagy *Assessing Reserve Adequacy in Credit-Constrained-Economies, ARA-CC*) (IMF 2016; Dabla-Norris et al. 2011). A kisebb szigetek vonatkozásában is külön kombinált mutatót alkalmaz az IMF (*risk-weighted measure for small island developing states*), amely rájuk jellemző sajátosságokat is figyelembe vesz, például a korlátozottabb pénzügyi infrastruktúrát, a kereskedelmi sokkok vagy a természeti katasztrófák előfordulását (Mwase 2012).

Adatbázisunkban a mutatókra vonatkozó információkat minden ország esetében azonos szempontok szerint, a legutolsó két IMF-riport alapján gyűjtöttük össze. A rövid külső adósság, az IMF-féle kombinált mutató, az importszabály és a pénzmennyiség-mutatókon belül szöveg, ábra és táblázat kategóriákat különítettünk el, ahol 1-es értékkel jelöltük, ha az adott mutató szöveges értékelésben (szöveg), ábrán (ábra) vagy a gazdasági indikátorokat jelző összefoglaló táblázatokban (táblázat) jelent meg.

Az adatok további felhasználásához a két jelentés alapján előálló két adathalmaz metszetét vettük, ahol már nem vizsgáltuk a táblázat kategóriát. A devizatartalékra vonatkozó statisztikai adatok többnyire a kiválasztott gazdasági indikátorokat vagy a fizetési mérlegre vonatkozó adatokat tartalmazó táblázatokban jelennek meg, amelyek a jelentés sztenderd elemei. A tradicionális mutatónak számító importszabályt például az országok több mint 90 százalékánál megtaláljuk táblázatos formában, a tartalékmegfelelés értékelésére azonban a táblázatoktól függetlenül, a jelentések egyéb részeiben kerül sor, és nem feltétlenül az importszabály alapján. Fordítva ugyanakkor: ha egy vagy több mutató alapján értékeli az IMF a megfelelést, a mutatók nem feltétlenül jelennek meg a táblázatokban. Ennek megfelelően a táblázatban szereplő mutatókat inkább tájékoztató jellegű adatoknak tekintettük és az adott mutató metszeténél már csak azt vizsgáltuk, hogy az szöveges értékelésben vagy ábrán, de mindkét jelentésben megjelenik-e. Módszerünk magyarázata, hogy a jelentések uniójával szemben a metszet robusztusabb eredményt ad, és kizárhatjuk a mutatók használatának véletlenszerűségét is.

Az IMF-féle kombinált mutatót az IMF 2011-től kezdte el használni, ezért a mutatóknál vizsgált jellemzőket (szöveg, ábra, táblázat) csak a 2011 utáni jelentések alapján vettük figyelembe. Az adatgyűjtést a 2016. december 31-ig közzétett jelentésekkel zártuk le. Mivel a jelentések metszetét vizsgáltuk, azok az országok kiestek a mintából, amelyeknek csak egy 2011 utáni jelentése volt (pl. Argentína, Egyiptom, Líbia) vagy amelyeknél az IMF nem vizsgált egy tartalékmutatót sem (pl. Katar), illetve azon országok is, amelyek nem érték el a fejlettségnek azt a szintjét, hogy a devizatartalék alakulását vizsgálni lehessen (pl. Szomália). Egyes országoknál feltételeztük, hogy azért nem találtunk IMF-riportot, mert bár van IV. cikkely szerinti konzultáció, a hatóságok nem járultak hozzá a jelentések közzétételéhez (pl. Bahrain, Oman) (Roy – Ramos 2012). Mindezek miatt a korábban 120 elemű mintánk 105 országra csökkent³. Az IMF által használt tartalékmutatók átfogó elemzéséhez minden egyes országhoz további három jellemzőt rendeltünk: (1) milyen jövedelmi kategóriába tartoznak, (2) szabad vagy korlátozott tőkeáramlás jellemző, illetve (3) fix vagy lebegő árfolyamrendszert alkalmaznak.

³ Az országok és a felhasznált IMF-országjelentések listáját a melléklet tartalmazza.

3.2. Hipotézisek

Azt várjuk, hogy minél fejlettebb egy ország, annál gyakoribb a Guidotti–Green-span-mutató és a pénzmennyiség alapú mutatók használata, míg az importmutató kevésbé gyakori. A korábban bemutatott elméleti irodalomban az egyik tényező, ami a tartalékmutatók használatát meghatározza, a külföldi tőkepiacokhoz való hozzáférés. Ez nem jelent egyenlőséget a tőkekorlátozásokkal, inkább a külföldi szereplők hajlandóságát mutatja. Ez közvetlenül nehezen mérhető, ezért itt közelítő mutatóként az országok fejlettségét használjuk. Minél fejlettebb egy gazdaság, annál inkább várható, hogy hozzáfér a külső finanszírozáshoz (egyéb tényezők változtatásága mellett). Az irodalomban a külső piacokhoz való hozzáférés és a Guidotti–Greenspan-mutató között pozitív kapcsolatot írnak le, ez alapján a jövedelem és e mutató használata között pozitív kapcsolatot várunk, az importszabály esetén viszont épp fordítva. A pénzmennyiség-alapú szabályoknál, bár direkt módon nem említi az irodalom ezt a tényezőt, itt is releváns a külföldi piacokhoz való hozzáférés, hiszen a belföldi szereplők tőke kivitele is feltételezi, hogy hozzáfér az ország a tőkepiacokhoz, csak nem forrás-, hanem eszközoldalon. Ez alapján a Guidotti–Greenspan-mutatóhoz hasonlóan a pénzmennyiségnél is pozitív kapcsolatot várunk a jövedelem és e mutató használata között.

A tőkekorlátozások esetén az a hipotézisünk, hogy minél erősebb a korlátozások mértéke, annál kevésbé gyakori a Guidotti–Greenspan-mutató és a pénzmennyiség-mutatók használata, míg az importmutató inkább gyakori. Az elméleti irodalomból levonható egyik következtetés, hogy a tőkekorlátozásokat alkalmazó országokban az importszabály releváns, míg a Guidotti–Greenspan-mutató nem. A pénzmennyiség-alapú mutatók esetén szintén az várható, hogy ahol nagyobb a tőkekorlátozás foka, ott kevésbé képesek a hazai szereplők külföldre menekíteni megtakarításaikat. Itt tehát közvetlen kapcsolatot várunk a tartalékmutatók és a tőkekorlátozás mértéke között, szemben a jövedelembeli fejlettséggel, amit csak közelítő mutatóként használunk.

A pénzmennyiség-alapú szabályra vonatkozóan azt várjuk, hogy annak használata a fix árfolyamrendszerű országokban gyakoribb. Ahogy korábban említettük, fix árfolyamrendszerrel inkább ajánlják a pénzmennyiség-alapú mutatók használatát. Ezt erősítik meg a valutatanácsokról elmondottak is, ami szintén egy speciális fix árfolyamrendszer. A többi mutató esetében ugyanakkor nem fogalmazunk meg ex-ante hipotéziseket, az elméleti irodalom alapján nem egyértelmű, hogy az árfolyamrendszernek kell-e befolyásolnia a Guidotti–Greenspan-mutató vagy az importszabály relevanciáját. Az a megállapítás viszonylag elterjedt, hogy fix árfolyamrendszer magasabb tartalékszintet indokol, ez viszont nem ad támpontot arra vonatkozóan, hogy melyik mutató a relevánsabb. Ugyanakkor e dimenzió szerint is megvizsgáljuk majd az IMF-jelentések gyakorlatát (1. táblázat).

Az IMF-féle kombinált mutatóra nem állítottunk fel hipotézist, ennek egyik oka, hogy a mutatót az IMF saját használatra fejlesztette ki, így egyértelműnek tekintettük, hogy az IMF országjelentéseiben igen gyakori lesz az előfordulása. Emellett az ARA-mutató a tőkekorlátozásoktól, illetve az árfolyamrendszerek típusától függetlenül minden országra kiszámítható és alkalmazható, így ezen dimenziók vizsgálata a többi mutatóval szemben nem értelmezhető. Másik lényeges ok, hogy a kombinált mutató szakirodalmi megalapozottsága jelentősen eltér a hagyományosnak tekinthető mutatókétól, így az elméleti irodalom tesztelésére a többi tartalékmutatóhoz hasonlóan nem volt lehetőségünk.

| 1. táblázat | | | |
|--|----------------------------------|----------------------|---------------------|
| Egyes országjellemzők és a tartalékmutatók használata közti kapcsolatra vonatkozó hipotézisek | | | |
| | Guidotti–Greenspan-mutató | Importszabály | Pénzmenyiség |
| Fejlettség/tőkepiacokhoz hozzáférés | + | – | + |
| Tőkekorlátozás | – | + | – |
| Rögzített árfolyamrendszer | | | + |

Forrás: saját gyűjtés.

3.3. Jövedelmi kategóriák

Az országok jövedelmi kategóriákba sorolásához a Világbank World Development Indicators adatbázisát használtuk, ahol a szervezet a világ országait négy jövedelmi csoportba sorolja be az előző évi egy főre jutó bruttó nemzeti jövedelem alapján, az inflációs és az árfolyamhatások kiszűrésével (*Atlas módszerrel számítva*). Az évente frissített jelentés 2015-ös adatai szerint 1025 dollár alatt alacsony, 1026–4035 dollár között közepesen alacsony, 4036–12475 dollár között közepesen magas, 12475 dollár felett pedig magas jövedelmi kategóriába tartoznak az országok. Az előző évi listához képest több ország besorolása is változhat (pozitívan vagy negatívan), az adatokat azonban idősorosan nem vizsgáltuk, és az előző évhez képesti változásokat sem vettük figyelembe. A mintánkban szereplő 105 ország közül 16 az alacsony, 36 a közepesen alacsony, 36 a közepesen magas, 17 pedig a magas jövedelműek közé tartozik. Az országok viszonylag egyenletes eloszlása lehetővé teszi a tartalékmegfelelési mutatók részletesebb vizsgálatát, mivel az egyes csoportokon belül további megfigyeléseket végezhetünk anélkül, hogy a részmintában szereplő országok száma túl alacsonyra csökkenne. Azért választottuk a Világbank adatbázisát az országok fejlettség szerinti csoportosítására, mert a Magyarország számára releváns feltörekvő orszákkategóriába az IMF és a befektetési bankok sokszor eltérően sorolnak be országokat, a jövedelmi csoportok alapján történő kategorizálás azonban egyértelmű és a világ összes országára kiterjed.

3.4. Tőkekorlátozások

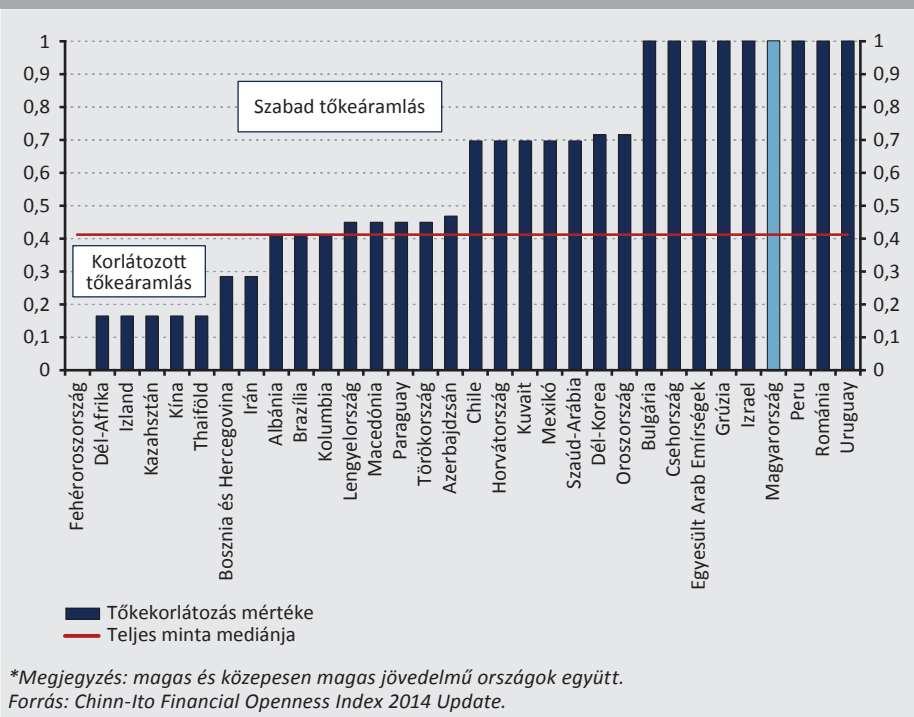
A pénzügyi nyitottság mérésére, pontosabban a tőke szabad áramlásának, illetve a tőkekorlátozások meglétének vizsgálatára a Chinn–Ito-indexet („KAOPEN⁴”) választottuk, amely az 1970–2014 közötti időszakra a tőkepiaci nyitottság változását követi nyomon 182 ország vonatkozásában. A tőkeliberalizációs index a jogi értelemben vett, de iure nyitottságot méri, vagyis a kiválasztott országok esetén a folyó- és tőke-mérleg-tranzakciókat érintő szabályozási szempontokra és korlátozásokra összpontosít (Chinn – Ito 2008). A mutató összeállítása az IMF Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (a továbbiakban: AREAER) című kiadványa alapján olyan bináris változók átlagolásával történik, amelyek a határokon átnyúló pénzügyi tranzakciókra érvényes korlátozásokat mutatják be a vizsgált időszakban. A mutató előnyének nevezhető relatív áttekinthetőségén túl az is, hogy az országok igen széles körére egy rendszeresen frissülő adatbázis áll rendelkezésünkre.

A KAOPEN-adatsoroknál a nagyobb érték jelenti a nagyobb nyitottságot, vagyis a teljesen nyitott tőkemérleggel rendelkező, többnyire fejlett országok kapják a legmagasabb értéket. A tartalékmegfelelési mutatók értékelése során a 2014-es értékeket vettük figyelembe, ahol az adatsor maximuma 2,39, amely a teljes tőkepiaci nyitottságot jelenti, a változó minimuma pedig –1,89. Az indexnek azt a változatát használtuk, amely 0 és 1 között normalizált értéként jelenik meg, ahol az 1-es jelenti a tőke korlátlan áramlását, míg a 0 a teljes zártságot (KA_OPEN). A tőkekorlátozások mérése során nem vizsgáltuk, hogy a mutató értékei mennyire helytállóak, vagyis a tényleges tőkeáramlások nagyságát, a de facto nyitottságot, valamint a tőkekorlátozások mérésére szolgáló egyéb mutatókat (pl. Quinn-index).

Az IMF szakértői az ARA-mutatót nemcsak a fix és lebegő árfolyamrendszerek megkülönböztetésével, hanem a tőkekorlátozások figyelembevételével is kiszámítják. A tőkekorlátozások meghatározására három különböző, de alapértelmezettnek számító indikátor (Chinn–Ito-index, Quinn-index és az IMF share index) mediánját veszik alapul, amely ha 0,25 alatti vagy azzal megegyező értéket vesz fel, az adott országot úgy tekintik, mint ahol tőkekorlátozás van érvényben (IMF 2016). Ennek analógiájára a vizsgált országcsoportunkban a 2014-es évre kiszámított Chinn–Ito-indexek mediánját vettük (0,4128) a tőkepiaci nyitottság mérésére. A medián feletti értékek (>0,4128) esetén szabad, a mediánnal megegyező vagy az alatti értékek (≤0,4128) esetén pedig korlátozott tőkeáramlást állapítottunk meg és dummy változókká (0 vagy 1) alakítottuk. A vizsgálatba bevont 105 ország közül egyedül Szerbia nem szerepelt a Chinn–Ito-index országlistájában. A nyers adatok elemzéséhez a Magyarországhoz hasonló magas vagy közepesen magas jövedelmi kategóriába tartozó országokat ábrázoltuk (1. ábra).

⁴ A KAOPEN a „capital openness” rövidítése (Chinn–Ito 2008).

1. ábra
Tőkeáramlás egyes magasabb* jövedelmi kategóriába tartozó országokban



Az index 2014-es kiegészítése során a szerzők felhívják a figyelmet, hogy 2005 óta egyes (többnyire iparosodott) országok a tőkemozgások ellenőrzésének bevezetését jelentették a terrorista államokkal szemben az AREAER keretében, a szerzők azonban ezen ellenőrzések jellegénél fogva, valamint valódi korlátozások hiányában úgy tekintették ezeket az országokat, mint amelyek nem alkalmaznak nemzetközi szankciókat (Chinn – Ito 2016). A felsorolt 14 ország között található Magyarország is, ezért fordulhat elő, hogy az AREAER-adatbázisban Magyarországnál egyes kategóriákban korlátozások szerepelnek, míg a Chinn–Ito-index alapján az ország a legmagasabb értéket (2,39 vagy KA_OPEN esetén 1-est) kapta.

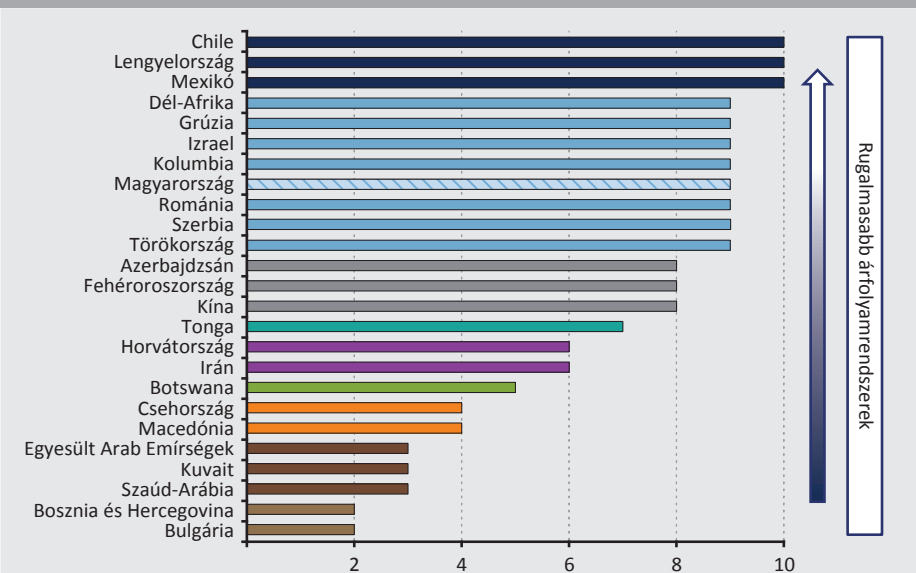
3.5. Árfolyamrendszer

Az IMF minden évben jelentést tesz közzé az árfolyamrendszerekről és devizakorlátozásokról (AREAER). Az utoljára 2008-ban módosított osztályozási rendszer alapján három főbb kategóriát különböztetnek meg: az árfolyamrögzítést (*hard/soft pegs*), a rugalmas árfolyamrendszereket (*floating arrangements*), valamint azokat a köztes országokat, amelyek egyik kategóriába sem sorolhatók, vagy gyakran változik az általuk alkalmazott árfolyamrendszer (egyéb irányított árfolyamrendszer, *residual*). A 2008-as felülvizsgálat óta az IMF osztályozási rendszere a ténylegesen alkalmazott, vagyis de facto árfolyamrendszereket veszi alapul, amely mellett egyúttal megtalál-

hatók az országok saját bevallása alapján feltüntetett de iure kategóriák, illetve azok hatóságok általi magyarázata is. A három nagy kategóriába összesen tíz árfolyam-rezsim tartozik. Árfolyamrögzítés alkalmazása esetén nagyobb a devizatartalékok volatilitása az árfolyam védelme érdekében végrehajtott rendszeres és gyakran intenzív devizapiaci intervenciók következtében, míg az árfolyamrendszerek rugalmasságának növekedésével – amikor inkább csak az árfolyam kilengéseinek mérséklése a cél – csökken a tartalékok ingadozása (Farkas 2010), ezért a tartalékmegfelelés vizsgálata az árfolyamrendszerek figyelembevétele mellett is kiemelt fontosságú.

A mintánkban szereplő országokhoz az IMF AREAER-adatbázisának 2015-ös adatait rendeltük. Az országok árfolyamkategóriába sorolása évente változhat, az egyes években történt változásokat azonban – különösen a 2014-es és 2015-ös év közötti eltéréseket – idősorosan nem vizsgáltuk. Az IMF-kategóriák alapján az országokat fix vagy lebegő csoportba soroltuk be annak megfelelően, hogy az AREAER-adatbázis melyik két fő kategóriájába tartoznak (2. ábra). Az egyéb irányított árfolyamrendszerbe sorolt országokat egyesével vizsgáltuk, és az IMF országjelentéseiben szereplő információk, valamint az adott ország hatóságai által a 2015-ös évre írt de iure besorolás alapján döntöttük el, hogy a lebegő, vagy inkább a rögzített árfolyamkategóriához állnak-e közelebb. A leírt módszer alapján a 105 elemű mintánkból 47 ország lebegő, 58 ország fix árfolyamrendszert alkalmaz.

2. ábra
Árfolyamrendszerek egyes magasabb jövedelmi kategóriába tartozó országokban



Magyarázat: 2=Valutatanács rendszer, 3=Rögzített rendszer, 4=Stabilizált árfolyamrendszer, 5=Csúszó leértékelés, 6=Kvázi csúszó árfolyamrendszer, 7=Irányított lebetegetés előre bejelentett árfolyampálya nélkül, 8=Egyéb irányított árfolyamrendszer, 9=Lebegő rendszer, 10=Szabad lebetegetés
Forrás: IMF AREAER adatbázis.

4. Az IMF-adatok elemzésének eredményei

Vizsgálatunk elsődleges célja annak tesztelése volt, hogy azoknál az országoknál nézi-e az IMF az egyes mutatókat, amelyeknél azok elméletileg relevánsak. A továbbiakban a megállapított hipotéziseink tesztelése során kapott eredményeket mutatjuk be.

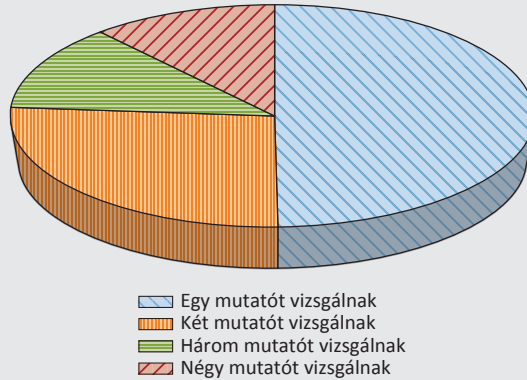
4.1. Tartalékmutatók előfordulási gyakorisága

Az IMF által használt és az általunk vizsgált négy fő tartalékmutató előfordulását tekintve a minta mintegy 75 százalékánál egy vagy két mutatót vizsgálnak a tartalékmegfelelés értékelésére (3. ábra). A mutatók előfordulását vizsgálva azt találtuk, hogy a mintánk közel felénél (52 ország) az IMF csak *egy mutatót* tart relevánsnak, amelyen belül az importszabály aránya 70 százalék, az IMF-féle kombinált mutató aránya pedig 23 százalék (a rövid külső adósság és a pénzmennyiség csak egy-egy esetben jelenik meg). Az importszabály szintén 70 százalékban az alacsony vagy közepesen alacsony jövedelmű országoknál, míg az IMF-féle kombinált mutató csak a közepesen magas és magas jövedelmű országoknál jelenik meg egyedüli mutatóként. A teljes országcsoportunk több mint egynegyedénél (28 ország) az IMF *két mutató* alapján értékeli a tartalékmegfelelést. A leggyakoribb kombináció (közel 70 százalékos aránnyal) az IMF-féle kombinált mutató és az importszabály, ahol szintén mintegy 70 százalékban alacsonyabb, 30 százalékban magasabb jövedelmi kategóriába tartozó országokat találtunk. Az arány az alacsonyabb jövedelműeknél azzal magyarázható, hogy esetükben az importszabály népszerűsége mellett az IMF egyre gyakrabban alkalmaz számukra külön kifejlesztett kombinált mutatót⁵. A magasabb jövedelműeknél ez inkább az importszabály fokozatos elhagyásával magyarázható. A rövid külső adósság és az IMF-féle kombinált mutató kombinációját két mutató vizsgálatánál 25 százalékban nézi az IMF, és szinte kivétel nélkül a magasabb jövedelmi kategóriájú országoknál. (Az importszabály és a pénzmennyiség vizsgálata elenyésző.) A minta több mint 12 százalékánál (13 ország) *három mutató* szerepel az országjelentésekben, ezen belül két nagyobb csoport volt jellemző, a rövid külső adósság – IMF-féle kombinált mutató – importszabály, valamint az IMF-féle kombinált mutató – importszabály – pénzmennyiség, a jövedelmi kategóriák vizsgálata alapján azonban nem tudtunk egyértelmű következtetéseket levonni. Az országok 11 százalékánál (12 ország) az IMF *négy mutatót* vizsgált, az országok háromnegyede a magasabb jövedelmi kategóriába tartozik.

⁵ Például: low- and middle-income country reserve adequacy template vagy ARA-CC metric, illetve risk-weighted measure for small island developing states.

3. ábra

Tartalékmutatók előfordulása a vizsgált IMF-riportok metszete alapján



Forrás: IMF országjelentései alapján saját gyűjtés.

4.2. Tartalékmutatók alakulása a jövedelmi kategóriák függvényében

Első hipotézisünk szerint minél fejlettebb egy ország, annál gyakoribb a Guidotti-Greenspan-mutató és a pénzmennyiség-alapú mutatók használata, míg az importszabály kevésbé jellemző.

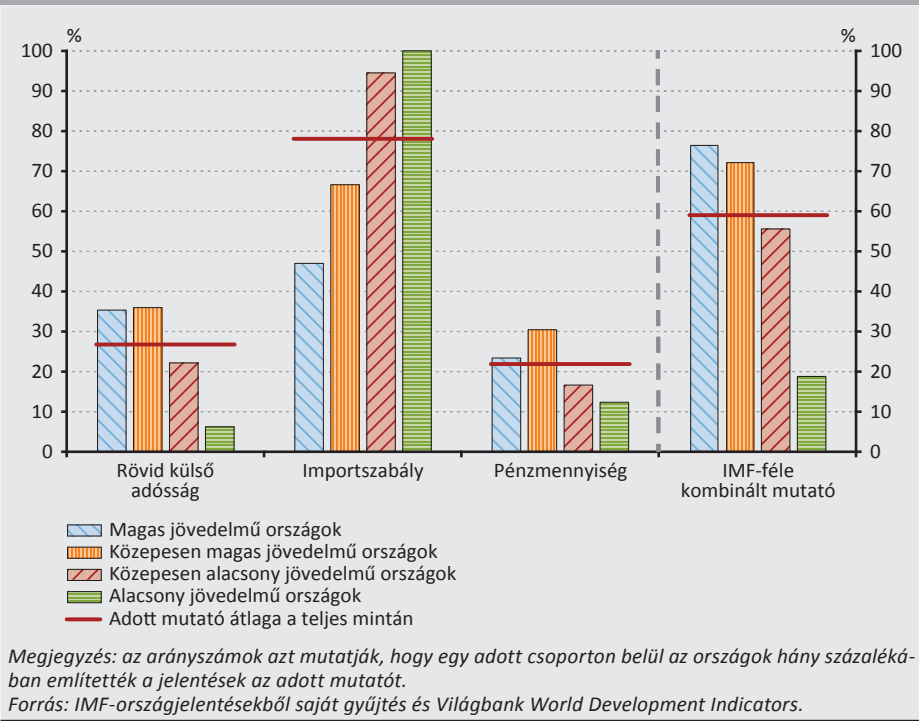
Az IMF országértékelései alapján végzett vizsgálatunk eredményei azt mutatják, hogy pozitív kapcsolat van a rövid külső adósság és a pénzmennyiség-mutatók használata, illetve a jövedelem emelkedése között (4. ábra). Az alacsony jövedelmi csoportnál az IMF szinte nem is vizsgálja a tartalékmegfelelést a rövid külső adósság mutató alapján (a 6 százalék körüli érték 1 országnak felel meg) és a közepesen alacsony jövedelmi kategóriában sem éri el a 25 százalékot a mutató használata. A két magasabb jövedelmi kategórián belül azonban több mint 35 százalékban nézik a rövid külső adósságot, amely a magas és a közepesen magas jövedelmi csoportban egyaránt több mutatóval együtt fordul elő (egy ország kivételével). Vagyis a feltörekvőnek tekinthető országokban elterjedtebb és átlagon felüli a rövid külső adósság mutató alkalmazása. A pénzmennyiségnél hasonló eredményre jutottunk: az alacsonyabb jövedelmű országoknál kevésbé, a magasabb jövedelműeknél gyakoribb a mutató előfordulása, amelyet inkább kiegészítő jelleggel, legalább egy másik mutatóval együtt néznek. Az IMF országjelentések főként a közepesen magas jövedelmi kategóriába tartozó országok esetén említik (31 százalék), de a magas jövedelműeknél is közel 25 százalékos arányban szerepel a mutató. Az importszabály szerepe ugyanakkor a jövedelmek emelkedésével fokozatosan csökken. Az importfedezeti mutatót a vizsgált összes alacsony jövedelmű országnál figyelembe veszi az IMF a tartalékok értékelésekor, az országok háromnegyed részénél egyedüli mutatóként.

A mutató aránya a közepesen alacsony jövedelműeknél is igen magas, megközelíti a 100 százalékot. A csoporton belül az országok több mint 40 százalékánál egyedüli mutatóként szerepel, nagyobb részt azonban más mutatókkal együtt, főként az IMF-féle kombinált mutatóval együtt jelenik meg. A fejlettségi szint növekedésével jelentősen csökken a mutató használata, a magas jövedelmi kategóriában az előfordulási arány már csak 47 százalék. Ennek magyarázata lehet az is, hogy a tartalék-megfelelést egyes országoknál több mutatón keresztül mutatják be a jelentésekben. Az *IMF-féle kombinált mutató* tekintetében elemzésünk azt az eredményt hozta, hogy az országok fejlettségével együtt növekszik a mutató használata. Míg az alacsony jövedelműeknél viszonylag ritkán veszik figyelembe, a közepesen alacsony kategóriában az országok több mint felénél már releváns mutatónak tekinthető, ami a kisebb szigetekre és az alacsonyabb jövedelmű országokra kifejlesztett kombinált mutatók hatása lehet. Az eredményeket statisztikai tesztek is megerősítik, mind a három hagyományos mutató használata szignifikánsan különbözik, ha az országokat jövedelmük szerint osztjuk két csoportba.⁶

Amennyiben jövedelmi csoportokon belül vizsgáljuk a mutatók alakulását, az alacsonyabb jövedelmi kategóriákban az importszabály után az IMF-féle kombinált mutató és a pénzmennyiség vagy rövid külső adósság a gyakorisági sorrend, a magasabb jövedelmű országoknál azonban az IMF-mutató az elsődleges, amelyet az importszabály, a rövid külső adósság és a pénzmennyiség-típusú mutatók követnek. Véleményünk szerint a hipotézisünk alapján vizsgált három mutató használatát befolyásolhatja az adatok elérhetősége is. Míg importadat az országok fejlettségi szintjétől függetlenül rendelkezésre áll a tartalék importfedezettség alapján történő értékelésére, a rövid külső adósság vagy a kombinált mutatók számításához szükséges adatok nem feltétlenül érhetők el a fejletlenebb országoknál.

⁶ A rövid külső adósság, az importszabály és a pénzmennyiség-mutatóknál rendre 5, 1 és 10 százalékos szignifikanciaszinten szignifikáns az eltérés a magas és közepesen magas, illetve közepesen alacsony és alacsony jövedelmű országok között. Az eredményeket ld. a *Melléklet 2. táblázatában*.

4. ábra
Az IMF országjelentéseiben használt tartalékmutatók alakulása jövedelmi kategóriák szerint



4.3. A tartalékmutatók alakulása a tőkekorlátozások függvényében

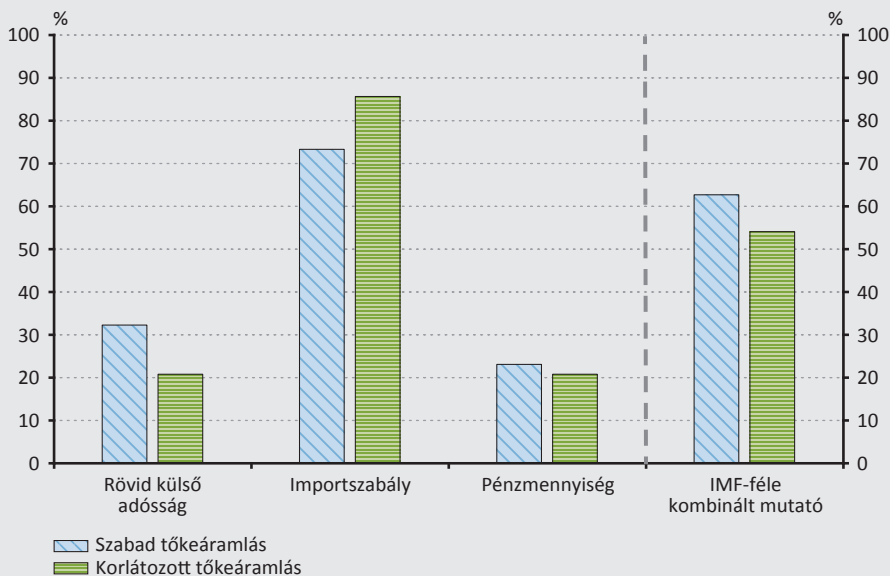
Második hipotézisünk szerint minél erőteljesebb a tőkekorlátozások intenzitása, annál kevésbé gyakori a Guidotti–Greenspan- és a pénzmenyiség-mutató használata, míg az importmutató jelentősége nagyobb.

Kutatásunk eredményei pozitív kapcsolatot igazoltak az importszabály és a korlátozott tőkeáramlás között, a rövid külső adósság és a pénzmenyiség-alapú mutatók azonban kevésbé relevánsak a tőkekorlátozásokat alkalmazó országokban (5. ábra). A 104 vizsgált ország 46 százalékánál valamilyen mértékű tőkekorlátozás van érvényben, amelyet a Chinn–Ito-index alapján számított mediánhoz viszonyítva határoztunk meg. Azt tapasztaltuk, hogy az IMF-jelentésekben a tartalékmegfelelés értékelésekor gyakoribb a rövid külső adósság és a pénzmenyiség-mutató használata a szabad tőkeáramlással jellemezhető országoknál, az importszabály azonban inkább korlátozottabb tőkeáramlás esetén jellemző, ami alátámasztja hipotézisünk állításait (csak a pénzmenyiség esetében nem találtunk statisztikailag szignifikáns különbségeket). Az IMF-féle kombinált mutatónál nem értelmezhető a szabad és korlátozott tőkeáramlás közötti különbségtétel, mivel az ARA-mutatót a tőkekorlá-

tozásokat alkalmazó országokban is vizsgálják a hagyományostól eltérő képlettel (a pénzmennyiség súlyának változtatásával).

A Chinn-Ito-index ugyanakkor arra is lehetőséget ad, hogy csak az e mutató alapján legszabadabb tőkeáramlással jellemezhető országokat külön vizsgáljuk, azaz ahol 1-es a mutató értéke. E szűkebb körre való szűkítés azonban nem változtat érdemben az eredményeken, az importszabályt körükben a IV. cikkely szerinti riportok 70 százaléka használja, míg a rövid külső adósság mutatót csak mintegy 30 százalék. Ez az eredmény annak fényében meglepő, hogy az elméleti irodalom szerint épp fordított relációt kellene látnunk e két indikátor viszonylatában. Az importmutató túlzott használata vélhetően azzal függ össze, hogy az 1-es Chinn–Ito-indexet felmutató országok között vannak alacsony és közepesen alacsony jövedelmű országok is (pl. Haiti vagy Guatemala).

5. ábra
Az IMF országjelentéseiben használt tartalékmutatók alakulása szabad vagy korlátozott tőkeáramlás esetén



Megjegyzés: Az arányszámok azt mutatják, hogy egy adott csoporton belül az országok hány százalékában említették a jelentések az adott mutatót.

Forrás: IMF-országjelentések, saját gyűjtés, Chinn-Ito Financial Openness Index 2014 Update.

4.4. A tartalékmutatók alakulása az alkalmazott árfolyamrendszer függvényében

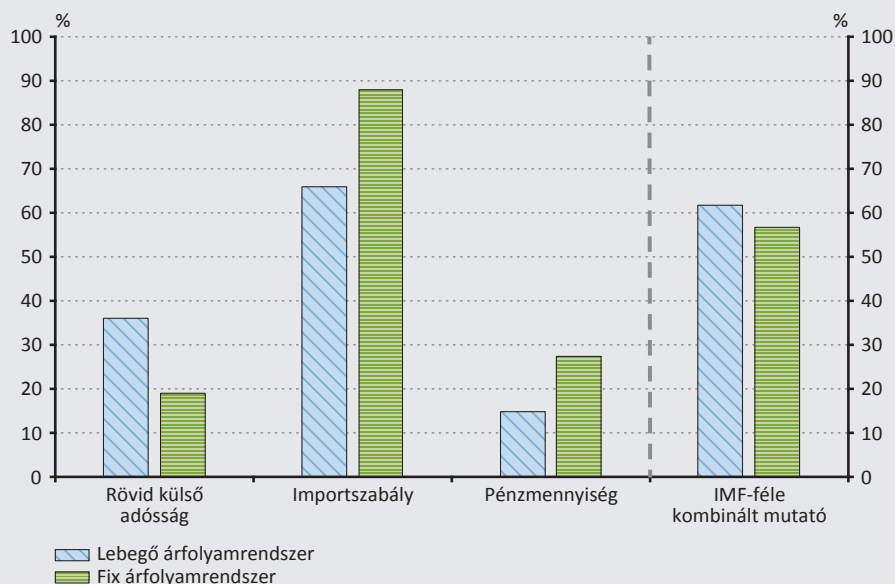
Harmadik hipotézisünk szerint minél kötöttebb árfolyamrendszert alkalmaz egy jegybank, annál inkább gyakori a pénzmennyiség-mutatók használata.

A fix árfolyamrendszert alkalmazó országokban a pénzmennyiség- és az importmutatók használata gyakoribb, mint a lebegő árfolyamrendszerűekben, a rövid külső adósság használata viszont kevésbé gyakori. A vizsgált négy mutató közül csak a pénzmennyiségi mutatóra állítottunk fel előzetes hipotézist. Várakozásainknak megfelelően a fix árfolyamrendszerű országokban magasabb a pénzmennyiségi mutató alkalmazásának aránya az IMF jelentéseiben (6. ábra). A különbség érdemi, közel kétszeres: a fix árfolyamrendszerű országok közel 30 százalékában kerül említésre valamelyik pénzmennyiségi mutató, míg a lebegő árfolyamrendszereknél csak mintegy 15 százalékos ez az arány (a különbség statisztikailag is szignifikáns). A mintánkban 3 olyan ország található, amelyek jegybankja a fix árfolyamrendszerekben belül valutatanácsot működtet (Bosznia és Hercegovina, Bulgária, Dzsibuti). Esetükben kivétel nélkül megjelenik a pénzmennyiség, konkrétan a monetáris bázis, összhangban azzal, hogy a valutatanácsok számára a minimális követelmény a jegybankpénz devizatartalékkal való fedezettsége. Ha ezen országoktól eltekintünk, akkor is igaz, hogy a fix árfolyamrendszereknél a pénzmennyiségi mutatók használata gyakoribb, mint a lebegő árfolyamrendszerek esetében. A rövid külső adósság használata a lebegő árfolyamrendszerek esetében lényegesen gyakoribb, mint a rögzítetteknél; az IMF-féle kombinált mutató esetében nincs érdemi különbség, az importszabály alkalmazása pedig a fix árfolyamrendszereknél gyakoribb.⁷ Ez felveti a kérdést, miért érdemes különbséget tenni árfolyamrendszer függvényében az importszabály és a rövid külső adósság esetén. Az importszabályra egy lehetséges elméleti magyarázat, hogy lebegő árfolyamrendszerekben válság esetén az árfolyam gyengülése átmenetileg csökkentheti a nominális importot, így az importszabály használata kevésbé releváns lehet.

⁷ Az árfolyamrendszerek szerinti bontásban hasonló eredményeket kaptunk, mint a tőkeáramlásnál; ez alapján felmerülhet, hogy csak ugyanazokat az eredményeket látjuk viszont e két dimenzió összefüggése miatt (a fix árfolyamrendszerű országok kétharmada a tőkekorlátozás kategóriánkba esett). Ha azonban megbontjuk az országokat tőkekorlátozás/szabad tőkeáramlás kategóriákra, és azon belül vizsgáljuk az árfolyamrendszereket, akkor mindkét csoportban ugyanolyan irányú eltéréseket kaptunk, mint a fenti ábrán. Az árfolyamrendszereknél megfigyelt eltéréseket tehát nem a tőkekorlátozás eltérő foka magyarázza.

6. ábra

Az IMF országjelentéseiben használt tartalékmutatók alakulása fix- és lebegő árfolyamrendszerek esetén



Megjegyzés: Az arányszámok azt mutatják, hogy egy adott csoporton belül az országok hány százalékában említették a jelentések az adott mutatót.

Forrás: IMF-országjelentésekből gyűjtve, IMF AREAER adatbázisának 2015-ös adatai.

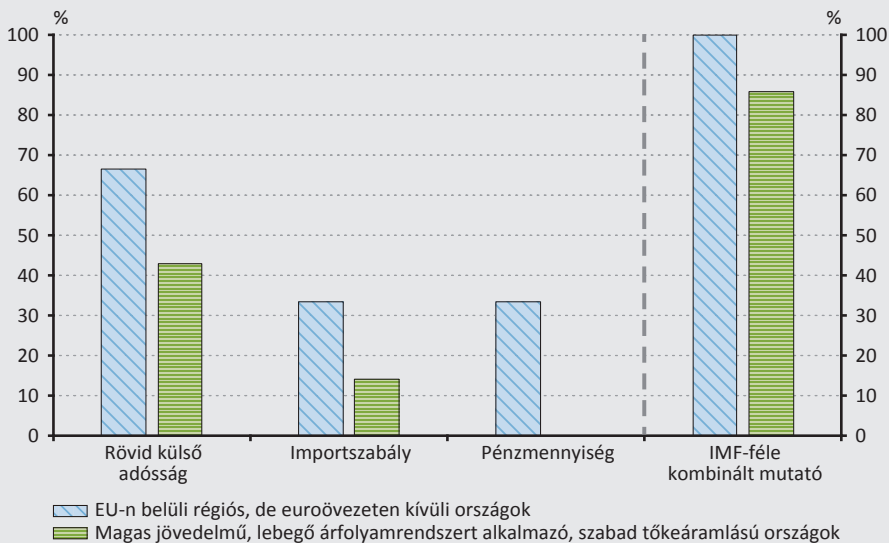
4.5. A tartalékmutatók alakulása további dimenziók mentén és Magyarországra vonatkozóan

További elemzéseink eredményei szerint az árfolyamrendszer és a tőkekorlátozás dimenziók mentén megfigyelt eltéréseket elsősorban nem a jövedelem befolyásolja, hanem e dimenziók alakulása. A vizsgált három dimenzió egymással összefügg, a magasabb jövedelműekre igaz, hogy inkább lebegő árfolyamrendszert alkalmaznak és nincsenek tőkekorlátozások. A Magyarországhoz hasonlóan magas, illetve a közepesen magas jövedelmi kategóriába tartozó országok (53 ország) közel fele (25 ország) de facto lebegő, többsége (28 ország) de facto fix árfolyamrendszerrel rendelkezik. Másrészt közel 70 százalékos a szabad tőkeáramlás aránya a magasabb jövedelmű országokon belül. Ezért az országokat magasabb és alacsonyabb jövedelmi kategóriákba soroltuk, majd a két csoporton belül vettük figyelembe a tartalékmutatók előfordulását az árfolyamrendszer és tőkekorlátozás függvényében. Néhány kivételtől eltekintve mind a tőkeáramlás (szabad, korlátozott), mind az árfolyamrendszer (lebegő, fix) kategóriákban hasonló irányú eltéréseket találtunk, mint az 5. és 6. ábrán, ami azt jelzi, hogy a mutatók többségénél a tőkekorlátozásoknál, illetve az árfolyamrendszerrel megfigyelt eltéréseket nem az országok eltérő fejlettségi szintje okozza.

A Magyarországhoz hasonló jellemzőkkel bíró országcsoport, valamint az Európai Unió belüli régiós, nem euroövezeti országok vonatkozásában az IMF két mutató, a rövid külső adósság és az IMF-féle kombinált mutató alapján értékelte a tartalék-megfelelést a IV. cikkely szerinti országjelentésekben. A Magyarországhoz hasonló országokat kétféle csoportosításban vizsgáltuk meg: először a kutatásunk során használt dimenziók mentén, vagyis a magas jövedelmi kategóriába tartozó, lebegő árfolyamrendszert alkalmazó, szabad tőkeáramlású országok csoportjára (első csoport), majd az uniós országok közül a régió nem euroövezeti országaira (második csoport) jellemző tartalékmutatók előfordulását elemeztük az IMF-es adatbázisunk segítségével. Az első csoport a vizsgált mintánk mintegy 7 százalékát⁸, a második mintegy 6 százalékát⁹ jelenti. Az első csoportba tartozó országoknál az IMF egy, illetve két mutató alapján vizsgálja a tartalék-megfelelést (57 és 43 százalékos arányban). Az IMF-féle kombinált mutató és a rövid külső adósság (86 és 43 százalék) a leggyakoribb, míg az importszabály kevésbé (14 százalék), a pénzmennyiség pedig egyáltalán nem releváns (0 százalék) mutató (7. ábra). Magyarország és Uruguay esetén a rövid külső adósságot és az IMF-féle kombinált mutatót, a Seychelle-szigetekenél az IMF-féle kombinált mutatót és az importszabályt használják, míg Chile, Dél-Korea és Lengyelország megfelelését csak az IMF-féle kombinált mutató, Izraelét csak a rövid külső adósság alapján elemzik.

7. ábra

Az IMF országjelentéseiben használt tartalékmutatók alakulása a Magyarországhoz hasonló jellemzőkkel bíró, illetve az euroövezeten kívüli régiós országokban



Forrás: IMF országjelentései alapján saját gyűjtés.

⁸ A csoportba Chile, Dél-Korea, Izrael, Lengyelország, Magyarország, a Seychelle-szigetek és Uruguay tartozik.

⁹ A csoport tagjai Bulgária, Csehország, Horvátország, Lengyelország, Magyarország és Románia.

A másik csoport esetében a Magyarország szempontjából leginkább mérvadó uniós, de euroövezeten kívüli, hasonló fejlettségi szinten lévő országok tartalékmegfelelési mutatóit vizsgáltuk. A három fő dimenziókat tekintve (1) – Romániát és Bulgáriát kivéve – az országok többsége magas jövedelmi kategóriába tartozik, (2) egyik ország sem korlátozza a tőkeáramlást, (3) Lengyelország, Magyarország és Románia pedig lebegő árfolyamrendszert alkalmaz. Az eredmények az első csoportéhoz igen hasonlóak, az IMF-féle kombinált mutató és a rövid külső adósság tekinthető a két legfontosabb mutatónak (100 és 67 százalék), míg az importszabály és a pénzmennyiség kisebb, de azonos arányban fordul elő (33–33 százalék). Az importszabálynál és a pénzmennyiségnél megfigyelt magasabb arány a két közepesen magas jövedelmi kategóriába tartozó országhoz, Bulgáriához és Romániához kapcsolódik, mivel ezeknél az országoknál az IMF mind a négy mutatót vizsgálja. (Bulgáriánál a pénzmennyiség-mutató használatát a fix árfolyamrendszer, pontosabban a valuta-tanács indokolja, míg Romániában lebegő árfolyamrendszer jellemző, így harmadik hipotézisünket Románia önmagában nem igazolja.) Csehország és Lengyelország esetében az IMF csak saját mutatója alapján elemzi a tartalékmegfelelést, míg Horvátországnál és Magyarországnál a rövid külső adósságot és az IMF-féle kombinált mutatót használják. A két csoport metszetében mindössze két ország, Lengyelország és Magyarország helyezkedik el.

Az Európai Bizottság országjelentéseinek nem állandó eleme a tartalékmegfelelés vizsgálata, előfordulása esetén a Bizottság a hagyományosnak tekinthető tartalékmutatókat részesíti előnyben. Az IMF országjelentéseire alapuló adatbázisunkon kívül az EU-n belüli, de az euroövezeten kívüli, régiós országok tartalékmegfelelését az Európai Bizottság 2014–2016 között készített országjelentései alapján is áttekintettük. 2014-ben a hat ország egyikénél sem jelentek meg tartalékmegfelelésre vonatkozó utalások a riportokban; 2015-ben csak Horvátország, 2016-ban pedig Bulgária, Horvátország és Magyarország tekintetében elemezte a Bizottság a tartalékok akkor aktuális szintjét. Horvátország esetében mindkét éves riportban megjelent a rövid külső adósság és az importszabály, 2016-ban azonban a pénzmennyiség és a bruttó külső adósság alapján is értékelte a Bizottság a tartalékmegfelelést. Magyarországnál a rövid külső adósság, a valutatanácsot működtető Bulgária vonatkozásában pedig a pénzmennyiség jelent meg releváns mutatóként, ami egyúttal az IMF-adatokon végzett kutatásunk eredményeivel is egybees.

5. Befektetési banki elemzésekben használt tartalékmutatók

A nemzetközi intézményeken kívül a befektetési bankok is rendszeresen elemzik az egyes országok tartalékmegfelelését. Ebben a fejezetben a befektetési banki elemzésekben használt tartalékmutatókat, illetve azok gyakoriságát mutatjuk be. A *Csávás – Csom-Bíró 2016* által az MNB-re vonatkozó elemzést kibővítettük több bankkal, és a vizsgálatba bevontuk a feltörekvő országokat is.

5.1. Adatok összeállítása

A befektetési banki elemzéseknél az első szűrést a bankok körének kiválasztása jelentette. Forrásként elsősorban azokat a befektetési banki ajánlásokat, illetve elemzéseket használtuk, amelyeket a nagy befektetési bankok rendszeresen készítenek, és direkt módon küldenek ügyfeleiknek. A rendelkezésünkre álló adatbázis mintegy 30 bank elemzéseit tartalmazta, egyes bankok elemzései azonban nem tartalmaztak tartalékmegfelelésre vonatkozó utalást. *Összesen 21 globális, illetve több országban tevékenykedő nagy bankhoz került be a mintánkba.*¹⁰ A nem publikus banki elemzések mellett kisebb részben az egyes bankok honlapjaira támaszkodtunk forrásként, így publikusan elérhető elemzéseket is tudtunk vizsgálni.¹¹ A bankok darabszáma alapján a minta kicsinek tűnhet, főként az IMF jelentései alapján összeállított adatbázishoz képest. A vizsgált bankok azonban piaci súlyuk alapján jelentősnek tekinthetők, összesített részesedésük a globális devizapiaci forgalomból az Euromoney rendszeresen végzett felmérése alapján 75 százalékos (*Euromoney 2015*). Mivel az elemzések a bankok ügyfeleinek készülnek, akik az elemzéseket figyelembe vehetik piaci kereskedésük során, potenciális piaci hatását tekintve a banki kör aránya érdeminek tekinthető. Ha a vizsgált bankok hazai, forint/deviza piacon betöltött arányát tekintjük, akkor is hasonlóan magas a részesedésük a spot devizapiaci forgalomból.

A vizsgált időszak 2014–2016, ami összhangban van a korábban vizsgált IMF-jelentések időpontjával, és ezáltal egy viszonylag hosszú időszakot tudtunk feltérképezni. Az egyes bankok elemzéseinek gyűjtése során azt az elvet követtük, hogy ahol lehetséges, legalább két elemzés kerüljön be az adatbázisba. Néhány bank esetében csak egy releváns elemzést találtunk, így a mintaméret növelése esetében egyes bankoknál 3–4 elemzést is bevontunk a vizsgálatba. Ezáltal összesen *48 különböző elemzés került be a vizsgálatunkba*, azaz bankonként átlagosan valamivel több mint két elemzés.

¹⁰ Bank of America, Bank Zachodni Santander Group, Barclays, Citibank, Commerzbank, Credit Suisse, Concorde, Danske, Deutsche, Erste, Franklin Templeton, Goldman Sachs, HSBC, JPMorgan, KBC, Morgan Stanley, Nomura, OTP, Société Générale, UBS, Unicredit.

¹¹ Az elemzések közül publikusan elérhető: Bank Zachodni WBK 2016, Deutsche Bank Research 2016, Goldman Sachs 2013, JP Morgan 2016, Templeton 2015, UBS 2015.

A tartalékmutatók besorolásánál az IMF jelentéseiből készült adatbázishoz hasonló elveket követtünk. A rövid külső adósság mutatók közé soroltuk a hagyományos Guidotti–Greenspan-mutató mellett annak módosított változatait is (pl. bruttó külső finanszírozási igény). Emellett a banki elemzésekben megjelennek a hagyományos mutatók közül az import- és a pénzmennyiség-alapú mutatók, valamint az IMF kombinált mutatója is. A pénzmennyiség mindegyik elemzésben az M2 monetáris aggregátumot jelöli. Az IMF-féle kombinált mutató esetén a bankok sokszor átveszik az IMF jelentéseiben szereplő adatokat, ugyanakkor saját számításokra is van példa. E négy mutató mellett költség-haszon alapú optimalizáló modellt egy bank használ, ami saját fejlesztésű modellje, így ezt a mutatót nem vontuk be a vizsgálatba (Goldman Sachs 2013).

Összesen 30 feltörekvő ország került be a mintánkba. A vizsgált országok tekintetében az elemzések jellege határozta be az országok körét. Az elemzések kevesebb mint fele vonatkozik csak egy országra, köztük túlnyomórészt Magyarországra. Az elemzések további része sok országot összevonva elemez. Fejlett országok jelen vizsgálatunkban sem kerültek a mintába, az országokat az elemzések jellemzően feltörekvő kategóriába sorolják.

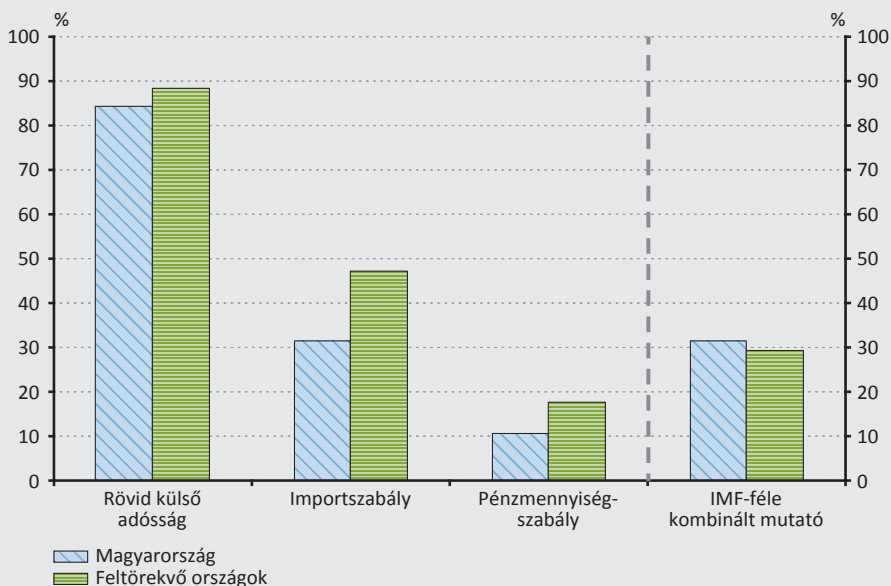
Míg az adott országokkal külön-külön foglalkozó elemzésekben a bankok országspecifikus tényezők alapján kiválaszthatják, mely mutatókat használják, a sok országot összevonó elemzésekben erre jellemzően nem kerül sor. Ez nem ad lehetőséget olyan vizsgálatra, hogy a bankok milyen országspecifikus tényezők alapján tesznek különbséget az országok között a használt mutatók vonatkozásában. Ugyanakkor a mintát megbontottuk két részre: Magyarországra vonatkozó, illetve általában a feltörekvő országokra vonatkozó elemzésekre. Magyarország esetén 19, míg a feltörekvő országoknál 17 bank elemzéseit vizsgáltuk, a bankok köre tehát nagyrészt azonos. Az elemzések számát tekintve 33, illetve 26 elemzést vizsgáltunk. Az MNB tartalékmegfelelését is értékelő elemzések mindkét csoportban szerepeltek, a két részmintában azonban csak kisebb részben átfedő.

A vizsgálat során találatnak értékeltük azt, ha egy adott mutató egy bank egy elemzésében akár *szövegszerűen, akár csak egy-egy ábrán, táblázatban megjelenítve szerepel*. Ha azonban egy adott bank akár Magyarországra, akár a feltörekvő országok valamely csoportjára vonatkozóan két külön elemzésében ugyanazt a mutatót használja, azt az adott mutatóra vonatkozóan csak egy találatnak tekintettük. Így kiküszöbölhető, hogy az adatbázisban több elemzéssel szereplő bankok túlreprezentáltak legyenek. Ha ugyanaz a bank két eltérő elemzésében két külön mutatót jelölt meg, azt találatnak értékeltük. Ezzel összhangban a találati arányokat nem az elemzések számára, hanem az elemzéseket adó bankok számára vetítjük.

5.2. Eredmények

A feltörekvő országok és Magyarország esetében is a rövid külső adósságot figyeli a nagy befektetési bankházak túlnyomó része, szinte mindegyik bank használja a tartalékmegfelelés értékeléséhez. A bankok számos mutató alapján értékelik a feltörekvő országok tartalékmegfelelését, melyek közül a rövid külső adósság mutató a legnépszerűbb. Ugyanez igaz a Magyarországot vizsgáló elemzésekre, a bankok több mint 80 százaléka figyelemmel kíséri ezt a mutatót (8. ábra). A rövid külső adósság szabály tehát nemcsak a legnépszerűbb mutató a bankok körében, hanem elmondható, hogy szinte mindegyik vizsgált bank használja a tartalékmegfelelés értékeléséhez. A feltörekvő országoknál a következő a sorban az importszabály, az elemzők mintegy fele használja ezt a mutatót. Magyarország esetében ugyanakkor, a rövid külső adósságtól messze lemaradva, a második legnépszerűbb indikátor az IMF feltörekvő országokra vonatkozó kombinált mutatója. Az említések gyakorisága 30 százalék körüli, azaz a bankok közel harmada használja ezt a mutatót. A feltörekvő országok esetén szintén hasonló arányt találtunk, bár itt ez a mutató csak a harmadik a gyakorisági rangsorban. Az IMF-féle kombinált mutatóra vonatkozó eredmény abból a szempontból tekinthető érdekesnek, hogy a vizsgált mutatók közül ez a legújabb, ennek ellenére a nagy bankházak már elkezdtek használni. A pénzmennyiség-mutató mindkét országcsoportban negyedikként az utolsó a vizsgált mutatók között, azt csak 2–3 befektetési bank említi.

8. ábra
A bankok által használt egyes tartalékmutatók gyakorisága



Megjegyzés: Az adott mutatót említő bankok aránya az összes bankon belül, számos bank több mutatót is megjelölt. 2014–2016 között megjelent, 21 bank 48 elemzése, összesen 30 feltörekvő ország alapján.
Forrás: Banki elemzések.

Magyarország esetében az importszabály használata kevésbé gyakori, mint a többi feltörekvő ország esetén. Az egyes mutatókat a bankok hasonló arányban vizsgálják Magyarországra, illetve a feltörekvő országok összességére vonatkozóan. Lényegi különbséget az importszabály esetén fedezhetünk fel, melyet a feltörekvő országoknál közel másfélszer akkora arányban említenek, mint Magyarország esetében. A minta viszonylag kis mérete ellenére ez érdemi különbségnek tekinthető, az eltérés hárommal több találatból ered, ami a bankok teljes számához viszonyítva nem elhanyagolható (az egyes mutatók használata közti különbséget a részben átfedő minta miatt statisztikai tesztekkel nem vizsgáltuk, mivel azok jellemzően feltételezik, hogy a két rész minta független egymástól).

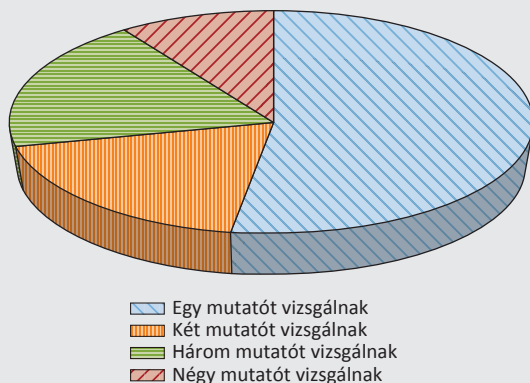
Az importszabály Magyarország és a többi feltörekvő ország esetén megfigyelt érdemben eltérő arányát országspecifikus tényezők magyarázhatják. Az importszabályra vonatkozó eltérés, bár nem vizsgáljuk az előző fejezethez hasonló tesztekkel, vélhetően a korábban is vizsgált országspecifikus tényezőkhöz köthető. Ennek alátámasztására megnéztük, hogy a vizsgált feltörekvő országok átlagos jellemzői mennyire térnek el Magyarországtól. A jövedelmet tekintve azt találtuk, hogy a vizsgált feltörekvő országok – amelyek szerepeltek a korábbi IMF-jelentésekre épülő vizsgálatban – mintegy 20 százaléka tartozik a magas jövedelműek közé, fele a közepesen magas, a többi a közepesen alacsony jövedelmi kategóriába. Mivel Magyarország a magas jövedelmi csoportban van, az eltérés egyik oka az lehet, hogy a feltörekvő országok jövedelme átlagosan alacsonyabb, ami az IMF gyakorlatában is az importszabály nagyobb gyakoriságát mutatta. Az eltérést az is magyarázhatja, hogy a feltörekvő országoknak mintegy 70 százaléka a szabad tőkeáramlás kategóriába esik, 30 százalékaiban tőkekorlátozás van, ami szintén az importszabály nagyobb relevanciáját indokolja. Az árfolyamrendszer tekintetében kevésbé heterogén a feltörekvő piaci csoport, közel 85 százalék alkalmaz lebegő árfolyamrendszert (a lebegő árfolyamrendszerű országok nagy aránya valószínűleg abból fakad, hogy a befektetési bankok fókuszában az árfolyamra vonatkozó elemzéseknél a fix árfolyamú devizák kevésbé relevánsak). A fix árfolyamrendszerű országok befektetői banki mintába kerülése szintén magyarázhatja az importszabály alkalmazásának nagyobb gyakoriságát.

A mutatók együttes használata alapján a bankok a rövid külső adósság szabály mellett a többi mutatót inkább csak kiegészítésként használják. Az IMF jelentéseihez hasonlóan megvizsgáltuk azt is, hogyan alakul annak gyakorisága, ha egy mutatót csak önállóan, vagy más mutatókkal együtt vizsgálnak a bankok. A tekintetben hasonló a kép, hogy a bankok mintegy fele említett meg csak egy mutatót (9. ábra). A leglényegesebb különbség az, hogy a csak egy mutatót említő bankok esetében gyakorlatilag mindegyik bank a rövid külső adósságot említette. Az egyszerre két mutatót vizsgáló bankoknál szintén elmondható, hogy csak egy esetben találtunk példát arra, hogy e két mutató között nem szerepelt a rövid külső adósság (im-

portszabály és IMF-féle kombinált mutató párosítása). A három mutatót egyszerre vizsgáló bankok mindegyikénél a rövid külső adósság – IMF-féle kombinált mutató – importszabály kombináció szerepelt. Az eredmények arra utalnak, hogy a rövid külső adósság szabály mellett a többi mutatót inkább csak kiegészítő mutatóként használják a bankok.

9. ábra

Tartalékmutatók előfordulása a banki elemzések alapján



Megjegyzés: Az adott mutatót említő bankok aránya az összes bankon belül, számos bank több mutatót is megjelölt. 2014–2016 között megjelent, 21 bank 48 elemzése, összesen 30 feltörekvő ország alapján. Forrás: Banki elemzések.

Az egyes mutatók sorrendje érdemben eltér az IMF jelentéseiből kapott eredményektől, ami arra utal, hogy az IMF csak részben képes orientálni a banki várakozásokat. A banki elemzésekben a rövid külső adósság a legnépszerűbb, második az importszabály, és az IMF mutatója csak a harmadik. Ezzel szemben az IMF jelentéseiben a Magyarországhoz hasonló országok esetében a mutatók közül a leggyakrabban használt az IMF saját mutatója volt, a rövid külső adósság a második, az importszabály a harmadik. Az eltérő eredményeket okozhatná a vizsgált országok eltérő köre. Ha azonban az IMF jelentéseit leszűrjük a banki elemzésekben vizsgált országokra, akkor sem változik az IMF jelentéseiből kirajzolódó sorrend.¹² A kétféle elemzés eltérését tehát nem az országonkénti összetételhatás okozza. Az IMF-féle kombinált mutatónak az IMF jelentéseiben levő nagy szerepét okozhatja, hogy az IMF előnyben részesíti a saját mutatóját, ami viszonylag természetesnek tekinthető. Mindazonáltal az eltérő sorrend arra utal, hogy bár a bankok is elkezdtek használni az IMF-féle kombinált mutatót, az IMF csak részben képes orientálni a banki várakozásokat a tekintetben, hogy milyen mutatókat használnak a tartalékmegfelelés értékelésére.

¹² Az IMF-mutató gyakorisága közel 90 százalék, a rövid külső adósságot az országok felében nézte az IMF, míg az importszabály közel 30 százalékos, a pénzmennyiség-mutató pedig az országok 1/6-ánál jelent meg.

6. Összegzés

A szakirodalom többféle szempontot javasol arra vonatkozóan, hogy a devizatartalék-megfelelés mérésére szolgáló tartalékmutatók mely típusú országokban relevánsak, és melyekben kevésbé. A tanulmányunkban vizsgált fő kérdés, hogy azokban az országokban használják-e a gyakorlatban az egyes mutatókat, amelyekben azokat az elméleti irodalom inkább relevánsnak tart. A kérdés vizsgálatához egy széles, több mint 100 országot lefedő adatbázist állítottunk össze az IMF IV. cikkely szerinti országelemzései, illetve az IMF programokhoz kapcsolódó jelentései alapján. Négy mutatót vizsgáltunk, ezek a rövid külső adósság, az IMF-féle kombinált mutató, az importszabály és a pénzmennyiség.

Az IMF országértékelései alapján végzett vizsgálatunk eredményei azt mutatják, hogy a leggyakrabban használt mutató az importszabály, ezt követi az IMF-féle kombinált mutató és a rövid külső adósság. A mutatók használata jelentős mértékben szóródik a jövedelem függvényében, a magasabb jövedelmű országokban a rövid külső adósság és pénzmennyiség-mutatókat gyakrabban használja az IMF, az importszabály szerepe ugyanakkor fokozatosan csökken. Ez összhangban van az elméleti irodalom alapján felállított hipotézisünkkel, mely szerint a mutatók használata a tőkepiacokhoz való hozzáféréstől függ, mely utóbbi a fejlettséggel magyarázható. Az országok fejlettségével együtt növekszik az IMF-féle kombinált mutató használata, ugyanakkor a fejlődő országok esetén is egyre elterjedtebb az optimális tartalékszint kombinált mutatók segítségével történő meghatározása.

További eredményeink pozitív kapcsolatot igazoltak az importszabály és a korlátozott tőkeáramlás között, a rövid külső adósság és a pénzmennyiség-alapú mutatók azonban kevésbé gyakoriak a tőkekorlátozásokat alkalmazó országokban, ami megfelel az elméleti irodalom javaslatainak. Az importmutató használata azonban túlzott mértékűnek tekinthető a teljesen szabad tőkeáramlással jellemezhető országoknál, ami vélhetően azzal függ össze, hogy vannak köztük alacsony és közepesen alacsony jövedelmű országok is. Továbbá azt találtuk, hogy a fix árfolyamrendszer alkalmazó országokban a pénzmennyiség- és az importmutatók használata gyakoribb, mint a lebegő árfolyamrendszerűekben, a rövid külső adósság használata viszont kevésbé gyakori.

A Magyarországhoz hasonló fejlettségű, hasonló árfolyamrendszerű és tőkekorlátozásokat nem alkalmazó országcsoportban, valamint az unión belüli régiós, de euroövezeten kívüli országokban az IMF két mutató, a rövid külső adósság és az IMF-féle kombinált mutató alapján értékeli a tartalékmegfelelést az országjelentésekben, az importszabály és a pénzmennyiség kevésbé, illetve nem releváns mutató. Az Európai Bizottság EU-tagországokra készített országjelentéseiben nem mindig jelenik meg a devizatartalék, illetve a tartalékmegfelelés értékelése, így csupán néhány régiós

ország alapján tudunk következtetéseket levonni. A Bizottság a hagyományos mutatókat részesíti előnyben, ezek használata azonban egybevág az IMF gyakorlatával.

A nemzetközi intézményeken kívül a nagy nemzetközi bankházak is számos mutató alapján értékelik a feltörekvő országok tartalékmegfelelését. 21 globális, illetve több országban tevékenykedő bank 48 különböző elemzése alapján összesen 30 feltörekvő ország esetében vizsgáltuk meg, hogy mely tartalékmutatókat használják leggyakrabban a befektetési bankok. Eredményeink szerint a feltörekvő országok és Magyarország esetében is a rövid külső adósságot figyeli a nagy befektetési bankházak jelentős része. A feltörekvő országoknál az importszabály után az IMF-féle kombinált mutató a harmadik legnépszerűbb mutató, míg Magyarország esetében a bankok ugyanakkora arányban említik a két szabályt. Vagyis az importszabály használata Magyarország esetében – feltehetően országspecifikus tényezőkből adódóan – kevésbé gyakori, mint a többi feltörekvő ország esetén. Az egynél több mutatót vizsgáló bankoknál ugyanakkor elmondható, hogy a rövid külső adósság szabály mellett a többi mutató inkább csak kiegészítő jelleggel jelenik meg. Az egyes mutatók sorrendje így eltér az IMF jelentéseiből kapott eredményeinktől, ami arra utal, hogy az IMF csak részben orientálja a banki várakozásokat.

Melléklet

1. táblázat

A vizsgálatba bevont IMF-tagországok és a felhasznált adatok alapjául szolgáló jelentések*

* A táblázat a következő oldalakon folytatódik.

| Ország | Jelentés 1. | | Jelentés 2. | |
|-------------------------|------------------|------------|------------------|------------------|
| | Dátum | Név | Dátum | Név |
| Afganisztán | 2016. július | ECF | 2015. november | Article IV / SMP |
| Albánia | 2016. szeptember | EFF | 2016. június | Article IV / EFF |
| Algéria | 2016. május | Article IV | 2014. december | Article IV |
| Angola | 2015. november | Article IV | 2014. szeptember | Article IV |
| Aruba | 2015. május | Article IV | 2010. október | Article IV |
| Azerbajdzsán | 2016. szeptember | Article IV | 2014. június | Article IV |
| Bahamák | 2016. július | Article IV | 2015. július | Article IV |
| Banglades | 2016. január | Article IV | 2015. november | ECF |
| Barbados | 2016. augusztus | Article IV | 2014. február | Article IV |
| Belize | 2016. október | Article IV | 2016. március | Article IV |
| Bolívia | 2016. december | Article IV | 2015. december | Article IV |
| Bosznia és Hercegovina | 2016. szeptember | EFF | 2015. október | Article IV |
| Botswana | 2016. április | Article IV | 2014. július | Article IV |
| Brazília | 2016. november | Article IV | 2015. május | Article IV |
| Bulgária | 2016. november | Article IV | 2015. május | Article IV |
| Burundi | 2015. március | ECF | 2014. szeptember | Article IV / ECF |
| Chile | 2016. december | Article IV | 2015. augusztus | Article IV |
| Comore-szigetek | 2016. december | Article IV | 2015. február | Article IV |
| Costa Rica | 2016. május | Article IV | 2015. február | Article IV |
| Csehország | 2016. július | Article IV | 2015. július | Article IV |
| Dél-Afrika | 2016. július | Article IV | 2014. december | Article IV |
| Dzsibuti | 2016. július | Article IV | 2015. december | Article IV |
| Egyesült Arab Emírségek | 2016. július | Article IV | 2015. augusztus | Article IV |
| Etiópia | 2016. október | Article IV | 2015. szeptember | Article IV |
| Fehéroroszország | 2016. szeptember | Article IV | 2015. május | Article IV |
| Fidzsi-szigetek | 2016. február | Article IV | 2015. november | Article IV |
| Fülöp-szigetek | 2016. szeptember | Article IV | 2015. szeptember | Article IV |
| Gambia | 2015. április | RCF / ECF | 2015. szeptember | Article IV |
| Ghána | 2016. október | ECF | 2016. január | ECF |
| Grúzia | 2015. január | SBA | 2013. augusztus | Article IV |

| Ország | Jelentés 1. | | Jelentés 2. | |
|---------------------------------|------------------|------------------------|------------------|------------------|
| | Dátum | Név | Dátum | Név |
| Guatemala | 2016. augusztus | Article IV | 2014. szeptember | Article IV |
| Guinea | 2016. november | ECF | 2016. július | Article IV |
| Guyana | 2016. július | Article IV | 2014. szeptember | Article IV |
| Haiti | 2015. június | Article IV / ECF | 2015. január | ECF |
| Honduras | 2016. november | Article IV / SBA / SCF | 2016. január | SBA / SCF |
| Horvátország | 2016. június | Article IV | 2014. május | Article IV |
| India | 2016. március | Article IV | 2015. március | Article IV |
| Indonézia | 2016. március | Article IV | 2015. március | Article IV |
| Irak | 2016. december | SBA | 2016. július | SBA |
| Irán | 2015. december | Article IV | 2014. április | Article IV |
| Izland | 2016. június | Article IV | 2014. március | Article IV |
| Izrael | 2015. szeptember | Article IV | 2014. február | Article IV |
| Jamaica | 2016. november | EFF / SBA | 2016. június | Article IV / EFF |
| Jemen | 2014. szeptember | Article IV / ECF | 2013. július | Article IV |
| Jordánia | 2016. szeptember | EFF | 2014. június | Article IV / SBA |
| Kambodzsa | 2016. november | Article IV | 2015. november | Article IV |
| Kazahsztán | 2015. szeptember | Article IV | 2014. augusztus | Article IV |
| Kenya | 2016. március | Article IV / SBA / SCF | 2014. október | Article IV |
| Kína | 2016. augusztus | Article IV | 2015. augusztus | Article IV |
| Kirgiz Köztársaság | 2016. június | ECF | 2016. február | Article IV / ECF |
| Kolumbia | 2016. június | FCL | 2016. május | Article IV |
| Kongói Demokratikus Köztársaság | 2015. október | Article IV | 2014. október | Article IV |
| Korea | 2016. augusztus | Article IV | 2015. május | Article IV |
| Kuvait | 2015. december | Article IV | 2014. december | Article IV |
| Laoszi NDK | 2015. február | Article IV | 2013. december | Article IV |
| Lengyelország | 2016. július | Article IV | 2016. január | FCL |
| Libanon | 2015. július | Article IV | 2014. július | Article IV |
| Libéria | 2016. december | ECF | 2016. január | ECF |
| Macedónia | 2016. november | Article IV | 2015. szeptember | Article IV |
| Madagaszkár | 2016. augusztus | ECF | 2015. november | RCF |
| Magyarország | 2016. április | Article IV | 2015. április | Article IV |
| Malajzia | 2016. május | Article IV | 2015. március | Article IV |
| Malawi | 2016. június | ECF | 2015. december | Article IV |
| Maldív-szigetek | 2016. május | Article IV | 2015. március | Article IV |

| Ország | Jelentés 1. | | Jelentés 2. | |
|----------------------|------------------|------------------------|------------------|------------------|
| | Dátum | Név | Dátum | Név |
| Marokkó | 2016. augusztus | PLL | 2016. február | Article IV |
| Mauritánia | 2016. május | Article IV | 2015. február | Article IV |
| Mauritius | 2016. március | Article IV | 2014. május | Article IV |
| Mexikó | 2016. november | Article IV | 2016. május | FCL |
| Mianmar | 2015. szeptember | Article IV | 2014. október | Article IV |
| Moldova | 2016. november | EFF / ECF | 2016. január | Article IV |
| Mongólia | 2015. április | Article IV | 2014. március | Article IV |
| Mozambik | 2016. január | Article IV / PSI / SCF | 2015. augusztus | PSI |
| Nicaragua | 2016. február | Article IV | 2013. december | Article IV |
| Nigéria | 2016. április | Article IV | 2015. március | Article IV |
| Orosz Föderáció | 2016. július | Article IV | 2015. augusztus | Article IV |
| Pakisztán | 2016. október | EFF | 2016. január | Article IV / EFF |
| Pápua Új-Guinea | 2015. november | Article IV | 2014. december | Article IV |
| Paraguay | 2016. május | Article IV | 2015. február | Article IV |
| Peru | 2016. július | Article IV | 2015. május | Article IV |
| Románia | 2016. május | Article IV | 2015. március | Article IV |
| Ruanda | 2016. június | PSI / SCF | 2016. január | PSI |
| Salamon-szigetek | 2016. március | Article IV / ECF | 2015. április | ECF |
| Sao Tomé és Príncipe | 2016. december | ECF | 2016. június | Article IV / ECF |
| Seychelle-szigetek | 2016. január | EFF | 2015. július | Article IV / EFF |
| Sierra Leone | 2016. december | ECF | 2016. július | Article IV / ECF |
| Sri Lanka | 2016. december | EFF | 2016. június | Article IV / EFF |
| Suriname | 2016. június | SBA | 2014. október | Article IV |
| Szamoa | 2015. július | Article IV | 2013. június | RCF |
| Szaúd-Arábia | 2016. október | Article IV | 2015. szeptember | Article IV |
| Szerbia | 2016. december | SBA | 2016. szeptember | SBA |
| Szudán | 2016. október | Article IV | 2014. december | Article IV |
| Tádzsikisztán | 2016. február | FSSA | 2012. május | ECF |
| Tanzánia | 2016. július | Article IV / PSI | 2016. február | PSI |
| Thaiföld | 2016. június | Article IV | 2015. május | Article IV |
| Tonga | 2016. június | Article IV | 2015. április | Article IV |
| Törökország | 2016. április | Article IV | 2014. december | Article IV |
| Trinidad és Tobago | 2016. június | Article IV | 2014. szeptember | Article IV |
| Tunézia | 2016. június | EFF | 2015. október | Article IV / SBA |

| Ország | Jelentés 1. | | Jelentés 2. | |
|---|------------------|------------|------------------|------------------|
| | Dátum | Név | Dátum | Név |
| Uganda | 2016. június | PSI | 2015. november | PSI |
| Ukrajna | 2016. szeptember | EFF | 2015. augusztus | EFF |
| Uruguay | 2016. február | Article IV | 2015. március | Article IV |
| Vanuatu | 2016. október | Article IV | 2015. június | Article IV / RCF |
| Vietnam | 2016. július | Article IV | 2014. október | Article IV |
| Zambia | 2015. június | Article IV | 2014. január | Article IV |
| Zöld-foki-szigetek | 2016. november | Article IV | 2014. szeptember | Article IV |
| Rövidítések magyarázata: | | | | |
| ECF - <i>Extended Credit Facility</i> | | | | |
| EFF - <i>Extended Fund Facility</i> | | | | |
| FSSA - <i>Financial System Stability Assessment</i> | | | | |
| PLL - <i>Precautionary and Liquidity Line</i> | | | | |
| RCF - <i>Rapid Credit Facility</i> | | | | |
| SBA - <i>Stand-By Arrangements</i> | | | | |
| SCF - <i>Standby Credit Facility</i> | | | | |
| SMP - <i>Staff-Monitored Program</i> | | | | |
| Forrás: IMF országjelentések. | | | | |

| 2. táblázat | | | | | | |
|---------------------------|--|----|--|----|---------|---------|
| Tesztek eredményei | | | | | | |
| | Magas és közepesen magas jövedelmi kategória | | Alacsony és közepesen alacsony jövedelmi kategória | | Z-score | P-érték |
| | r | n | r | n | | |
| Rövid külső adósság | 0,36 | 53 | 0,17 | 52 | 2,20 | 0,015 |
| Importszabály | 0,60 | 53 | 0,96 | 52 | -4,95 | 0,000 |
| Pénzmennyiség | 0,28 | 53 | 0,15 | 52 | 1,62 | 0,054 |
| IMF-féle kombinált mutató | 0,74 | 53 | 0,44 | 52 | 3,20 | 0,001 |
| | Szabad tőkeáramlás | | Korlátozott tőkeáramlás | | | |
| | r | n | r | n | | |
| Rövid külső adósság | 0,32 | 56 | 0,21 | 48 | 1,32 | 0,095 |
| Importszabály | 0,73 | 56 | 0,85 | 48 | -1,56 | 0,061 |
| Pénzmennyiség | 0,23 | 56 | 0,21 | 48 | 0,29 | 0,385 |
| IMF-féle kombinált mutató | 0,63 | 56 | 0,54 | 48 | 0,86 | 0,196 |
| | Lebegő árfolyamrendszer | | Fix árfolyamrendszer | | | |
| | r | n | r | n | | |
| Rövid külső adósság | 0,36 | 47 | 0,19 | 58 | 1,98 | 0,025 |
| Importszabály | 0,66 | 47 | 0,88 | 58 | -2,70 | 0,004 |
| Pénzmennyiség | 0,15 | 47 | 0,28 | 58 | -1,62 | 0,054 |
| IMF-féle kombinált mutató | 0,62 | 47 | 0,57 | 58 | 0,50 | 0,309 |

Megjegyzés:
n jelöli az adott kategória megfigyeléseinek számát, *r* azon belül az adott tartalékmutató használatának arányát.
Z-score jelöli a két részminta arányszáma közti eltérés teszteléséhez használt tesztstatisztikát.
P-érték jelöli a *z-score* tesztstatisztika szignifikanciaszintjét, melyet a Welch-féle, egyoldali *t*-próbával számítottunk.

Forrás: IMF országjelentései alapján saját gyűjtés.

Felhasznált irodalom

- Antal Judit – Gereben Áron (2011): *Feltörekvő országok devizatartalék-stratégiái – a válságon innen és túl*. MNB Szemle, április, <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-szemle-201104-hu.pdf>, Letöltés ideje: 2017. február 7.
- Bank Zachodni WBK (2016): *MACROscope, Polish Economy and Financial Markets*. Grupa Santander, June, http://static3.bzwbk.pl/asset/m/_/e/m_eng_2016_06_62428.pdf, Letöltés ideje: 2017. január 6.
- Bussiere, M. – Cheng, G. – Chinn, M. D. – Lisack, Noemie (2015): *For a few dollars more: Reserves and growth in times of crises*. Journal of International Money and Finance, Vol. 52, April, pp. 127-145.
- Calafell, J. G. – Padilla del Bosque, R. (2002): *The ratio of International reserves to short-term external debt as an indicator of external vulnerability: some lessons from the experience of Mexico and other emerging economies*. G24 Research Papers.
- Chinn, M. D. – Ito, H. (2008): *A New Measure of Financial Openness*. Journal of Comparative Policy Analysis, Vol. 10, Issue 3, September:309-322.
- Chinn, M. D. – Ito, H. (2016): *Notes on The Chinn-Ito Financial Openness Index 2014 Update*. http://web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm, Letöltés ideje: 2017. január 6.
- Csávás Csaba (2015): *A devizatartalék-megfelelés értékelésének nemzetközi trendjei*. MNB szakmai cikk, <http://www.mnb.hu/letoltes/csavas-csaba-a-devizatartalek-megfeleles-ertekelesenek-nemzetkozi-trendjei.pdf>, Letöltés ideje: 2017. február 7.
- Csávás Csaba – Csom-Bíró Gabriella (2016): *Optimális tartalékmutatók – A rövid külső adósság szabály népszerűsége töretlen*. MNB szakmai cikk, <http://www.mnb.hu/letoltes/csavas-csaba-csom-biro-gabriella-optimalis-tartalekmutatok-a-rovid-kulso-adossag.pdf>, Letöltés ideje: 2017. február 7.
- Dabla-Norris, E. – Il Kim, J. – Shirono, K. (2011): *Optimal Precautionary Reserves for Low-Income Countries: A Cost-Benefit Analysis*. IMF Working Paper, Strategy, Policy, and Review Department, WP/11/249.
- Deutsche Bank Research (2016): *FX Reserves Adequacy in EM: who's exposed?*, Special Report, 22 November 2016, http://pull.db-gmresearch.com/cgi-bin/pull/DocPull/12070-09C8/203640069/DB_SpecialReport_2016-11-22_GDPBD00000302072.pdf, Letöltés ideje: 2017. január 6.
- Euromoney (2015): *Euromoney FX survey 2015 results revealed*. <http://www.euromoney.com/Article/3455276/Euromoney-FX-survey-2015-results-revealed.html>, Letöltés ideje: 2017. február 7.

Farkas Péter (2010): *Árfolyamrendszerek Közép- és Kelet-Európában*. Doktori értekezés, http://ktk.pte.hu/sites/default/files/mellekletek/2014/07/Farkas_Peter_disszertacio.pdf, Letöltés ideje: 2017. január 6.

Fitch Ratings (2012): *Sovereign Rating Criteria*. August, Fitch Ratings.

Franklin Templeton Investments (2015): *Significant Slip – or Just a Blip – in Emerging Markets' Foreign Exchange Reserves? Beyond Bulls & Bears* Bulletin, Insight From Franklin Templeton Investments Managers, 28 April, <http://www.franklintempleton.co.uk/downloads/Servlet?docid=i941v9jo>, Letöltés ideje: 2017. január 6.

Furman, J. – Stiglitz E. J. (1998): *Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia*. Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program, The Brookings Institution, vol. 29(2):1-136.

Goldman Sachs (2013): *Two Decades of Freedom, What South Africa Is Doing With It, And What Now Needs To Be Done*. Goldman Sachs, November, <http://www.goldmansachs.com/our-thinking/archive/colin-coleman-south-africa/20-yrs-of-freedom.pdf>, Letöltés ideje: 2017. január 6.

Greenspan, A. (1999): *Currency Reserves and Debt. Remarks before the World Bank Conference on Recent Trends in Reserves Management*, Washington DC, April 29.

Guidotti, P. (1999): *Remarks at G33 seminar in Bonn*, Germany, 11 March.

Hanke, S. – Schuler, K. (2002): *What went wrong in Argentina?* Central Banking Journal, 12 (3), February:43–48.

HSBC Global Research (2014): *Asian FX Policy Dashboard, USD purchases continue*. Macro Currency Strategy, 19 May. <https://www.research.hsbc.com/R/20/0VY9SChUfKIX>, Letöltés ideje: 2017. január 6.

IMF (1958): *International Reserves and Liquidity, A Study by the Staff of the International Monetary Fund*. Washington DC, International Monetary Fund.

IMF (2000): *Debt- and Reserve-Related Indicators of External Vulnerability*. Prepared by the Policy Development and Review Department in consultation with other Departments, March 23.

IMF (2011): *Assessing Reserve Adequacy*. IMF Policy Paper, Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, February.

IMF (2013): *Assessing Reserve Adequacy – Further Considerations* IMF Policy Paper, November.

IMF (2015): *Assessing Reserve Adequacy – Specific Proposals*. IMF Policy Paper, April.

- IMF (2016): *Guidance note on the assessment of reserve adequacy and related considerations*.
- JP Morgan (2016): *Global FX reserve plunge continues; Hints of stabilization*. May 2016, <https://cib.jpmorgan.com/264622RMR/assets/0.pdf.img.ashx?Data..>, Letöltés ideje: 2017. február 7.
- Keynes, J. M. (1930): *A Treatise on Money*. In: Volume 2: The Applied Theory of Money. Reprinted in The Collected Works of John Maynard Keynes, volume 6, Macmillan/Cambridge University Press, 1971.
- Moody's (2013): *Rating Methodology - Sovereign Bond Ratings*. September, Moody's Investor Service.
- Mwase, Nkunde (2012): *How much should I hold? Reserve Adequacy in Emerging Markets and Small Islands*. IMF Working Paper, Strategy Policy and Review Department, WP/12/205.
- Obstfeld, M. – Shambaugh, J. C. – Taylor, Alan M. (2010): *Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves*. American Economic Journal: Macroeconomics 2, April:57–94.
- Odenius, J. – Rajan, A. (2013): *Central Bank FX Reserve Adequacy, A Historical Perspective*. <http://www3.prudential.com/fi/pdf/prudential-fixed-income-centralbankfx-0913.pdf>, Letöltés ideje: 2017. január 6.
- Reinhart, C. – Calvo G. (2000): *When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options*. University of Maryland, MPRA Paper No. 6982.
- Rodrik, D. (2006): *The Social Cost of Foreign Exchange Reserves*. International Economic Journal Vol. 20, No. 3, September:253–266.
- Rodrik, D. – Velasco, A. (1999): *Short-Term Capital Flows*. NBER Working Papers 7364, National Bureau of Economic Research, September.
- Roy, R. – Ramos, R. A. (2012): *IMF Article IV Reports: An Analysis of Policy Recommendations*. International Policy Centre for Inclusive Growth (IPC-IG), Working Paper 86.
- S&P Global Ratings (2014): *Sovereign Rating Methodology*. December 2014, Standard & Poor's Ratings Services.
- Thornton, H. (1802): *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*. London: George Allen and Unwin, 1939.
- UBS (2015): *Global Macro Strategy Theme #1: EM enters a new, dangerous phase*. <https://neo.ubs.com/shared/d11J3RYV1uEkGEa/>, Letöltés ideje: 2017. február 7.
- Wijnholds, J. O. de Beaufort – Kapteyn, A. (2001): *Reserve Adequacy in Emerging Market Economies*. IMF Working Papers, Office of Executive Directors, WP/01/143.

Az állami kamatkiadások alakulása Magyarországon 2000–2015*

Kicsák Gergely

A tanulmányban a kamatkiadások 2000–2015 közötti változásait vizsgáljuk, és ezen belül kiemelten az elmúlt 3 évben tapasztalt állampapír-piaci hozamcsökkenés hatásait elemizzük. A kamatkiadások éves változása az államadósság dekompozíciójához hasonló módszertan alapján több tényezőre bontható, és a felbontás részletesen megmutatja az utóbbi 15 évben elkülöníthető négy időszakra jellemző trendeket. A tényezők közül kiemelten vizsgáljuk a hozamok változását, ugyanis az minden más hatásnál erősebben befolyásolja a kamatkiadások változását. A régiós összevetés alapján a támogató nemzetközi környezet mellett a hazai tényezők is nagymértékben hatottak az utóbbi évek kedvező állampapírpiaci folyamataira. A hazai folyamatok közül kiemelendő, hogy az elmúlt három évben végrehajtott kamatcsökkentések a hazánk külső sérülékenységét mérséklő Önfinszírozási programmal együtt érdemi hatással voltak a hazai állampapírpiaci hozamok alakulására, és így a kamatkiadások jelentős csökkenése miatt kedvezően hatottak az államháztartás egyenlegére is. Végül bemutatásra kerülnek a nyugdíjrendszer átalakítása miatt jelentkező imputált kamatkiadások is, és a tanulmány amellett érvel, hogy azokat a tényleges kamatkiadásoktól elkülönülten érdemes kezelni.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E42, H50, H62, H63

Kulcsszavak: államháztartás, kamatkiadások, monetáris politika

1. Bevezetés

A tanulmányban az eredményszemléletű állami kamatkiadások 2000–2015 közötti alakulását vizsgáltuk meg azzal a céllal, hogy feltárjuk az államháztartás kamatkiadásainak 2013 óta bekövetkező jelentős, a GDP arányában mintegy 1 százalékpontot kitevő csökkenését elősegítő tényezőket. Az állami kamatkiadások szintjének és változásainak önálló elemzése nem gyakori a nemzetközi szakirodalomban, mert a kamatkiadásokat általában az államadóssággal szoros összefüggésben vizsgálják, ugyanis a kamatfizetés a mögöttes adósságállománnyal ok-okozati összefüggésben áll.

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Kicsák Gergely a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: kicsakg@mnbb.hu.

A szerző köszönetet mond Baksay Gergelynek, Babos Dánielnek, Csomós Baláznak és P. Kiss Gábornak, valamint az anonim lektoroknak a cikk elkészítéséhez nyújtott hasznos észrevételeikért. Az esetleges hibákért kizárólag a szerzőt terheli a felelősség.

A kézirat első változata 2016. szeptember 28-án érkezett szerkesztőségünkbe.

Az elmúlt három év hazai folyamatai azonban indokoltá teszik egy kimondottan a kamatkiadásokat középpontba helyező elemzés elkészítését, mivel a hazai és nemzetközi tényezőknek köszönhetően az állami kamatkiadások az adósságráta csökkenésénél számottevően gyorsabb ütemben mérséklődnek évről-évre. A kamatkiadások csökkenésének fontos és kedvező következménye a maastrichti hiánycélnak való megfelelés elősegítése, a költségvetési keresletet mérséklő hiánycsökkentő intézkedés nélkül. A fegyelmezett fiskális politika pedig visszahat az adósság fenntarthatóságára, mert az elsődleges többlet adósságot mérséklő hatása csökkenti az országgokázati prémiumot, ami pedig a hozamok és a kamatkiadások további csökkenésében csapódhat le. Annak érdekében, hogy a kamatkiadások változásának okait részleteiben elemezhessek, bemutatunk egy olyan módszert, ami alkalmas a kamatkiadásokat meghatározó különböző hatások szétválasztására. Eredményeink igazolják azt a feltevést, hogy az elmúlt években az állampapírpiazi hozamok csökkenése volt a kamatkiadások mérséklődésének meghatározó forrása. A 2000–2015 közötti folyamatokat elemezve azonban további érdekességek is azonosíthatók, például, hogy az adósság növekedése ellenére miért nem ugrottak meg a kamatkiadások a 2000-es években. A tanulmányban a vizsgált időszak 2015 végével lezárul, ezért az azt követő folyamatokat és jegybanki intézkedéseket nem részletezzük.

A tanulmány a második fejezetben a releváns előzményeket mutatja be a magyar és nemzetközi szakirodalom alapján. A harmadik fejezetben az állami kamatkiadások közelmúltbeli alakulásával foglalkozunk, a negyedikben pedig részletesen ismertetjük a dekompozíciós módszertant, amely segítségével a kamatkiadások változásait tényezőkre bontjuk, az adósságráta alakulásának magyarázására használt metódushoz hasonlóan. Az ötödik fejezetben a dekompozíció alapján az elmúlt 15 évet négy időszakra osztottuk. Számításaink szerint a legfontosabb magyarázó tényező a hozamok változása volt, amit főként az alacsony nemzetközi hozamkörnyezet és a kedvező hazai makrogazdasági folyamatok miatt javuló magyar kockázati megítélés okozott, illetve a hazai jegybanki programok szerepe is kiemelkedő. A hatodik fejezet a nominális és reálkamatok alakulását ismerteti, kiemelve a 2013 utáni folyamatokat, illetve bemutatja az implicit kamatok alakulását regionális összevetésben és az adósságszerkezet változásainak tükrében. A hetedik fejezetben a kamatkiadások statisztikai idősorát érintő aktuális kérdéssel, a nyugdíjrendszer reformjából eredő, ún. imputált kamatkiadások elszámolási sajátosságaival foglalkozunk, és amellet érvelünk, hogy azokat a közgazdasági logika alapján a kamatkiadásoktól elkülönülten, az elsődleges egyenlegen belül érdemes kezelni. Az utolsó fejezetben levonjuk a következtetéseket.

2. Előzmények

A hasonló tárgyú előzmények közül kiemelnénk *Barabás et al. (1998)* tanulmányát, amely az 1986–1997 közötti időszakra vizsgálta az államadósság piacképes állampapírokkal való finanszírozásának hatásait. A szerzők a vizsgálatuk során a „kibővített konszolidált államadósság” változásait elemezték, amely konszolidált módon számolja el a finanszírozásban akkor résztvevő, intézményileg elkülönült két szereplő, a kormányzati szektor és az MNB adósságállományát. Ez abban az időszakban azért lehetett indokolt, mert a devizaadósságot a külföldi piacokhoz való hozzáférés miatt az MNB vette fel, és a kamatait is a központi bank fizette.

A költségvetési hiány tehát nem tartalmazta a piaci alapon felvett külföldi devizaforrások kamatfizetéseit, hanem csak a kormányzat MNB felé fennálló alacsony kamatozású forinthiteleinek a terheit. A szerzők ezért az MNB és a kormányzati szektor összesített mérlegének állományváltozásaiból előállították az államháztartás operacionális egyenlegét, amely az elsődleges egyenleget és a reálkamatokot tartalmazza. A konszolidált adósságállomány vizsgálata során a reálkamatokra, az adósság alakulására, a privatizációra és az 1995-ös kiigazításra vonatkozó eredményeiket foglalták össze. Azt találták, hogy az államadósság implicit reálkamatai 1988–1997 között folyamatosan meghaladták a gazdasági növekedést, ami így az adósságráta növekedését okozta. Az adósságnövelő hatást az 1995-ös kiigazítás tudta csak mérsékelni, mert annak hatására az elsődleges egyenleg többletet mutatott, a gazdasági növekedésre azonban negatív hatása volt. Az adósság ezt követő érdemi (mintegy 15 százalékpontos) csökkenését a privatizációs bevételekből megvalósuló adósságtörlesztés okozta.

A számszerű eredményekből azt a következtetést vonták le, hogy a fenntartható növekedés és a fejlett gazdaságokhoz való konvergencia csak további adósságcsökkenés mellett valósulhat meg. Az adósságráta megfelelő ütemű csökkenéséhez pedig az „*elsődleges egyenleg GDP-hez mért, legalább 1,5–2 százalékos strukturális többlet szükséges*” (*Barabás et al. 1998:1*). A privatizációs bevételek nem változtattak az állam nettó pénzügyi helyzetén, és az értékesítésekből finanszírozott törlesztések ellenére is jelentős maradt az eladósodottság, amely a szerzők szerint korlátot szabott a magyar gazdaság fejlődésének.

A jelenlegi tanulmány fókusza ugyanakkor elsősorban az államháztartás eredmény-szemléletű kamatkiadásainak változása, ami az előzményként bemutatott cikknek csak egy részlete. Ezért, illetve a következő sajtóösszefoglalók miatt nem indokolt a fenti tanulmány által használt módszertan alkalmazása:

- A statisztikában két külön alszektorként elszámolt MNB és kormányzati szektor konszolidálására ma már nincs szükség, mert a nemzeti bank már nem adósodik

el az állam nevében, vagyis minden államadósság a kormányzati szektor mérlegében található.

- A jelenlegi tanulmányban vizsgált időszakban az inflációs környezet jelentősen különbözik az 1990 utáni magas inflációs időszaktól.
- Az államadósság szerkezete lényegesen stabilabb (és átláthatóbb) a rendszerváltás idején nagy változásokat mutató adósságszerkezethez képest.

Az államháztartás és a jegybank konszolidált kamatfizetésének értelmezése napjainkban

Megjegyzendő, hogy az állam adósságának és a jegybank mérlegének, illetve a fizetett kamatkiadásoknak a konszolidált vizsgálata az állami devizaadóssággal kapcsolatban ma is indokolt lehet, de egészen más okból, mint ahogy azt *Barabás et al. (1998)* tárgyalja.

Baksay et al. (2012) azt elemezte, hogy az államadósságon belül a devizaarány megváltozása hogyan hat a jegybanki tartalékmegfelelésre, illetve a jegybanki eredményre. Az állam külföldi devizában történő eladósodása növeli a jegybank kamatkiadásait, és ez ellensúlyozza azt a kamatmegtakarítást, amit az állam a devizában történő eladósodással elér. Részletesebben vizsgálva a folyamatot: a devizakibocsátásból befolyó deviza egyfelől növeli a jegybanki devizatartalékot, másfelől az állam a jegybanknál hazai devizára konvertálja azt, majd felhasználja (elkölti), ami növeli a hazai pénzpiaci likviditást. A megnövekedett likviditást a jegybanknak az inflációs célkövetéssel összhangban sterilizálnia szükséges, és a sterilizációs eszközre a jegybank az alapkamatot¹ fizeti. Így a fejlett országok és hazai piaci hozamok közti különbség a jegybank nettó kamatvesztése, mert a jegybank a devizatartalékot az alacsonyabb kamatok mellett tudja befektetni, miközben a sterilizációs állományra a magasabb hazai kamatot fizeti. Konszolidáltan tehát elveszíti a devizaadósság azt a látszólagos előnyét, hogy gyakran alacsonyabb a kamata, mint a hazai devizában kibocsátott állampapíroké.

Ardagna és szerzőtársai (2004) azt vizsgálták, hogy az elsődleges egyenleg és az államadósság milyen hatással van a költségvetés kamatkiadásait befolyásoló kamatszintre. 16 OECD-ország 1960 és 2002 közötti adatait áttekintve azt találta, hogy az elsődleges egyenleg 1 százalékpontos GDP-arányos egyenlegromlása mintegy 10 bázispontos növekedést okoz a hosszú hozamok esetében. Eredményeik szerint a globális tényezők is érdemben hatnak egy adott állam hozamgörbéjének végére.

¹ Egészen pontosan 2016 szeptemberétől, vagyis a három hónapos betét mennyiségi korlátozásának bevezetése után a sterilizációs átlagkamatot fizeti: az alapkamatnak, az azzal jelenleg megegyező preferenciális betét kamatának és az overnight-betét kamatának betétállományokkal súlyozott átlagát.

Orbán és Szapáry (2006) a magas államháztartási hiány mögött meghúzódó okokat és annak makrogazdasági hatásait elemezte, rámutatva emellett arra a jelen cikkünkben is vizsgált hazai jelenségre, hogy 2002 és 2006 között az államháztartás kamatkidadásai az adósságnövekedés ellenére lényegében stagnáltak. A szerzőpáros felhívta a figyelmet, hogy a folyamatosan növekvő államadósság következménye a magas állami kamatfizetés lehet, amely már csak a hazai szektorok jövedelmének túlzott adóztatásával fedezhető. Az adósság növekedése miatt a háztartások megtakarításainak hányada az államot finanszírozza a magánszektor beruházásai helyett (kiszorítási hatás). Kiemelik továbbá, hogy az adósság emelkedése a kockázati prémium növekedésével is együtt jár, aminek a reálkamatok növelésével további negatív visszahatása lehet a fiskális politikára.

Az elsődleges egyenleg, az államadósság és többek között a kamatkidadások kapcsolatát vizsgálta *Izák (2009)* a poszt szocialista EU-tagországokban. A cikkben a jelenlegi elemzés szempontjából különösen érdekes eredmény, hogy 1999 és 2006 között a vizsgált országokon belül egyedül Lengyelországban volt nagyobb az átlagos reálkamat, mint a gazdasági növekedés. Vagyis Lengyelországban az elsődleges egyenleg többletére volt szükség az adósság stabilizálásához, míg a többi országban a gazdasági növekedésnek köszönhetően negatív elsődleges egyenleg mellett is stabil maradt a GDP-arányos államadósság.

Tóth (2011) az államadósság alakulását vizsgálta fenntarthatósági szempontból. Bár a szerző az adósság változását elemezte, jelen cikkünk szempontjából fontos következtetéseket vont le a reálkamatok adósságot befolyásoló hatásáról. Az 1999–2001 közötti adósságcsökkenést az elsődleges egyenleg alakulása és a gazdasági növekedés támogatta leginkább, miközben a jelen tanulmány szempontjából kiemelten fontos reálkamat csak kismértékű adósságnövelő hatást okozott.

A 2002 és 2010 közötti időszak *Tóth* szerint két részre osztható, és míg 2002 és 2006, illetve 2007 és 2010 között hasonló mértékű volt az adósság növekedése, addig a növekedést okozó tényezők szempontjából a két időszak mégis eltér egymástól. 2002 és 2006 között az adósság növekedését kizárólag az elsődleges egyenleg alakulása okozta, amit a gazdasági növekedés csak mintegy fele részben ellensúlyozott. 2007 és 2010 között ugyanakkor a költségvetés elsődleges egyenlege nem volt érdemben adósságnövelő hatású, miközben az adósságra emelkedését a reálkamat, a gazdaság visszaesése és a forint árfolyamgyengülése okozta. A reálkamat a szerző eredményei alapján hasonló mértékű adósságnövelő hatással bírt a két időszakban. Mindezek összhangban vannak *Baksay et al. (2013)* eredményeivel.

A *Bundesbank (2013)* tanulmánya az EU-országokban és kiemelten Németországra nézve elemezte a kamatkidadások alakulását, a jelenlegi cikk leíró részéhez hasonló módon. A tanulmány bemutatja, hogy a hozamok változása minden más tényezőnél jelentősebb hatást gyakorolhat az állam kamatkidadásainak alakulására. Németor-

szágban például egy hosszabb folyamat részeként a GDP-arányos bruttó kamatkiadások az államadósság növekedése ellenére is a GDP 3,3 százalékáról 2,5 százalék alá mérséklődtek 2000 és 2013 között, mert a fennálló államadósság után fizetett átlagos kamat meredeken csökkent. Ehhez hasonlóan az EU-n belül több országban is növekedett az adósság 2000 és 2015 között, míg az állami kamatkiadások jelentősen mérséklődtek.

3. Hazai kamatkiadások a közelmúltban

Az államháztartás kamatkiadásai 2013–2015 között jelentősen, a GDP arányában mintegy 1 százalékponttal csökkentek. Az elmúlt években bekövetkezett csökkenés dinamikája a vizsgált, 2000–2015-ös időszakban kiemelkedő volt, és csak a 2000–2002 közötti mérséklődés volt hasonló mértékű. A két időszakban azonban eltérő mértékben járultak hozzá az egyes tényezők a kedvező irányú változáshoz² (1. ábra).

1. ábra

Az államháztartás eredményszéleletű kamatkiadásai

(a GDP százaléká)



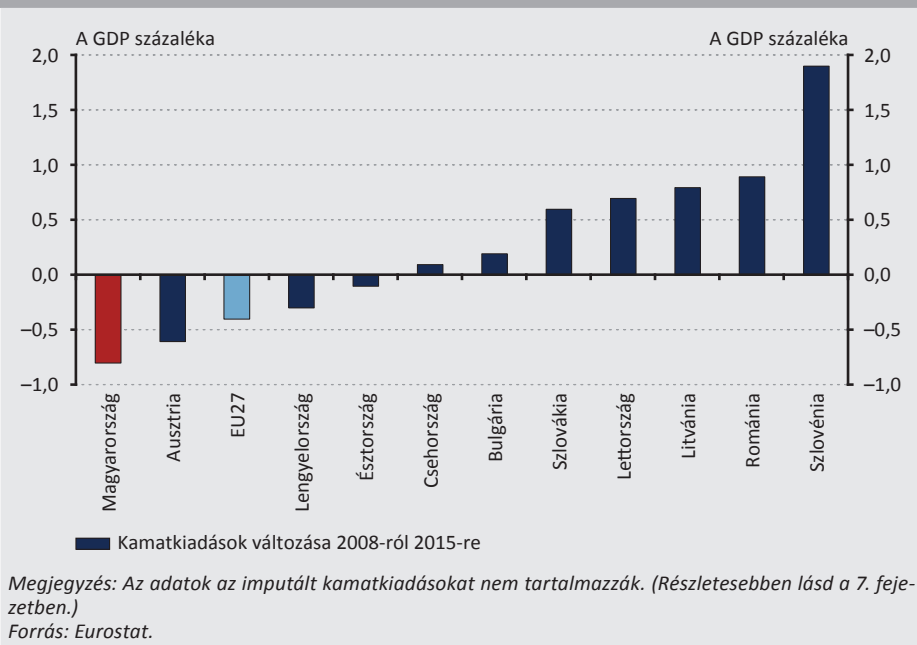
Megjegyzés: Az adatok az imputált kamatkiadásokat nem tartalmazzák. (Részletesebben lásd a 7. fejezetben.)

Forrás: Eurostat.

² A részletes felbontásért lásd az 5. fejezetet.

Regionális összevetésben a kamatkiadások csökkenése kiemelkedő, vagyis a mérséklődést jelentős mértékben hazai tényezők magyarázzák (2. ábra). A kamatkiadások ilyen mértékű csökkenése és az adósságráta ezzel párhuzamos gyorsuló ütemű mérséklődése a régióban és az EU egészét tekintve is kiugró. A mérséklődést főként a hozamcsökkenés és a gazdaság növekedése segítette.

2. ábra
A kamatkiadások változása 2008 és 2015 között
(a GDP százaléka)



Az Európai Bizottság prognózisa szerint az államháztartás eredménysemleges kamatkiadása az EU-n belül hazánkban mérséklődhet legnagyobb mértékben, 2013 és 2017 között várhatóan a GDP 1,4 százalékával³. A hozamkörnyezet a világon mindenhol alacsony, és a világ meghatározó jegybankjainak monetáris lazítási programjaival párhuzamosan az elmúlt években csökkenést mutatott, az EU-n belül mégis Magyarország esetében csökkenhetnek a leginkább az államháztartás GDP-arányos kamatkiadásai. Az önmagában is jelentős mérséklődés különösen azért figyelemre méltó, mert ugyanebben az időszakban Magyarország lényegében teljes egészében piaci – és mindinkább belföldi – finanszírozásra tért át (Kicsák 2016a).

Az adósságstruktúra már említett átalakulása miatt a kamatkiadások szerkezete is változott. A piaci alapú finanszírozásra történő áttérést mutatja, hogy a deviza-

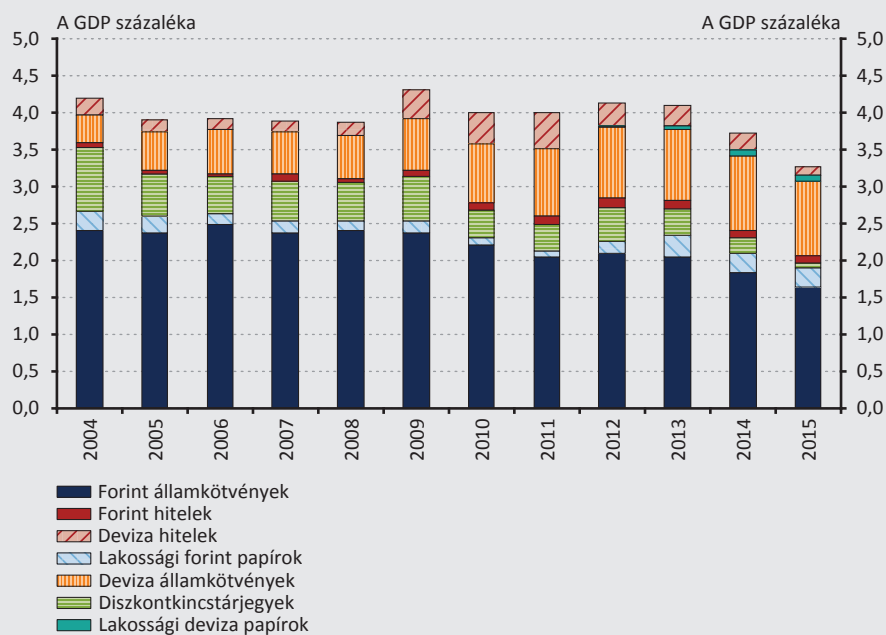
³ lásd még Kicsák 2016b

és forintkötvények kamatkiadásai a teljes kamatfizetés arányában összességében növekedtek, miközben a hiteleké csökkent. A lakossági papírok kamatainak aránya szintén emelkedett, a növekedés üteme azonban jóval alacsonyabb, mint ami a lakossági állampapír-állomány mintegy 4000 milliárd forintos növekedéséből következne. A hazai hozamok csökkenésének kedvező hatása miatt a forintkötvények és a forint lakossági papírok GDP-arányos kamatfizetései a forint-papírok súlyának emelkedése ellenére 2013 óta folyamatosan mérséklődnek (3. ábra). A devizahitelek kamatkiadásainak csökkenését az állomány jelentős leépülése okozta, ugyanis a hazai adósságkezelési stratégia kiemelt célja az államadósságon belül a devizaarány csökkentése. A cél elérését 2010 után a teljes EU-IMF-hitel visszafizetése, illetve az egyéb devizahitelek előtörlesztése folyamatosan támogatta.

3. ábra

A központi kormányzat kamatkiadásainak bontása instrumentumok szerint

(a GDP arányában)



Forrás: ÁKK.

4. A kamatkiadások változásának dekompozíciójához alkalmazott módszertan

A felbontás során arra törekedtünk, hogy a GDP-arányos kamatkiadások évenkénti változásában el lehessen különíteni néhány alapvető makrogazdasági folyamat hatását. Ennek érdekében az államadósság változásának dekompozíciójához hasonló módszertant alkalmaztunk.

A hozamok változásából eredő hatás méréséhez a másodpiaci benchmark-hozamok egyszerű számtani átlagából indulunk ki.⁴ Az egyes évek átlagos hozamainak (r) megváltozása és a forintadósság állományának ($debt^{HUF}$) szorzata adja a hozamváltozás teljes hatását ($eff_{\Delta r}$). Az államadósság átárazódási ideje miatt (1 év alatt az adósság közel harmada árazódik át) a teljes hatás egyharmada érinti az első évet, míg a fennmaradó kétharmad része a következő évek között oszlik meg oly módon, hogy az időszak elejét erőteljesebben, míg a további éveket csökkenő mértékben érinti. A tanulmányban használt átárazódási idő az elmúlt évek lejárat szerkezetét veszi alapul, így a jövőben az átárazódás ideje változhat az adósság lejárat szerkezetének változása esetén.

$$eff_{\Delta r} = \sum_{i=0}^9 \frac{(r_{t-i} - r_{t-i-1}) * debt_{t-i}^{HUF}}{GDP_{t-i}^{NOM}} * \frac{x_{i+1}}{100} \quad (1)$$

ahol x az átárazódás mértéke az egyes években

$$\text{és } x = [32, 11, 11, 10, 9, 7, 5, 5, 5, 5]$$

A gazdaság reálnövekedésének hatása (eff_{g_real}) két GDP-arányos kamatkiadás különbözeteként adódik: az adott évi kamatkiadás (exp^{int}) az ugyanazon évi reál (2010-es rögzített áron mért) GDP (GDP_{real}) arányában, illetve az adott évi kamatkiadás a megelőző évi reál-GDP arányában. A nominális növekedés hatását (eff_{g_nom}) szintén ezen a módon számoltuk, azzal a különbséggel, hogy a nominális GDP-k szerepelnek a nevezőben. A nominális GDP hatásából kivonva a reál-GDP éves hatását, megkapható a GDP-deflátor hatása (eff_{GDP_defl}). (A nominális GDP hatásának számszerűsítése egyébként az adósságráta hatásának bemutatásához is elengedhetetlen.)

$$eff_{g_real} = \frac{exp_t^{int}}{GDP_t^{real}} - \frac{exp_{t-1}^{int}}{GDP_{t-1}^{real}} \quad (2)$$

$$eff_{g_nom} = \frac{exp_t^{int}}{GDP_t^{nom}} - \frac{exp_{t-1}^{int}}{GDP_{t-1}^{nom}} \quad (3)$$

⁴ Az egyszerűség kedvéért a számtani átlagot használtuk, mert az csak kismértékben tér el az olyan súlyozott átlagoktól, ahol a súlyokat úgy választjuk meg, hogy a portfólió átlagos hátralévő futamideje az adósság tényleges átlagos hátralévő futamidejével egyezzen meg.

$$eff_{GDP_defl} = (3) - (2) \quad (4)$$

A nominális adósságváltozás hatása ($eff_{\Delta debt_nom}$) az adott évi és a megelőző évi nominális adósság különbözetének, valamint az adott évi implicit kamatnak a szorzata. A nominális adósság és a nominális növekedés változásának hatása együttesen az adósságráta változásának hatását ($eff_{\Delta debt_rate}$) adja.

$$eff_{\Delta debt_nom} = \frac{(debt_t^{nom} - debt_{t-1}^{nom}) * \frac{exp_t^{int}}{debt_{t-1}^{nom}}}{GDP_t^{nom}} \quad (5)$$

$$eff_{\Delta debt_rate} = (3) + (5) \quad (6)$$

Az árfolyamváltozás hatása ($eff_{\Delta exc}$) két lépésben számolható ki. Első lépésben az átértékelődésből származó adósságnövekményt vagy -csökkenést számoljuk ki, majd ennek a kamatvonzatát. Az árfolyamváltozás miatt bekövetkező devizaadósság-átértékelődés (rev_t) az adott évi és a megelőző évi éves átlagos forint/euro árfolyam különbözetének és a devizaadósság állományának a szorzata. Az átértékelődés kamatkiadásokra gyakorolt hatását az átértékelődés és az átlagos implicit kamat szorzata adja.

$$rev_t = \frac{debt_{t-1}^{FX}}{exc_{t-1}} * exc_t \quad (7a)$$

$$eff_{\Delta exc} = rev_t * \frac{int_{nom}^{imp}}{GDP_t^{nom}} \quad (7b)$$

ahol exc_t az éves átlagos árfolyam

$$és\ ahol\ int_t^{imp} = \frac{exp_FX_t^{int}}{debt_{t-1}^{FX}} \quad (8)$$

és int_{avg}^{imp} megegyezik int_t^{imp} 2000–2015 közötti átlagával.

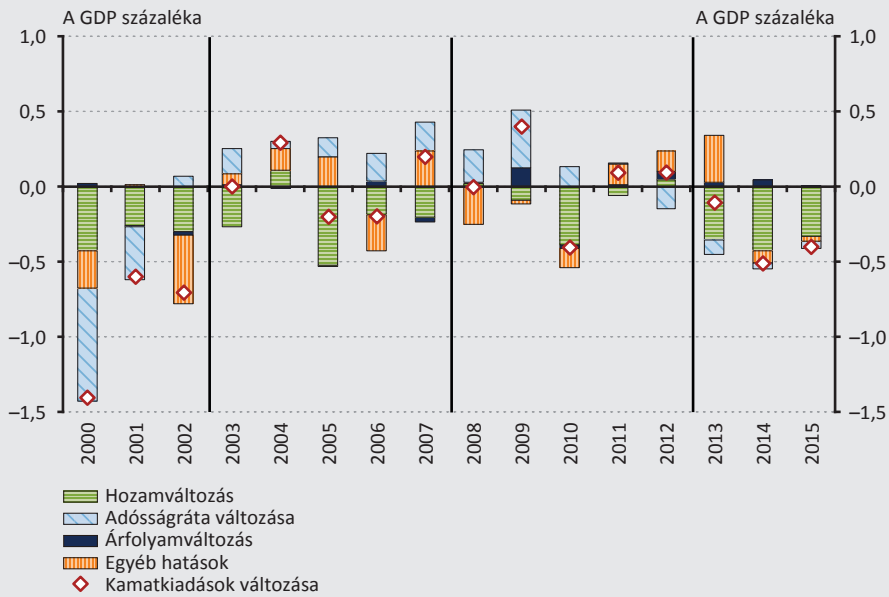
5. A kamatkiadások változását meghatározó fő tényezők

A kamatkiadások GDP-arányos csökkenését elsősorban a gazdasági növekedés, illetve az utóbbi három évben a jegybanki programok, a kedvező hazai makrogazdasági helyzet és a támogató nemzetközi környezet hatására mérséklődő piaci hozamok okozták. Az adósság nominális növekedése, valamint az árfolyamváltozás többnyire inkább a növekedés irányába hatott. Ebben a fejezetben a kamatkiadások éves változásán belül (4. ábra, piros rombusz) a főbb hatások számszerű dekomponálására teszünk kísérletet, és az adatok alapján négy időszakra bontjuk a 2000 óta eltelt éveket.

4. ábra

A kamatkiadások változását okozó főbb tényezők

(a GDP százaléká)



Megjegyzés: Az adatok az imputált kamatkiadásokat nem tartalmazzák.

Forrás: ÁKK, Eurostat, KSH, MNB alapján.

5.1. A változásokat okozó tényezők

Az adósságráta változása 2000–2001-ben a kamatkiadások csökkenéséhez, 2002–2010 között pedig folyamatosan a növekedéséhez járult hozzá, majd 2010 után ismét a kamatkiadások csökkenését okozta. Az adósságráta csökkenése 2000–2001-ben hatott legnagyobb mértékben a kamatkiadásokra, jelentősen hozzájárulva ezzel a kiadáscsökkenéshez. Ezt követően 2002 és 2010 között átlagosan 0,2 százalékponttal növelte a kamatkiadásokat a GDP-arányos adósság növekedése. A kedvezőtlen hatás

2009-ben volt a legmagasabb, amikor a GDP 0,4 százalékaival nőttek a kiadások az adósságnövekedés miatt. Ezzel szemben 2010 után az adósságcsökkenés minden évben támogatta a kiadások csökkenését, ami így évente átlagosan a GDP 0,1 százalékát tette ki.

A 2000 utáni árfolyamváltozások kamatkiadásokra gyakorolt hatása csekély mértékű, de összességében inkább kiadásnövelő irányú. Az átlagos éves árfolyamokat alapul vevő becslésünk alapján az átértékelődés 2009-ben és 2012-ben kerekítve 0,1 százalékponttal növelhette a GDP-arányos kamatkiadásokat, míg a többi évben a hatás ennél is kisebb lehetett. A teljes időszak alatt összesen az árfolyamváltozás hatása a GDP 0,3 százalékát megközelítő mértékben járult hozzá a kamatkiadások növekedéséhez.

A hozamok változásának hatását a többi tényezőnél nehezebb megragadni, ugyanis azok nem az adott évben, hanem több év során, fokozatosan érvényesülnek az államadósság átárazódása miatt. Ezért az egy adott évben végbemenő hozamváltozás részben a következő években fejti ki hatását. Az éves hatás számszerűsítéséhez a hozamok változásának ismeretén túl elengedhetetlen, hogy ismerjük az államadósság átárazódási idejét, ugyanis a különböző lejáratokhoz tartozó hozamok más-más késleltetéssel hatnak az állami kamatkiadások alakulására. Az elmúlt 5 év negyedéves lejárat szerkezeti adatai alapján 1 éven belül az adósság közel harmada, 3 év alatt több mint fele, míg 10 év alatt közel 100 százaléka árazódik át (*Ádám et al. 2015 alapján*).

A hozamok változása a vizsgált időszakban hektikusan hatott a kamatkiadásokra, de általában támogatta a kiadáscsökkenést, különösen az elmúlt 3 évben. Az átárazódás hatásaival korrigált (lásd 4. fejezet (1) képlet) hozamok 2000–2002 között a kamatkiadások érdemi csökkenéséhez járultak hozzá. 2003–2007 között a hozamok változóképpen alakultak, de az egész világra jellemző likviditásbőség többnyire a kiadáscsökkenés irányába hatott. 2008-ban és 2012-ben azonban a válság következtében érdemi hozamemelkedés valósult meg, ami a kamatkiadások növekedését okozta. Az időszak során a hozamok változása évente átlagosan a GDP 0,1 százalékaival járult hozzá a kamatkiadások csökkenéséhez. Trendszerű és folyamatos hozamcsökkenésről 2013 óta beszélhetünk, amely önmagában évente átlagosan közel 0,4 százalékos GDP-arányos kamatkiadás-csökkenést okozott. Elmondható továbbá, hogy a hozamok változásának iránya minden más tényezőnél erőteljesebben befolyásolja a kamatkiadások változását.

Az egyéb hatások részben az olyan hatások becslési pontatlanságából eredhetnek, amelyek a fenti tényezőkre nem sorolhatóak. Az EU-IMF-hitel felvétele 2008-ban torzíthatta a becslést, a törlesztésének pedig 2013-ban lehetett éppen ellenkező irányú hatása. Az egyéb hatásokban jelentkező legfontosabb adósságkezelési műveletek a visszavásárlási- és csereaukciók, valamint az állampapírpiazi repók lehet-

nek. Ezek a műveletek növelhetik a hozamok átárazódásának becsléséből fakadó pontatlanságokat, gyorsítva vagy lassítva a tényleges átárazódást.

5.2. Az elkülöníthető időszakok

2000–2002 között a kamatkiadások jelentősen, éves átlagban a GDP 0,9 százalékával csökkentek. Ezekben az években az adósságráta mérséklődésének és a hozamcsökkenésnek is érdemi hatása volt. 2002-ben az adósságráta növekedése már a kamatkiadások növekedésének irányába hatott, összességében azonban csökkentek a kiadások. (2002-ben az egyéb hatásokon keresztül látható, hogy az adósságállomány növekedése csak kis mértékben érezte hatását a kamatfizetésben.)

2003-tól a válság kitöréséig, vagyis 2008-ig a kamatkiadások éves átlagban enyhén növekedtek. A vizsgált időszak legnagyobb részében az adósságráta évről-évre nagyobb mértékben nőtt. Ebben az időszakban a hozamok meglehetősen változékonyan alakultak, de többnyire mérséklődtek. A globálisan alacsony hozamkörnyezetnek köszönhetően főként 2005-ben láthattunk jelentősebb, kamatkiadásokat csökkentő hatást. A magas globális kockázatvállalási hajlandóság következtében a hozamok változása összességében a kamatkiadások csökkenését támogatta.

A kiadások GDP-arányos szintje 2008-at követően sem emelkedett meg jelentősen, mert bár a piaci hozamok nagymértékben megnőttek, az adósságfelvétel jelentős része nem a piacról, hanem az IMF-től és az EU-tól történt. Ezek a devizahitelek a piacinál számottevően kedvezőbb kamatozásúak voltak. A devizahitelek tehát mérsékeltek a kamatkiadások növekedését, több szempontból azonban kedvezőtlen hatást fejtettek ki. Koncentrált lejáratuk megnehezítette a következő években az adósságkezelést, növelték az államadósság devizaarányát, ami érzékenyebbé teszi a gazdaságot az árfolyamváltozásra, végül pedig közvetetten növelték a jegybank kamatkiadásait.

A korábbi időszakokkal ellentétben 2013 után átlagosan a GDP 0,3 százalékát meghaladó mértékben csökkent az államháztartás kamatfizetése, ami döntő részben a hozamok csökkenésének tulajdonítható. A hozamcsökkenés önmagában 0,3–0,4 százalékpontos kiadáscsökkenést eredményezett volna évente, ezt azonban 2013-ban más hatások visszafogták. E három évben az adósságráta mérséklődése és a gazdasági növekedés is kedvezően hatott a kamatkiadásokra.

6. A hozamok alakulása

6.1. Az állampapírpiazi hozamok

Az elmúlt 15 évben több hazai és nemzetközi tényező jelentős hatással volt a magyar állampapírpiazi hozamokra. A 2000-es évek elején a magas inflációs környezetben a hazai alapkamat szintje és az azt szorosan követő hozamok is 10 százalék körül, illetve afelett alakultak. Ezt követően 2003 végén, valamint 2004 elején inkább

országspecifikus okokból emelkedhetett a hazai államadósság finanszírozásának költsége. Négy évvel később a globális pénzügyi válság már sérülékeny állapotban érte hazánkat, és ez az állampapírcsúcsok emelkedésében is nyomon követhető, a magas hozamkörnyezet ugyanakkor az egész világra jellemző volt ebben az időszakban. Az európai szuverén adósságválság szintén a hozamok emelkedését okozta, és 2012 közepén érte el csúcspontját a magas hozamszint (5. ábra).

5. ábra
Az alapkamat és a másodpiaci állampapírok hozamának alakulása

(százalék)



2013 után a kedvező nemzetközi környezet, a hazai makrogazdasági mutatók, illetve hazánk kockázati megítélésének javulása és a jegybanki kamatcsökkentések jelentősen hozzájárultak az állampapírcsúcsok csökkenéséhez. Az MNB monetáris politikája, amelynek során a Monetáris Tanács a jegybank elsődleges céljának megfelelően a hazai inflációs folyamatokat tartotta szem előtt, költségvetési szempontból az állampapírcsúcsokra is kedvezően hatott. Az alacsony hozamok hatására az adósság fokozatos átárzódásának következtében a kamatkiadások mérséklődése tovább folytatódhat a következő években.

2012 augusztusától a vizsgált időszak, vagyis 2015 végéig az alapkamat a 7 százalékos kiinduló értékről 565 bázisponttal csökkent (azóta további 45 bázisponttal 0,9 százalékra mérséklődött). A másodpiaci hozamok ennek hatására 2015 végéig átlagosan

mintegy 490 bázisponttal mérséklődtek (2016. július végén pedig az átlagos hozamcsökkenés már meghaladta az 560 bázispontot). A rövid hozamok erőteljesebben, átlagosan közel 590 bázisponttal, a hosszabb hozamok pedig mintegy 420 bázisponttal csökkentek. A kamatcsökkentési ciklus során a rövid hozamok szorosan együttmozogtak a mérséklődő alapkamattal, illetve az Önfinszírozási program bejelentése után a megnövekvő kereslet hatására továbbra is lekövték a kamatcsökkentéseket, és érdemben alacsonyabb szinten alakulnak a hazai irányadó rátánál. A hosszú hozamok pedig néhol szorosabban, néhol lazábban követték az alapkamat-csökkentést, de összességében trendszerűen mérséklődtek. Ez annak köszönhető, hogy bár az alapkamat elsősorban a rövid hozamokra hat, a hosszú, hiteles kamatcsökkentési ciklus együtt jár a hozamgörbe hosszú végének lejjebb tolódásával is (Kicsák 2015:4).

A hozamok csökkenéséhez és az állampapírpiazi kereslet növekedéséhez nagymértékben hozzájárultak a jegybanki programok. A nemzetközi környezet, a hazai gazdaság kedvező kilátásai és a fegyelmezett magyar fiskális politika mellett az MNB intézkedései is támogatták a hazai állampapírpiazi hozamok erőteljes mérséklődését⁵.

1. A 2012. augusztus 29-én elindított kétéves kamatcsökkentési ciklus 24 megszakítás nélküli kamatvágása során a Monetáris Tanács a jegybank irányadó rátáját 7 százalékról 2,1 százalékra mérsékelte (MNB 2014b). A kamatcsökkentések elindítását a nemzetközi környezet javulása tette lehetővé, majd a hazai tényezők és a nemzetközi kockázatvállalási hajlandóság kedvező alakulása is hozzájárult a ciklus 2 éven keresztül folytatásához. A belföldi alacsony inflációs környezet és az ennek hatására horgonyzott inflációs várakozások, az egyre fegyelmezettebb fiskális politika, illetve a makrogazdasági folyamatok is támogatták a megszakítás nélküli monetáris lazítást.
2. A 2014. április 24-én bejelentett Önfinszírozási program⁶ a piaci szereplők alkalmazkodása miatt már a bejelentése után és az effektív bevezetés előtt hatással volt az állampapírpiacon. Az Önfinszírozási program célja (MNB 2014a) az államadósság belső, hazai forrásokból történő finanszírozásának erősítése, a gazdaság külső sérülékenységének mérséklése.
 - a. Az intézkedés első fázisának legfontosabb elemeként 2014. augusztus 1-jétől az irányadó eszköz a kéthetes kötvény helyett a kéthetes betét lett, amelyet csak a partnerkörbe tartozó intézmények tarthatnak a jegybanknál. A jegybanki betét nem elfogadható fedezet az MNB hiteleszközei esetében, így megnőtt a kereslet más, likvidebb eszközök, elsősorban az állampapírok iránt.
 - b. Ekkor a jegybank a partnerkörbe tartozó intézmények számára a kamatkockázatuk mérséklésének céljából (2014. június 16-ától) bevezetett egy kamatcsere-eszközt is.

⁵ A programok felsorolásához felhasználtuk: Kicsák 2015:1-2.

⁶ Az Önfinszírozási program fázisainak bemutatását lásd részletesebben: Csávás – Kollarik 2016.

- c. Az intézkedés fontos további eleme, hogy a külföldiek és a nem-banki hazai befektetők számára nem teszi lehetővé, hogy a jegybank irányadó eszközében tartsák forintlikviditásukat, és az irányadó eszközből kizárt forrás egy része szintén az állampapírok keresletét növelheti⁷.
3. 2015. március 25-étől a Monetáris Tanács újra elindította a kamatcsökkentési ciklust, amely során 2015 végéig öt folyamatos, egyenként 15 bázispontos kamatvágás után az alapkamat 1,35 százalékra csökkent.⁸
4. 2015. június 2-án a Magyar Nemzeti Bank bejelentette az Önfelfinanszírozási program második fázisát⁹ (MNB 2015 és Csávás – Kollarik 2016). A program új fázisának hatására érdemben tovább csökkent a nettó külső adósság, mérséklődött a devizaadósság, illetve emelkedett a belföldi befektetők aránya az államadósság finanszírozásában (Nagy – Palotai 2015).
- a. Az átalakítás legfőbb eleme, hogy 2015. szeptember 23-ától az irányadó eszköz a kéthetes betét helyett a három hónapos betét lett, amely mennyiségi korlát nélkül elérhető a bankok számára.
- b. Ezzel párhuzamosan a kéthetes betétben tartható állományra 2015 végétől 1000 milliárd forintos korlátot határozott meg a jegybank, így a kéthetes betét likviditáskezelési funkciót töltött be. (Majd a kéthetes betét az Önfelfinanszírozási program harmadik szakaszának keretein belül, 2016 áprilisában kivételre került.) Az új irányadó eszköz futamideje hosszabb, mint a rövid távú likviditásfedezésnél figyelembe vehető 30 nap, ezért a bankok a likviditási szabályoknak való megfelelés céljából állampapírokra cserélik a jegybanki betétjük egy részét.
- c. Szintén a második fázis részeként a korábban rendelkezésre álló egynapos kamatfolyosó a +/-100 bázispontos sáv helyett aszimmetrikussá vált. A bankok az alapkamatnál 125 bázisponttal alacsonyabb kamat mellett helyezhettek el betétet a jegybanknál, míg az egynapos jegybanki fedezett hitel kamata 75 bázisponttal haladta meg az irányadó eszköz kamatát.
- d. A hagyományos hiteltenderek futamideje (kéthetes helyett egyhetes, illetve hat hónapos helyett három hónapos) és árazása (az alapkamat feletti felár 50 bázispontontról 25 bázispontra mérséklődött) is megváltozott.
- e. A kamatcsere-tenderek továbbra is támogatták a bankok likviditáskezelését.

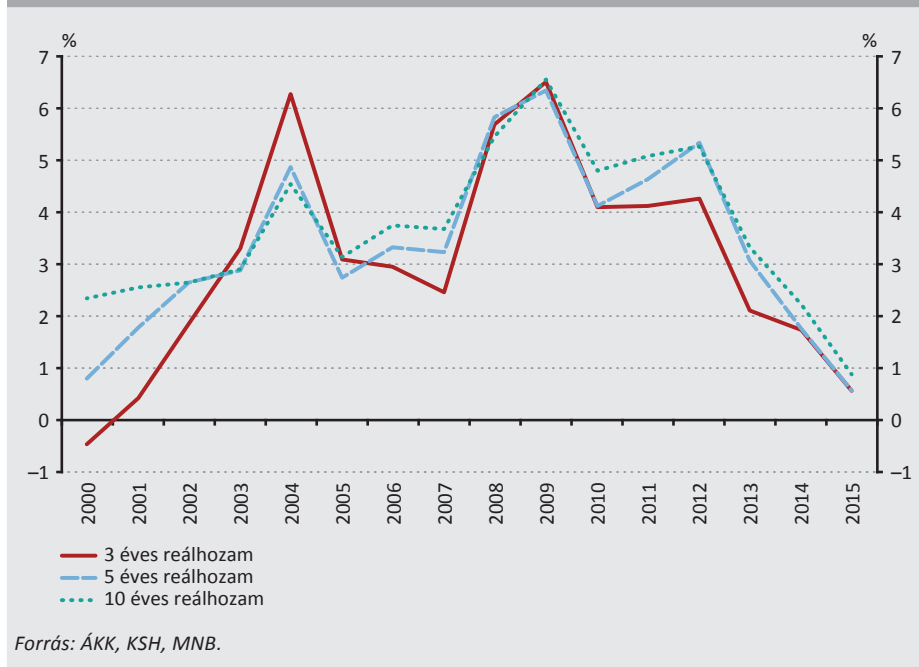
⁷ Részletesebben lásd: Kolozsi 2014, valamint Hoffmann – Kolozsi 2014.

⁸ A tanulmányban vizsgált időszak 2015 végéig tart. Azóta az alapkamat további 45 bázisponttal 0,9 százalékra csökkent.

⁹ A tanulmány által vizsgált időszak azonban 2015. december 31-én lezárul, ezért nem mutatjuk be részletesen sem az Önfelfinanszírozási program harmadik fázisát, sem a három hónapos betét mennyiségi korlátozásának hatásait.

Az adósság fenntarthatósága szempontjából igen fontos az állampapírok reálhozama is, amely erős ingadozást mutatott a vizsgált években. A forintkötvények GDP-deflátorral számolt előretekinthető reálhozama¹⁰ 2000–2007 között a globális likviditásbőség és magas kockázatvállalási hajlandóság mellett 4 százalék alatt ingadozott (eltekintve 2004-től), tehát csak kismértékben reagált az államadósság-ráta fokozatos emelkedésére. A globális pénzügyi válság felszínre hozta a magyar gazdaság strukturális és pénzügyi problémáit. Megkérdőjeleződött az államadósság rövid és hosszú távú fenntarthatósága, és azonnal megugrott az országgokozati felár, aminek következtében nagymértékben nőttek az állampapírcsúszati hozamok.¹¹ Az előretekinthető reálhozamok 2012-ig magas szinten álltak, amit 2013-tól jelentős mérséklődés követett az előzőekben részletezett okok (kedvezőbb nemzetközi környezet, országspecifikus tényezők, alacsonyabb jegybanki alapkamat stb.) következtében, és a reálhozamok 1 százalékra csökkentek (6. ábra).

6. ábra
Az előretekinthető reálhozamok alakulása
(százalék)



¹⁰ A GDP-deflátor mindhárom esetben előretekinthető, az állampapírok teljes futamidejére átlagoltuk, ugyanis a piaci hozamok kialakulásakor az állampapírok befektetői az árak alakulására vonatkozó várakozásaik alapján dönthetnek az elvárt hozamról. A GDP-deflátor előrejelzésénél az MNB 2016. decemberi Inflációs jelentését vettük alapul.

¹¹ 2008 végén és 2009 elején olyan nagymértékű volt a befektetők bizalmatlansága, hogy Magyarország átmenetileg felfüggesztette az állampapír-kibocsátásokat (eltekintve a rövid futamidejű diszkontkincstárjegyeitől).

6.2. Az implicit kamatok

Implicit kamatrátának azt a kamatlábat nevezzük, amely a ténylegesen fizetett kamatokat mutatja a fennálló adósságállomány arányában. Az implicit kamatrátát többféleképpen is számolhatjuk, attól függően, hogy a kamatfizetést melyik évi adósságállomány után vesszük figyelembe, tehát az adott évben kifizetésre kerülő kamatok a megelőző évi, illetve a tárgyévi állományhoz is kötődhetnek. Egy hosszabb futamidejű hitelnél például jellemzően a korábbi fennálló állomány után kell kamatot fizetni, az egészen rövid állampapírok (például 3 hónapos diszkontkincstárjegy) után fizetett kamat azonban az adott évi állományhoz kapcsolódik, illetve kamatot kell fizetni az év során kibocsátott állampapírok után is.¹² Ha az adósságállományon belül az egyes instrumentumok aránya nagyjából állandó, akkor nincs jelentősebb különbség az eredményben. Az előbbieket figyelembe vételével a kamatfizetést az előző évi és a tárgyévi adósság súlyozott átlagának arányában fejezzük ki úgy, hogy a devizaadósságot az éves átlagos árfolyamon váltjuk át forintra:

$$int_t^{imp} = \frac{exp_t^{int}}{\omega * debt_t^{nom} + \omega * debt_{t-1}^{nom}} \quad (9),$$

ahol ebben az esetben $\omega = 0,5$

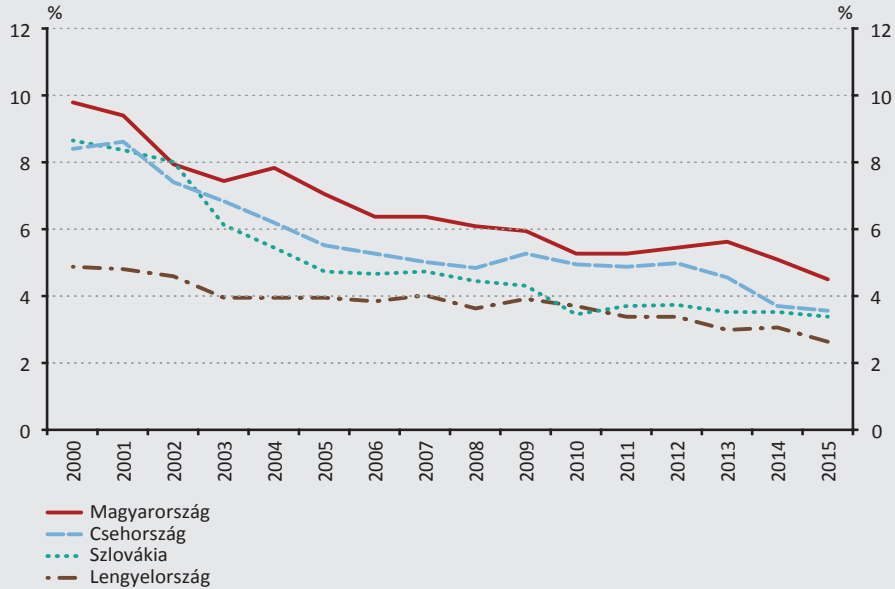
Az implicit kamatkiadások trendszerűen mérséklődtek a vizsgált időszak során, hazánkban és a régióban egyaránt (7. ábra). A csökkenésben számos tényező közrejátszott, amelyek közül az egyik legfontosabb az infláció csökkenése, illetve a régió kockázati megítélésének a kamatfelárak mérséklődésében is megjelenő javulása volt. Mindemellett nagy szerepet játszott a régiós jegybankok erőteljes lazítási politikája.

A válságot követően regionális összevetésben hazánkban mérséklődött leginkább az implicit kamat. A V4-országok közül Magyarországon volt és jelenleg is hazánkban a legmagasabb az implicit kamatszint, ami nagyrészt az „örökölt” magas adósság miatt elvárt magas felárak következménye. A válságot követően azonban hazánk implicit rátája érdemben csökkent: a régió többi országában jellemző 1–1,3 százalékpontos csökkenést meghaladva, 1,6 százalékponttal mérséklődött.

Az implicit kamat csökkenése különösen kedvező annak tükrében, hogy a magyar adósság durációja 2010 óta több mint fél évvel növekedett. Az implicit ráta mérséklődése tehát annak ellenére jelentkezett, hogy közben az államadósságon belül érdemben nőtt a hosszú lejáratú adósság aránya, ami önmagában általában a magasabb kamatfizetés irányába mutat. A duráció növekedése a stabilabb, kisebb megújítási kockázattal rendelkező adósságszerkezet kialakulását segíti, és általában ennek költsége a magasabb kamat (8. ábra).

¹² Az év során kibocsátott állampapírok után eredményszemléletben mindig el kell számolni a kamatkiadást az év hátralévő részére, de a pénzforgalmi statisztikában csak akkor, ha a kamatfizetés ténylegesen sor kerül (azaz a kamatfizetés fordulónapja a kibocsátás utáni napra esik az évben).

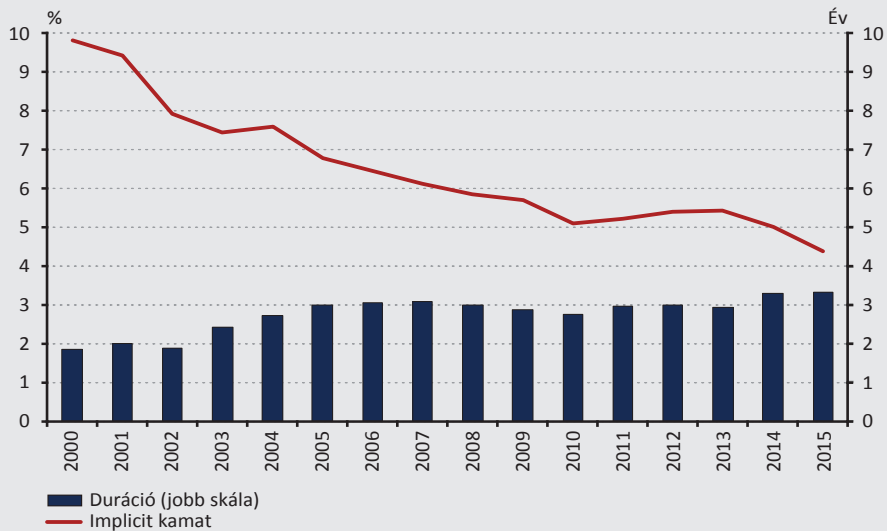
7. ábra
Az államadósság implicit kamatának alakulása a régióban (százalék)



Megjegyzés: Az adatok az imputált kamatkidásokat nem tartalmazzák. (Részletesebben lásd a 7. fejezetben.)

Forrás: Eurostat.

8. ábra
A magyar államadósság implicit kamata (százalék) és durációjája (év)



Megjegyzés: Az adatok az imputált kamatkidásokat nem tartalmazzák. (Részletesebben lásd a 7. fejezetben.)

Forrás: Eurostat, OECD.

Az implicit kamatok 2012–2013-ban bekövetkező növekedését részben az IMF-EU-hitel lejáratának előfinanszírozása okozhatta, amely először a deviza-, később a forint-kibocsátások növelését tette szükségessé. A nemzetközi szervezetektől felvett hitelek koncentráltan kellett törleszteni, és abban az időszakban a piaci hozamok magasabbak voltak, mint a hitelek kamatozása. Később ez változott, és a piaci hozamok folyamatos csökkenése következtében az EU-hitel utolsó részletének visszafizetésekor a forintkötvények hozama már alacsonyabb volt, mint az Európai Unió által nyújtott devizahitel kamata. Megjegyzendő, hogy a devizahitelek alacsony kamata csak látszólagos, mert a devizakibocsátások közvetetten növelik a kereskedelmi bankok jegybanknál elhelyezett betéeteinek összegét, és így a jegybank kamatköltségét. Forintkötvények kibocsátásakor ilyen hatás nem jelentkezik.

7. Az imputált kamatkiadásokról

A nyugdíjrendszer 2011-es átalakítását követően a statisztikai módszertan az állam által átvett vagyonnal megegyező mértékű kötelezettségállományt számolt el a kormányzati szektorban (MNB 2014c)¹³. Az ESA2010 módszertan alapján a vagyonátadások a kormányzati szektor egyszerre veszi át a háztartások eszközállományát és az azzal azonos nagyságú kötelezettséget, így a kormányzati szektor nettó pozíciója változatlan marad. A módszertan szerint azonban a társadalombiztosítási alrendszer továbbra is újraelosztási rendszer, így annak nem lehet nyugdíjkötelezettsége. Ehelyett társadalombiztosítási járulékelőlegként kell kimutatni az átvett összeggel megegyező kötelezettségállományt. Az előlegként nyilvántartott vagyont a jövőben majd a tagok számára kifizetett nyugdíjakkal egy időben transzferbevételeként lehet elszámolni a kormányzati szektorban, amely csökkenti a kormányzat nyilvántartott kötelezettségeit, amíg azok el nem fogynak.

A régi nemzeti számlás módszertan jellemzői

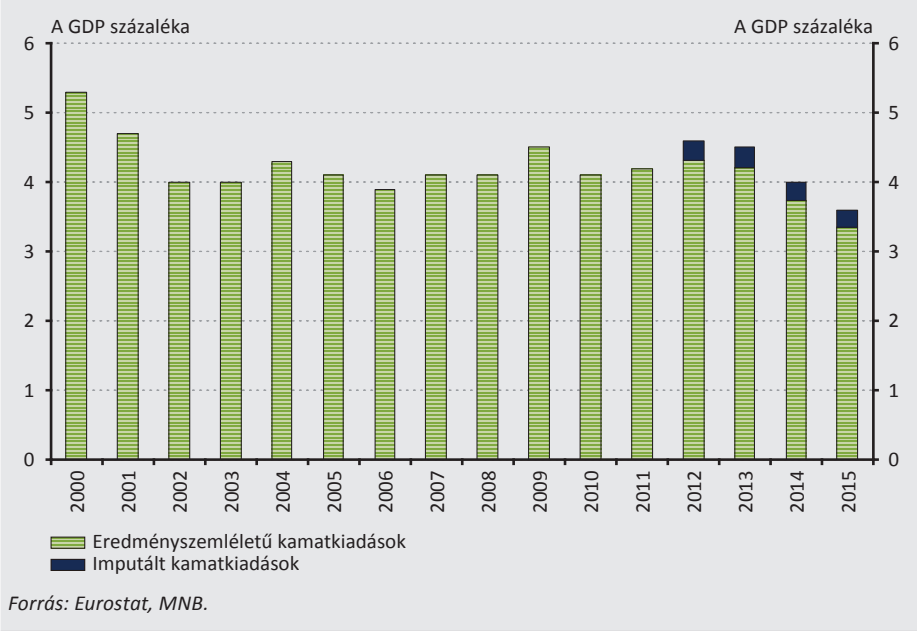
Az ESA95 módszertan a tagok átlépését olyan vagyonátadásként kezelte, amikor a háztartások a vagyonukat a magánnyugdíjpénztártól az államhoz helyezték át, és ezáltal a pénztárak nyugdíjfizetési kötelezettsége megszűnt, míg a kormányzati szektor egyenlege a teljes átadott vagyon összegével javult. Ez a szemlélet elsősorban a társadalombiztosítási rendszer sajátosságait tartotta szem előtt.

Mindaddig, amíg fennáll a reformból eredő kötelezettségállomány a kormányzati szektorban, a statisztika kamatkiadást számol el vele kapcsolatban, amit imputált kamatkiadásnak nevez. Erre azért van szükség, mert az Eurostat érvelése szerint az átvett eszközök az állam számára kamatbevételt jelenthetnek, vagy amennyiben

¹³ Más megközelítést is alkalmazhatunk: P. Kiss – Kékesi (2011:44) szerint „mivel 2011-ben a magánnyugdíjpénztári tagok túlnyomó része visszalépett az állami rendszerbe, elemzési célból úgy is tekinthetjük, hogy a nyugdíjreformra (ti. a magánnyugdíjpénztárak bevezetésére – a szerző) nem is került sor.”

adósságsökkentésre fordítják, az a kamatkiadások csökkenését eredményezi. Az aktuálisan fennálló állományra évente 3 százalék kamatkiadást számol el a statisztika. Valódi kamatfizetés nem történik, de ezt éppúgy az állami kamatkiadások között veszik figyelembe, mint a tényleges adósság után fizetendő terheket (9. ábra).

9. ábra
Az ESA-kamatkiadások és az imputált kamatok
(a GDP százaléká)



Az új módszertani elszámolás az egyes években kismértékben, a teljes időszak során pedig az átvett vagyonnal megegyező összegben javítja az egyenleget. Az imputált járulékbévételek folyamatosan emelkednek, mert az állami rendszerbe visszalépők egyre nagyobb része vonul nyugdíjba, és ezzel párhuzamosan csökken a fennálló kötelezettségállomány és a kapcsolódó imputált éves kamatkiadások is csökkennek. Kezdetben az imputált bevételek és kamatkiadások egyenlege az egyes években nulla közeli, később folyamatosan egyre pozitívabb lesz, és összege a teljes horizonton (2012 és 2046 között) pontosan megegyezik majd azzal a 2855 milliárd forinttal, amelyet ténylegesen átvett az állam (1. táblázat).

1. táblázat

Az átvett vagyon és a kapcsolódó kötelezettségállomány egyenleghatása

(milliárd forint)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2020 | 2030 | 2040 | 2046 |
|---------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 1. Átvett kötelezettségállomány | 2791 | 2846 | 2855 | 2851 | 2845 | 2836 | 2823 | 2766 | 2286 | 1150 | 0 |
| 2. Imputált járulékbérvétel | | 84 | 87 | 89 | 92 | 95 | 97 | 106 | 143 | 192 | 225 |
| 3. Imputált kamatkiadás | | 84 | 85 | 86 | 86 | 85 | 85 | 84 | 71 | 39 | 7 |
| 4. Egyenleghatás (2–3) | | 0 | 1 | 4 | 6 | 9 | 12 | 23 | 72 | 153 | 218 |

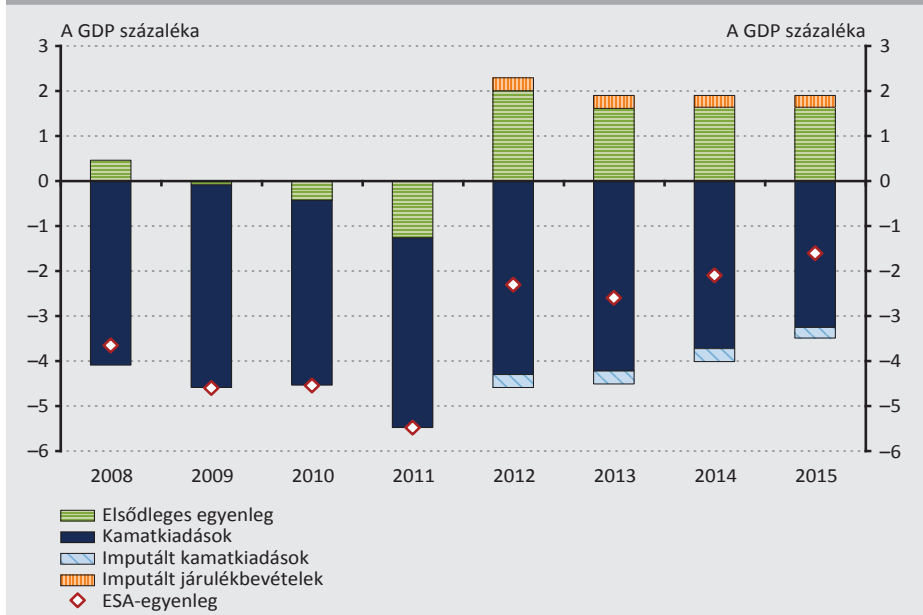
Forrás: MNB 2014c.

Közgazdaságilag ugyanakkor ezek az imputált kiadások véleményünk szerint nem tekintendők kamatkiadásoknak. Az átkerült vagyon, bár kötelezettséget von maga után, de – egyébként a közgazdasági logikával összhangban – nem növekszik az államadósság, míg a kamatfizetés klasszikusan az adósságot keletkeztető instrumentumok után történik. Vagyis az elszámolt „kamat” az új statisztikai módszertan szerint ugyan kamatkiadás, az imputált kötelezettségállomány azonban „egyéb kötelezettség”, és ezért erre a „kamatkiadásra” logikusabb lehet inkább az elsődleges egyenlegen belüli kiadásként tekinteni. Továbbá az imputált kamatkiadáshoz nem is tartozik valódi pénzmozgás és fizetés (10. ábra).

10. ábra

ESA-egyenlegek imputált kamattal és anélkül

(a GDP százaléká)



Forrás: Eurostat, MNB.

Emiatt érdemes a kamatkiadásokat az imputált kamatok nélkül bemutatni, és azokat az imputált járulékbévételekkel szembeállítani az elsődleges egyenlegen belül. A korrekció közgazdaságilag megalapozottabbnak tűnik, ezért az MNB az elemző kiadványaiban (Inflációs jelentés, Költségvetési jelentés) ezt a módszertant alkalmazza, tehát azok eltérnek a hivatalos statisztikától. A változtatás a hivatalos adatokhoz képest az elsődleges bevételeket és a kamatkiadásokat egyaránt csökkenti, de az ESA-egyenleg mértékét nem befolyásolja. Az MNB hivatalos statisztikai kiadványában a hivatalos adat jelenik meg.

8. Összefoglalás

Az elmúlt három évben jelentősen csökkentek az állami kamatkiadások. A csökkenést főként az állampapírpiaci hozamok mérséklődése okozta, amit a kedvező nemzetközi környezetben végrehajtott jegybanki programok nagymértékben segítettek. A hazai tényezők jelentős szerepét támasztja alá, hogy a kamatkiadások a válság után hazánkban mérséklődtek a leginkább, és az EU, illetve az MNB előrejelzése szerint 2017-ig ez a csökkenés továbbra is kiemelkedő marad Magyarországon.

Cikkünkben az eredményszemléletű állami kamatkiadások változását főbb tényezőire bontottuk, az államadósság változásának dekompozíciójához hasonló módszertan felhasználásával. A felbontás során arra törekedtünk, hogy a GDP-arányos kamatkiadások évenkénti változásában el lehessen különíteni az olyan alapvető makrogazdasági folyamatok hatását, mint a hozamok változása, az árfolyamváltozás és az adósságráta változása.

Elemzésünkben 2000 után négy jól elkülönülő időszak azonosítható aszerint, hogy az egyes makrogazdasági tényezők hogyan járultak hozzá a kamatkiadások változásához. 2000–2002 között éves átlagban a GDP 0,9 százalékaival mérséklődtek a kamatkiadások, amit a hozamok és az adósságráta csökkenése egyszerre okozott. 2003 és 2007 között a kamatkiadások az adósság növekedésének kiadásokat növelő és a világgazdaságra jellemző alacsony hozamszint kiadáscsökkentő hatására a GDP 4 százaléka körül ingadoztak.

A válság kitörése után megugrott az adósság szintje és visszaesett a gazdasági növekedés, így 2009-ben jelentős mértékben emelkedtek az állami kamatkiadások. A hozam növekedését azonban ellensúlyozta, hogy az államadósságot nemzetközi szervezetek finanszírozták az akkori piaci hozamoknál alacsonyabb kamaton. Ezt követően 2013-tól átlagosan a GDP 0,3 százalékpontját meghaladó mértékben csökkent az államháztartás kamatfizetése. Ehhez az MNB Önfelfinanszírozási programja és a kamatcsökkentési ciklus által támogatott hozamcsökkenés járult hozzá leginkább, de segítette az adósságráta folyamatos csökkenése is.

A kamatkiadások elemzésénél figyelembe kell venni, hogy a nyugdíjrendszer 2011-es átalakítását követően a statisztikai módszertan az átvett vagyonnal megegyező mértékű kötelezettségállományt számolt el, amely után kamatkiadást imputálnak (MNB 2014c). A kötelezettségállomány után imputált kamat 2012-től folyamatosan növeli az állami kamatkiadásokat, míg ezzel párhuzamosan a statisztika járulékbévételeket is imputál. Az államháztartás egyenlegét – a kötelezettségállomány teljes leépüléséig – éves szinten kismértékben, a teljes elszámolási időszak alatt (2046-ig) pedig összességében az átvett vagyonnal megegyező értékben javítja.

A tanulmányban amellet érvelünk, hogy az imputált kiadások közgazdaságilag nem tekinthetők kamatkiadásoknak, mert a kamatfizetés az adósságállomány függvénye, míg ez a kötelezettségállomány – egyébként helyesen – nem növeli az államadósságot. Emiatt tanulmányunkban a kamatkiadásokat az imputált kamatok nélkül mutatjuk be, és elemzési fókuszú kiadványaiban az MNB is így közli az adatokat. A kamatkiadás és az elsődleges egyenleg többlete így egyaránt alacsonyabb a hivatalos statisztikákhoz képest, miközben az ESA-egyenleg változatlan.

1. Függelék

| 2. táblázat A tanulmányban elemzett főbb adatok összefoglalása | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
| Adatok milliárd forintban | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Bruttó ESA-kamatkiadások (imputált kamatok nélkül) | 702 | 721 | 696 | 766 | 913 | 916 | 935 | 1 035 | 1 100 | 1 185 | 1 115 | 1 172 | 1 231 | 1 278 | 1 213 | 1 115 |
| Az államháztartás konszolidált adóssága forint | 7 340 | 7 954 | 9 574 | 10 982 | 12 296 | 13 585 | 15 612 | 16 757 | 19 372 | 20 471 | 21 799 | 22 721 | 22 414 | 23 076 | 24 514 | 25 402 |
| deviza | 4 726 | 5 530 | 7 205 | 8 297 | 9 040 | 9 647 | 11 053 | 11 466 | 11 607 | 10 990 | 11 549 | 10 958 | 12 676 | 13 368 | 14 766 | 16 442 |
| Reál GDP (2010-es áron) | 2 614 | 2 424 | 2 370 | 2 685 | 3 256 | 3 938 | 4 558 | 5 292 | 7 765 | 9 481 | 10 250 | 11 763 | 9 738 | 9 708 | 9 748 | 8 961 |
| Nominál GDP | 22 167 | 23 004 | 24 039 | 24 960 | 26 209 | 27 358 | 28 412 | 28 540 | 28 794 | 26 904 | 27 086 | 27 557 | 27 115 | 27 690 | 28 810 | 29 717 |
| | 13 322 | 15 383 | 17 422 | 19 077 | 21 024 | 22 471 | 24 153 | 25 560 | 27 072 | 26 297 | 27 086 | 28 166 | 28 661 | 30 127 | 32 400 | 33 999 |
| Forint/Euro árfolyam | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Éves átlagos forint/euro árfolyam | 260,0 | 256,7 | 243,0 | 253,6 | 251,8 | 248,1 | 264,2 | 251,3 | 251,7 | 280,3 | 275,3 | 279,4 | 289,3 | 297,0 | 308,6 | 309,8 |
| Százalék | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Reál-GDP-növekedés | 4,2 | 3,8 | 4,5 | 3,8 | 4,9 | 4,4 | 3,8 | 0,4 | 0,8 | -6,6 | 0,7 | 1,7 | -1,6 | 2,1 | 4,1 | 3,1 |
| GDP-arányos ESA-kamatkiadás | 5,3 | 4,7 | 4,0 | 4,0 | 4,3 | 4,1 | 3,9 | 4,1 | 4,1 | 4,5 | 4,1 | 4,2 | 4,3 | 4,2 | 3,7 | 3,3 |
| GDP-arányos ESA nettó kamatkiadás | 4,8 | 4,0 | 3,6 | 3,7 | 3,9 | 3,8 | 3,6 | 3,8 | 3,6 | 4,0 | 3,8 | 3,7 | 3,9 | 4,0 | 3,5 | 3,2 |
| GDP-arányos államadósság | 55,1 | 51,7 | 55,0 | 57,6 | 58,5 | 60,5 | 64,7 | 65,6 | 71,6 | 78,0 | 80,6 | 80,7 | 78,2 | 76,6 | 75,7 | 74,7 |

A táblázat folytatódik a 71. oldalon.

| | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|--------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Százalék | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Átlagos 3 hónapos hozam | 10,9 | 10,7 | 8,9 | 8,2 | 11,1 | 6,8 | 6,9 | 7,6 | 8,8 | 8,4 | 5,4 | 6,0 | 6,9 | 4,1 | 2,1 | 1,1 |
| Átlagos 12 hónapos hozam | 10,8 | 10,5 | 8,9 | 8,2 | 11,0 | 6,8 | 7,1 | 7,5 | 8,9 | 8,4 | 5,5 | 6,1 | 6,9 | 4,1 | 2,2 | 1,1 |
| Átlagos 1 éves hozam | 10,7 | 10,3 | 8,9 | 8,0 | 10,7 | 6,8 | 7,3 | 7,4 | 9,0 | 8,6 | 5,6 | 6,2 | 7,1 | 4,1 | 2,3 | 1,2 |
| Átlagos 3 éves hozam | 9,8 | 9,1 | 8,4 | 7,8 | 10,0 | 6,9 | 7,6 | 7,2 | 9,4 | 9,3 | 6,7 | 7,0 | 7,5 | 4,8 | 3,6 | 2,1 |
| Átlagos 5 éves hozam | 9,1 | 8,6 | 7,8 | 7,3 | 9,2 | 6,8 | 7,4 | 7,0 | 9,2 | 9,3 | 7,0 | 7,4 | 7,7 | 5,2 | 3,9 | 2,7 |
| Átlagos 10 éves hozam | 8,5 | 8,0 | 7,1 | 6,8 | 8,2 | 6,6 | 7,1 | 6,7 | 8,2 | 9,1 | 7,3 | 7,6 | 7,9 | 5,9 | 4,8 | 3,4 |
| Átlagos 15 éves hozam | | 6,7 | 6,9 | 6,7 | 7,8 | 6,5 | 7,0 | 6,5 | 7,9 | 8,9 | 7,3 | 7,6 | 7,9 | 6,3 | 5,2 | 3,7 |

Forrás: ÁKK, Ameco, Eurostat, KSH, MNB.

Felhasznált irodalom

- Ardagna, S. – Caselli, F. – Lane, T. (2004): *Fiscal Discipline and The Cost of Public Debt Service. Some Estimates for OECD Countries*. ECB Working Paper Series, No. 411.
- Ádám János – Kicsák Gergely – Várpalotai Viktor (2015): *A 2012-2014-ben végrehajtott főbb jegybanki programok költségvetési hatásai* <https://www.mnb.hu/> Letöltés ideje: 2016. szeptember 6.
- Barabás Gyula – Hamecz István – Neményi Judit (1998): *A költségvetés finanszírozási rendszerének átalakítása és az eladósodás megfékezése (Magyarország tapasztalatai a piacgazdaság átmeneti időszakában)*, MNB Füzetek 1998/5.
- Baksay Gergely – Karvalits Ferenc – Kuti Zsolt (2012): *The impact of public debt on foreign exchange reserves and central bank profitability: the case of Hungary*, BIS Papers, No 67, október:179-193.
- Baksay Gergely – Berki Tamás – Csaba Iván – Hudák Emese – Kiss Tamás – Lakos Gergely – Lovas Zsolt – P. Kiss Gábor (2013): *Az államadósság alakulása 1998 és 2012 között Magyarországon: trendek, okok, hatások*, MNB-Szemle Különszám, október:14-22.
- Bundesbank (2013): *The development of government interest expenditure in Germany*, Deutsche Bundesbank, Monthly Report, September 2013.
- Csávás Csaba – Kollarik András (2016): *Az Önfinszírozási program hatása a monetáris kondíciókra*, MNB Tanulmánykötet, augusztus:65-90.
- Hoffmann Mihály – Kolozsi Pál Péter (2014a): *Az önfinszírozási program stabilabb állampapírpiacon eredményezett*. <https://www.mnb.hu/> Letöltés ideje: 2016. szeptember 6.
- Hoffmann Mihály – Kolozsi Pál Péter – Nagy Márton (2014b): *A forintosítás időben elnyújtva csökkenti a jegybank mérlegét és így a forintlikviditást*. <https://www.mnb.hu/> Letöltés ideje: 2016. szeptember 6.
- Izak, V. (2009): *Primary Balance, Public Debt and Fiscal Variables in Postsocialist Members of The European Union*, Prague Economic Papers, 2.
- Kékesi Zsuzsa – P. Kiss Gábor (2011): *Az 1998-as nyugdíjreform visszafordítása rövid távú megközelítésben*, MNB Szemle, április:44-47.
- Kicsák Gergely (2015): *A 2012-2015-ben bevezetett jegybanki intézkedések hatása az államháztartás finanszírozására*. <http://www.mnb.hu/> Letöltés ideje: 2016. szeptember 6.

- Kicsák Gergely (2016a): *Az EU-hitel utolsó részletének törlesztése egyszerre csökkentette az ország sérülékenységét és az adósságfinanszírozás költségét.* <https://www.mnb.hu/> Letöltés ideje: 2016. szeptember 6.
- Kicsák Gergely (2016b): *Magyarországon csökkennek a leginkább az állami kamatkiadások az EU-ban.* <https://www.mnb.hu/> Letöltés ideje: 2016. szeptember 6.
- Kolozsi Pál Péter (2014): *Stabilabb és olcsóbb finanszírozást hozhatnak az MNB új eszközei.* <https://www.mnb.hu/> Letöltés ideje: 2016. szeptember 6.
- Magyar Nemzeti Bank (MNB) (2014a): *Az ország adósság szerkezete tovább javítható, MNB Háttéranyag.*
- Magyar Nemzeti Bank (MNB) (2014b): *A kétéves kamatcsökkentési ciklus hatásai, MNB Háttéranyag.*
- Magyar Nemzeti Bank (MNB) (2014c): *Magyarország pénzügyi számlái.*
- Magyar Nemzeti Bank (MNB) (2015): *Megújul a jegybanki eszköztár, MNB Sajtóközlemény.* <https://www.mnb.hu/> Letöltés ideje: 2016. július 1.
- Nagy Márton – Palotai Dániel (2015): *Az MNB eszközeinek megújításával tovább csökkenti az ország sérülékenységét.* <https://www.mnb.hu/> Letöltés ideje: 2016. szeptember 6.
- Orbán Gábor – Szapáry György (2006): *Magyar fiskális politika: quo vadis?* Közgazdasági Szemle, LIII. évf., április:293–309.
- Tóth G. Csaba (2011): *Adósságdinamika és fenntarthatóság,* Statisztikai Szemle, 89. évfolyam 12:1243-1268.

A kereskedelmi ingatlanfinanszírozás kockázatai a felügyeleti felülvizsgálatok tapasztalatai alapján*

Szenes Márk – Tomsics András – Kutasi Dávid

A gazdasági világválságot követően a nemzetközi és magyar bankrendszer tekintetében is középpontba került a projektfinanszírozás, azon belül is a kereskedelmi ingatlanfinanszírozások témája. Ennek oka egyrészt, hogy a bankok a legnagyobb veszteségeket e portfóliók koncentrációjából fakadóan szenvedték el, másfelől pedig a gazdasági ciklusok erőteljes hatást gyakorolva a kereskedelmi ingatlanprojektek értékére és jövedelemtermelő képességére mindenkor kiemelkedően magas hitelkockázatot jelentenek. A tanulmány az MNB által a magyarországi nagy bankcsoportoknál folytatott felügyeleti felülvizsgálatok tapasztalatainak fényében kívánja bemutatni a kereskedelmi ingatlanfinanszírozás kockázatait, a kockázat mérésével, azon belül a tőkekövetelmény számításával kapcsolatban azonosított kihívásokat – többek között a prociklikusság kérdését, valamint ezek megoldási irányait.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: G32, G33

Kulcsszavak: ingatlanfinanszírozás, gazdasági ciklusok, kockázatkezelés

1. Bevezetés

A vállalatfinanszírozás részeként a strukturált finanszírozások, azon belül a projekt- és ingatlanfinanszírozás témakörét, ezen kiterjedtségű típusok jellemzőit és kockázatait általánosan számos hazai szakirodalom feldolgozta már (Walter 2014, 2016; Nádasy – Horváth – Koltai 2011). Kereskedelmi ingatlanfinanszírozásnak hívjuk azokat a kiterjedéseket, ahol a hitel visszafizetésének elsődleges forrását az ingatlan hasznosításából (eladás, bérbeadás, üzemeltetés) származó bevétel jelenti, beleértve a társasházi lakás-, lakópark-építési projekteket is. Tanulmányunk fókuszában is a bankok által finanszírozott kereskedelmi ingatlanfinanszírozási portfóliók állnak, azonban a problémákat és a megoldási irányokat hangsúlyozottan felügyeleti szemszögből, a felügyeleti felülvizsgálat során gyűjtött tapasztalatok fényében kívánjuk bemutatni. A témaválasztás oka, hogy a magyar bankrendszer legjelentősebb vesz-

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Szenes Márk a Magyar Nemzeti Bank vezető modellezője. E-mail: szenesm@mnbb.hu.
Tomsics András a Magyar Nemzeti Bank pénzügyi modellezője. E-mail: tomsicsa@mnbb.hu.
Kutasi Dávid a Magyar Nemzeti Bank főosztályvezetője. E-mail: kutasid@mnbb.hu.

A kézirat első változata 2016. augusztus 30-án érkezett szerkesztőségünkbe.

teségeit a lakossági deviza-jelzáloghitelek mellett a kereskedelmi ingatlanfinanszírozási projekt kitettségein szenvedte el az elmúlt időszakban. A komplex felügyeleti felülvizsgálatok alá tartozó legnagyobb magyarországi bankcsoportok, bankok¹ (a továbbiakban: komplex bankok) által finanszírozott mintegy 2800 milliárd forint, döntően ingatlanfinanszírozáshoz köthető projektkitetés több mint 50 százaléka vált nem teljesítővé, 750 milliárd forintot meghaladó hitelezési vesztesége 26 százaléknál magasabb veszteségrátát jelentett a projektállományra vetítve. A 2009–2014 közötti időszakban több éven keresztül veszteségesen működő komplex bankok kiemelkedően magas koncentrációt, a 2008. év végi referencia-időponthoz mért szavatoló tőkéjük mintegy kétszeresét meghaladó portfóliót építettek fel a kereskedelmi ingatlanfinanszírozási szegmensben.

A felügyeleti felülvizsgálat régóta kiemelt figyelmet szentel a kereskedelmi ingatlanfinanszírozási portfólióknak. A tanulmányban bemutatott problémák mindegyike – a portfólió elkülönítése (szegmentáció), a projektértékelés és minősítés, a tőkekövetelmény-számítás, a ciklikusság kérdésköre – a vizsgálatok során felmerült valós, a kockázatkezelést érintő gyakorlati probléma. A tanulmány tükrözi a vizsgálatok alatt a bankkal folytatott párbeszédet, az átnyújtott projekthitel-előterjesztések, cash-flow-tervek, értékvesztés-számítások, projektingatlan-értékbecslések, projektminősítő rendszerek, hitelkockázati paraméterbecslések vizsgálatának tapasztalatait. A tanulmányunkban a magyar bankok által finanszírozott kereskedelmi ingatlanfinanszírozási portfóliókra vonatkozó számszaki adatok, kimutatások forrását a hatóság által a vizsgálathoz elrendelt adatok és dokumentumok, elsősorban ügyletszintű hitelanalitikák jelentették.

A kereskedelmi ingatlanfinanszírozás rendszerszinten nemcsak Magyarországon, hanem Európa más országaiban és az Egyesült Államokban is jelentős veszteségeket okozott az elmúlt években, azonban a szegmens kiemelkedő kockázatai a régóta fejlett pénzügyi rendszerrel rendelkező gazdaságok előtt korábban sem voltak ismeretlenek. Az amerikai felügyeletet külön tanulmányban elemezték a 80-as évek végén, 90-es évek elején válságba forduló kereskedelmi ingatlanpiac és a banki kereskedelmi ingatlanfinanszírozási-koncentráció kapcsolatát (*FDIC² 1997*), az ESRB³-nek a témában közzétett átfogó tanulmánya az Egyesült Királyság kereskedelmi ingatlanpiacain az elmúlt évtizedekben 3 ciklust is azonosít (*ESRB 2015*).

A kereskedelmi ingatlanfinanszírozás kockázatát a projekt értékének, jövedelemtermelő képességének gazdasági ciklusokra mutatott érzékenysége okozza. A ciklikusság könnyen tetten érhető a kereskedelmi ingatlanok fő típusainak – irodák, lakásfejlesztések, bevásárlóközpontok, hotelek és ipari ingatlanok – jövedelemtermelő képességét befolyásoló makrogazdasági változók számbavételével. A gazdasági

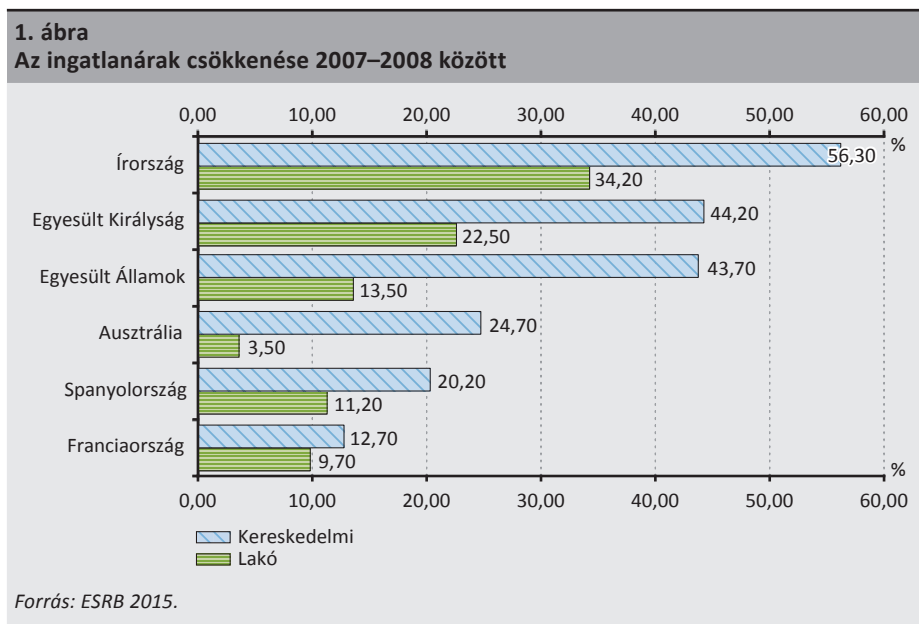
¹ A komplex felügyeleti felülvizsgálat alá tartozó bankok körébe a vizsgált időszakban a Budapest Bank, a CIB, az Erste, az FHB, a K&H, az MKB, az OTP, a Raiffeisen, a Sberbank és az Unicredit tartozott.

² *Federal Deposit Insurance Corporation*

³ *European Systemic Risk Board*

dekonjunktúra hatása a munkanélküliség növekedése, az építőipari és ingatlanpiaci visszaesés mellett a csökkenő lakossági fogyasztás és a háztartások romló jövedelmi helyzete (pl. hotel, bevásárlóközpont), a pénzügyi, biztosítási és egyéb szolgáltatói ágazat helyzetének romlása, a benne foglalkoztatottak számának csökkenése (pl. iroda) hatványozottan hozzájárul a ciklus mélyüléséhez, a veszteségek halmozódásához. A kereskedelmi ingatlanok esetében tehát sok különböző, együttmozgó, egymást felerősítő makrogazdasági változó kölcsönhatása befolyásolja közvetten – a kereslet és kínálat viszonyán keresztül – a kereskedelmi ingatlanpiacot.

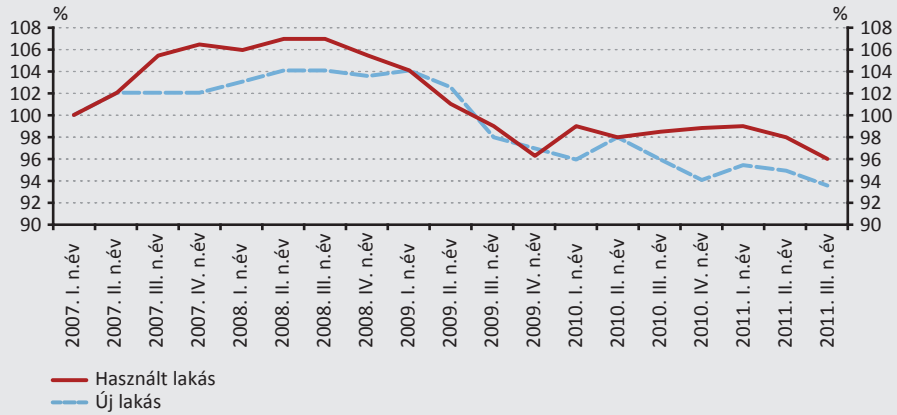
A gazdasági világválság kezdetén mind a kereskedelmi, mind pedig a lakóingatlanok esetében jelentős árcsökkenés volt megfigyelhető. Az Egyesült Államokban 43,7 százalékkal, az Egyesült Királyságban 44,2 százalékkal, Írországban pedig 56,3 százalékkal csökkentek a kereskedelmi ingatlanok árai, miközben a lakóingatlanok is 13–34 százalékot vesztek értékükből alig 1 év leforgása alatt.



A magyar piacot tekintve a nemzetközihez hasonló trendek voltak megfigyelhetőek. Az új és használt lakások piaci ára 2008 harmadik negyedévéhez képest 2009 végére egyaránt közel 10 százalékkal csökkentek, az új lakóingatlanok esetében a csökkenő trend a következő években is folytatódott. A negyedéves szinten eladott lakások száma 2008 második negyedéves csúcsához képest (mintegy 40 000 db) 2009 negyedik negyedévére kevesebb mint a felére esett vissza és a következő években is ezen a szinten maradt (KSH 2012).

2. ábra
A magyarországi lakáspiaci árak változása

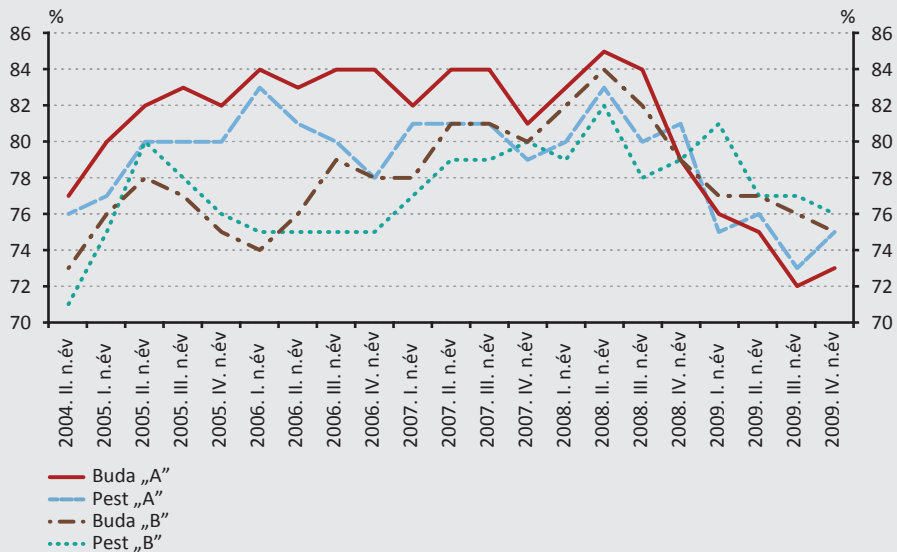
2007. I. negyedév=100%.



Forrás: KSH 2012.

Az irodapiacot tekintve kiemelendő az irodák kihasználtságának változása. Az „A” kategóriás irodák kihasználtsága Budapesten a 2008. év közepe és a 2009. év vége között több mint 10 százaléket meghaladó arányban esett vissza, miközben a „B” kategóriás irodák kiadása is 6–8 százalékkal mérséklődött. Az irodabérelti díjak 2005

3. ábra
A fővárosi irodák kihasználtsága, 2005–2010



Forrás: GKI 2010.

és 2008 között gyakorlatilag stagnáltak, azonban 2009-ben jelentősen csökkentek, a használt irodák árai mintegy 8–10 százalékkal, az új építésű ingatlanok esetében pedig 4–5 százalékkal maradtak el az előző időszakhoz képest (*GKI 2010 és 2015*).

Az ingatlanpiaci visszaeséssel együtt járó hitelezési veszteségek mértéke igazolta, hogy az ingatlanfinanszírozás tőkeigényes banki tevékenység, és a korábbiaknál lényegesen körültekintőbb kockázatkezelési kontrollok kialakítására van szükség. A válság előtti túlzott kockázatvállalás elsősorban a magas koncentráció kialakulásában, a keresleti oldalt figyelmen kívül hagyó növekedési elvárásokban, a spekulatív ingatlanfinanszírozásban volt tetten érhető, melyet – amint azt a felügyeleti vizsgálatok alatt a bankok is visszaigazolták – több esetben belső csalások is kísérték. A ciklus mélypontjába érkezve azonban a fentiekkel éppen ellentétes folyamatok voltak megfigyelhetők: a nagy koncentrációt kiépítő bankok szinte teljesen leállították a projekthitelezést, és jelenleg is erősen szelektív módon folyik az ilyen típusú finanszírozás. A jelen körülmények között éppen az jelenti a legnagyobb kihívást a bankok és a felügyelet számára egyaránt, hogy a ciklustól függetlenül tudják értékelni és a kockázat szempontjából meg tudják különböztetni mind a dekonjunktúrát túlélő, mind a gazdasági fordulatot követően újonnan induló ingatlanfinanszírozási projekteket. A ciklustól független projektértékelés, és az e szemléletet tükröző minősítő rendszer lehetővé tenné a felügyelet számára, hogy a projektkitettségekre előírt tőkekövetelmény prociklikusságát is jelentősen tompítsák.

Fontos hangsúlyozni, hogy a jelen gazdasági fellendülés, a pozitív ingatlanpiaci fejlemények önmagukban, a kockázatkezelési folyamatok, a hitelezési gyakorlat megváltozása nélkül a potenciális kockázatokat nem, csak a realizált veszteségeket tudják drasztikusan csökkenteni. Az ágazat ciklikussága miatt a jó években megfigyelt alacsony veszteségszintből sem a jó portfólió-minőség, sem a kockázat fedezetére képzendő tőkeszükséglet alacsony mértéke nem következik. A tőkét ugyanis nem a konjunktúra idejére, hanem az elmúlt évekhez hasonló súlyosságú stresszhelyzetekre szükséges megképezni.

A magyar bankrendszer esetében azonban nem csak a dekonjunktúrát túlélő, illetve az újonnan folyósított hitelek prudens kockázatmérése, valamint a múltbeli folyamatbeli hiányosságok kiküszöbölése, a kontrollfunkciók erősítése jelent kihívást. A bankoknak továbbra is figyelmet kell fordítaniuk a nem teljesítő ingatlanfinanszírozási portfólió kockázatainak megfelelő számszerúsítására, az értékvesztés szintjében már tükröződő várható veszteségeken felüli nem várt veszteségek tőkével való fedezettségére is. A nem teljesítő állomány mérete a közelmúlt jelentős portfólió-tisztításai – részleges és teljes leírások, követeléseladások – ellenére 2015-ben meghaladta a bruttó 1200 milliárd forintot. Ez a kitettséghez viszonyítva 50 százalékot, nettó értéken az 500 milliárd forintot meghaladó érték még mindig jelentős veszteséspotenciállal bírhat a projektértékek nem várt további csökkenése esetén.

2. A kereskedelmi ingatlanfinanszírozás kockázati jellemzői

A kockázat nyomon követhetőségének, a megfelelő kockázati kontrollok kialakításának feltétele mindenekelőtt annak definiálása, hogy milyen kitétségek tartoznak a kereskedelmi ingatlanfinanszírozás fogalma alá. Az általános definíció szerint kereskedelmi ingatlanfinanszírozási minden olyan kitétség, melynek megtérülését döntően ingatlan hasznosításából származó bevétel biztosítja. E meghatározáshoz legközelebb a Basel II irányelveket implementáló CRR⁴ szerinti különleges hitelezési – projekt – kitétségekre (SL) vonatkozó definíció áll (*BCBS⁵ 2001 és 2006*), mely kimondja a belső minősítésen alapuló módszertant alkalmazó intézmények számára, hogy az alábbi kritériumokat lényegileg teljesítő kitétségeket a rendes vállalatoktól elkülönítetten kell kezelni:

- a vállalat a finanszírozott eszközökön kívül jelentős eszközállománnyal nem rendelkezik, a finanszírozott eszközök üzemeltetésén kívül egyéb tevékenységet nem végez;
- a finanszírozó bank jelentős kontrollt gyakorol a finanszírozott eszközök és az általuk generált cash-flow felett;
- a vállalat bevételi forrása és így a hitel visszafizetése pedig döntően a finanszírozott eszközök által generált cash-flowból származik.

A felügyeleti vizsgálatok során rendszeresen előforduló probléma, hogy a fenti szegmentációs elveket a bankok nem megfelelően alkalmazzák, melynek következtében több bank az egyes projektjellegű ingatlanfinanszírozási ügyleteit a rendes vállalati portfólión belül kezeli, ahol így e portfólió kockázatai, és elsősorban a koncentrációjából fakadó veszélyek részben rejtve maradtak, maradnak. A különleges hitelezési kitétségek kockázatát leginkább a finanszírozott projekt jövedelemtermelő képessége határozza meg, emiatt hangsúlyozandó, hogy az eszköz (ingatlan) által generált jövedelem és a hitel visszafizetésének forrása közötti szoros kapcsolatot kell elsődlegesen tekinteni a szegmentáció során.

Szegmentációs probléma mindhárom SL-kritérium értelmezésével összefüggésben felmerülhet. Elsődlegesen megemlítendő, hogy a különleges hitelezési kitétségek közé való sorolás alól nem ad mentességet az, ha a bank nem biztosítja az eszköz (mint fedezet) és a cash-flow feletti kontrollt, vagy nem a projekt kockázata – cash-flowja – alapján, hanem fedezet alapon finanszíroz.

⁴ *Capital Requirement Regulation – az Európai Parlament és a Tanács 575/2013/EU rendelete a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről és a 648/2012/EU rendelet módosításáról*

⁵ *Basel Committee on Banking Supervision*

Másodsorban problémát jelenthet annak megítélése, hogy a finanszírozott cég vajon tekinthető-e projektcégnak (SPV⁶), amit a finanszírozott kereskedelmi ingatlan(ok) üzemeltetésére hoztak létre. Általánosságban elmondható, hogy egy egyenként egyértelműen kereskedelmi ingatlanprojekteket egyesítő holdingcég, vagy korábban projektcégek tulajdonában álló, kereskedelmi ingatlanokat átvevő vagyongazdálkodó cég kitétségének kockázata – az esetleges diverzifikációs hatások kockázatmérés-kló hatásának figyelembe vételével – a „look through” elve alapján egyenértékű a mögöttes ingatlanprojekt-portfólió kockázatával, ezért a kitétség kockázatának értékelése a mögöttes portfólióval azonos módon, azaz elsősorban a projektingatlanok jövedelemtermelő képességének számítása alapján kell, hogy történjen. Ennek a problémakörnek egy speciális esete a kereskedelmi ingatlanokba fektető alapokkal, az alap befektetési jegyeiben fennálló kitétségek esete. A kollektív befektetési formákban fennálló kitétségek mind a sztenderd, mind az IRB⁷-módszertant alkalmazó bankok esetében külön kitétségi osztályt képeznek, melyet azonban ez esetben is a look through elve alapján a kereskedelmi ingatlanfinanszírozással egyenértékű kockázatként kell számba venni.

Számos probléma felmerül a harmadik SL besorolási kritérium értelmezése kapcsán is. Leggyakrabban a csoporton belüli ingatlan-bérbeadás, a csoporton belüli kezességvállalás miatt nem tekintik ingatlanfinanszírozásnak a bankok az egyébként kizárólag ingatlan hasznosításával foglalkozó projektcéget. Ilyen esetekben a kockázati transzfer csak a hitel futamidejével összhangban lévő bérleti szerződés és megfelelő erősségű kezességvállalás és csoportkapcsolatok esetén vehető figyelembe.

A jövedelmet – akár továbbértékesítéssel, akár a fejlesztés utáni hasznosítással – csak jövőben generáló telekfinanszírozási, ill. építési fázisban lévő ingatlanprojektek a kereskedelmi ingatlanfinanszírozás legkockázatosabb alszegmenseit jelentik, a vállalatnál gyökeresen különböző kockázati profillal rendelkeznek, ezért ebben az esetben különösen lényeges a vállalatoktól elkülönített kezelésmód.

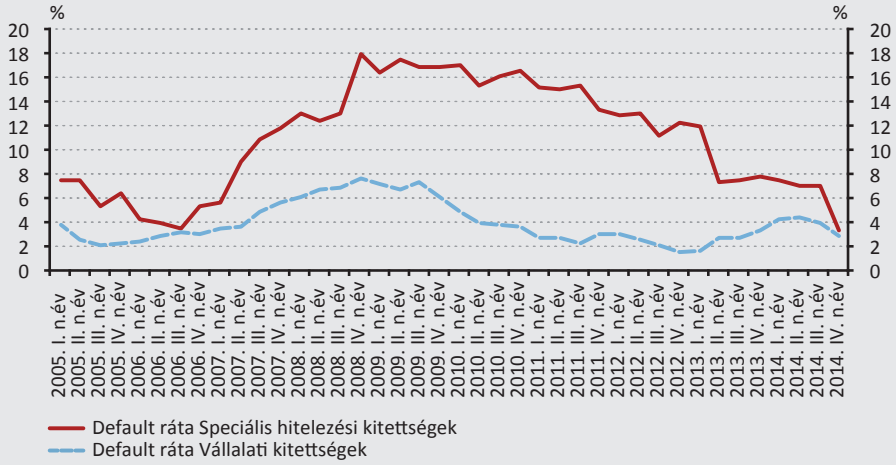
Hogy miért fontos a kereskedelmi ingatlanprojektek elkülönítése a vállalati portfóliótól, az már a legalapvetőbb kockázati mérőszámok bemutatásával is nyilvánvalóvá válik. A magyar nagybanki projekt és vállalati portfóliók idősoros default⁸-rátáit bemutató 4. ábra adatai alapján látható, hogy a projektek az elmúlt 10 évet tekintve végig magasabb bedőlést mutatnak a vállalati portfóliónál. A válság éveit tekintve megállapítható, hogy a projekthitelek default-rátája az előző időszakhoz képest három-négyszeresére emelkedett, miközben a vállalatok esetében ez mindössze másfél-kétszeres hatás volt. A javuló tendencia is csak jóval később kezdődött el és még mára sem érte el a válság előtti évek átlagát.

⁶ Special Purpose Vehicle

⁷ Internal Ratings Based Approach – belső minősítésen alapuló módszer

⁸ Nem teljesítő

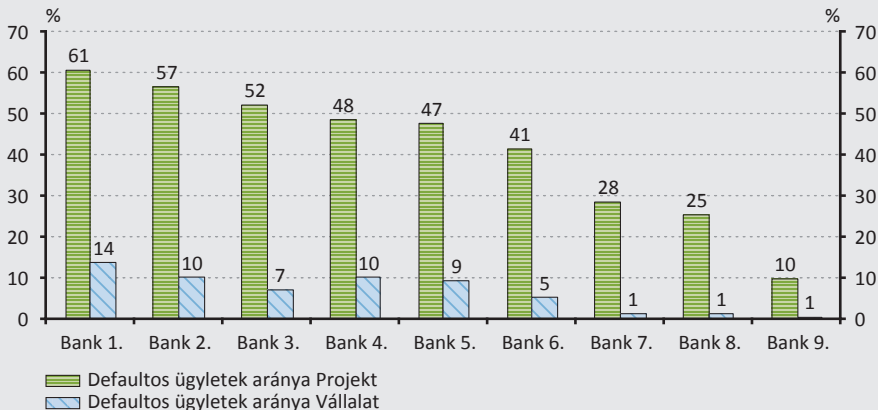
4. ábra
Projekt- és vállalati kitétségek default-rátája



Forrás: MNB.

Az 5. ábrán a 2014. év végén fennálló projekt-portfóliók elemzése látható. Az egyre gyorsuló ütemű portfólió-tisztítások ellenére a defaultos projekthitelek volumennel súlyozott aránya a bankok többségénél még mindig négy-ötszöröse a vállalati hitelekének, egyes esetekben ez meghaladja az 50–60 százalékos állományarányt is, ami azt mutatja, hogy a projektek esetében a behajtás, a nem teljesítő állományok kezelése lényegesen nagyobb feladatot jelent a vállalatokéhoz képest, mely szintén a magasabb kockázati szintet mutatja.

5. ábra
Defaultos ügyletek aránya a projekt- és vállalati portfóliókban



Forrás: MNB.

A kereskedelmi ingatlanfinanszírozás és a normál vállalati finanszírozás kockázatai közötti különbség fő okai az alábbiak:

- az ingatlanfinanszírozás különösen ciklikus ágazat;
- a projektügypfél hitelképessége (default-valószínűsége, vagyis PD⁹-je) és a projektingatlan értéke (veszteségrátája, vagyis LGD¹⁰-je) szorosan korrelál egymással és a gazdasági ciklussal;
- a projektek jellemzően nagy egyedi kitettséggel, minimális saját tőkével rendelkeznek;
- a projektek hitelkockázata a jellegéből fakadó, jól meghatározott szempontrendszer szerint értékelhető, elsősorban a projekt jövedelemtermelő képessége (DSCR¹¹) és az azon alapuló értékelés (LTV¹²), illetve a projektingatlan jellemzői, cash-flow-stabilitása, szponzor ereje, piaci helyzet stb. alapján.

A fenti hitelkockázati jellemzők mellett megemlíthetők még a kamat-, működési-, szabályozói környezetből fakadó-, deviza- és koncentrációs kockázatok is (*MNB 2015*), illetve a felmerülő kockázatokról és kezelésükről általában kiváló áttekintés található a hazai szakirodalomban is (*Nádasdy – Horváth – Koltai 2011*).

A kamatkockázat egyfelől a hozamalapú értékelés során, a tőkésítési rátán keresztül befolyásolhatja a teljes portfólió minőségét és így a kockázatát is. Másfelől a fix bérleti díjakkal szemben a hitel kamatai változóak, így negatív hatást gyakorolhatnak a törlesztési képességre.

Kiemelendő a működési kockázat is, elsősorban a belső és külső csalás, valamint a nem megfelelő üzleti gyakorlat, mely tetemes veszteséget okozott a hazai projekt-portfóliókon. A visszaélésekről banki bizottsági anyagok, büntetőfeljelentések, e témában indított banki belső ellenőri vizsgálatok – adott esetben a projekt underwriting terület teljes személyzeti cseréje – tanúskodnak.

A szabályozói környezetből fakadó kockázatok, adókötelezettségek és környezetvédelmi előírások változása, vagy akár az állami támogatások mértéke is befolyásolhatja az ingatlanok értékét és a gazdasági megvalósíthatóságot. Ez a tényező lehet negatív és/vagy pozitív hatással egyaránt a projektek értékére, megvalósulásuk azonban egyáltalán nem, vagy csak csekély mértékben jelezhető előre.

Különösen veszélyes helyzet állhat elő más devizában történő hitelezés esetében, hiszen a felmerülő devizakockázatokon túl ilyenkor a devizaárfolyam ingadozása

⁹ Probability of default – a nemteljesítés valószínűsége

¹⁰ Loss given default – nemteljesítés esetén a veszteség átlagos mértéke

¹¹ Debt-Service Coverage Ratio – adósságszolgálati ráta

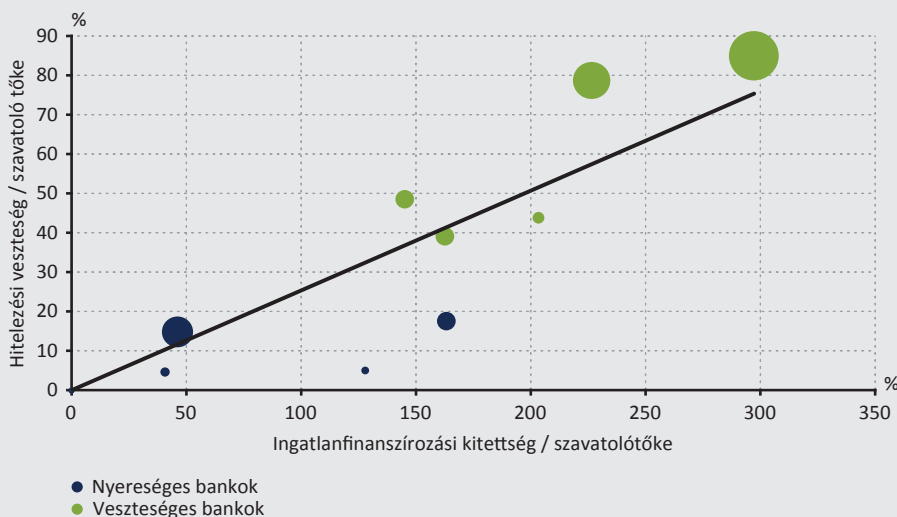
¹² Loan-to-value ratio – hitel-fedezet arány

még tovább rontja a kamat ingadozását. Bizonyos esetekben a devizakockázat rejtve marad, hiszen míg az üzlet bérleti díja a hitellel összhangban euróban van, maga az üzlet forintbevételeket termel, így az árfolyamkockázat csak részlegesen tekinthető fedezettnek.

Hogy a hitelezési és egyéb fent felsorolt kockázatból származó veszteségek a magyar pénzügyi rendszer szintjén is nagy problémát jelentettek, annak magyarázata a kontrollálatlanul felépült kereskedelmi ingatlan-koncentrációban, a koncentrációs kockázat elégtelen banki kontrolljában keresendő. A 6. ábrán látható, hogy a 2008. év végi referencia-időpontbeli szavatoló tőkéhez mért kereskedelmi ingatlanfinanszírozási kitétség és az e portfólióhoz kapcsolódó hitelezési veszteség a veszteséges bankoknál kiemelkedően magas volt. Míg a veszteséges bankok a szavatoló tőkéjük több mint kétszeresét, addig a nyereséges bankok kicsit több mint felét elérő hitelt nyújtottak a szegmensben. Az ábrán látható, hogy a nyereséges bankok között is akad olyan, amely az arányaiban magas koncentráció ellenére mérsékelt veszteséget szenvedett el, ami azt mutathatja, hogy ezen intézmények sikeresen szelektáltak a jobb minőségű projektek közül. Általánosan azonban az látható, hogy aki nagy koncentrációt épített fel, az nagy veszteséget is szenvedett el, és ez a jövőre nézve az effektív kockázati limitrendszer felállításának és a projektminősítési-értékelési modellek alapvető átgondolásának szükségességét mutatja.

6. ábra

Az ingatlanfinanszírozás koncentrációja a 2011–2013 között veszteségesen, ill. nyereségesen működő komplex bankok esetében



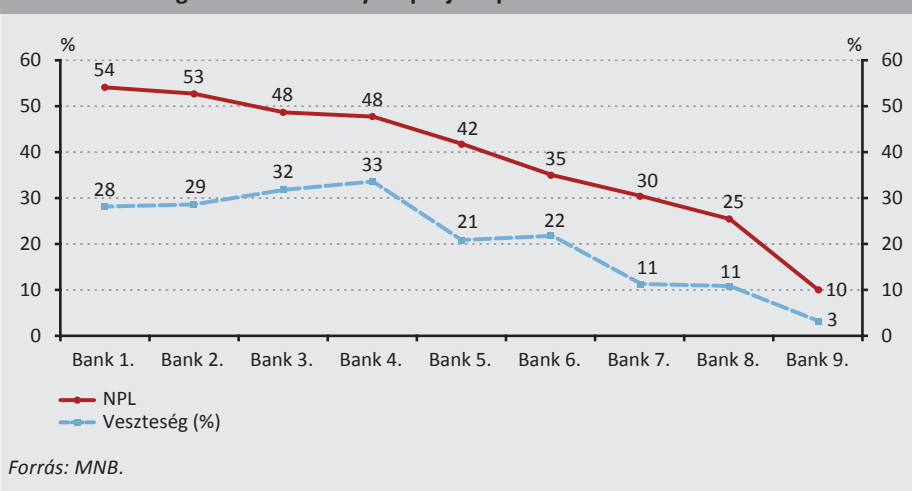
Forrás: MNB.

3. A kereskedelmi ingatlanfinanszírozás kockázatának mérése

Vegyük most számba azokat a kihívásokat, melyekkel a kereskedelmi ingatlanfinanszírozási projektek kockázatmérése és tőkeszükségletének meghatározása során a bankok szembesülhetnek. E problémák kapcsán egy-egy lehetséges megoldási irányt is felvázolunk.

A 2015. évi MNB ICAAP¹³-SREP¹⁴ vizsgálat adatai alapján a projektfinanszírozó komplex bankok általánosan a 40–55 százalékos NPL¹⁵-ráta mellett a finanszírozott kitettség 20–30 százalékát elérő veszteségeket könyveltek el (7. ábra), mely veszteség döntő része a 2009–2012. évekre koncentrálódó bedőléseken keletkezett (4. ábra). Ezen években a sztenderd módszertannal számolt, 8 százalékos tipikus tőkekövetelményt sok esetben akár többszörösen meghaladó hitelezési veszteségeket könyveltek el a bankok, ami a szabályozó tőkekövetelmény-szint elégtelenségére, a kockázatérzékeny módszerek kidolgozásának szükségességére világított rá.

7. ábra
NPL és veszteség százalékos aránya a projekt-portfóliókon belül



Tapasztalataink szerint a múltban aktív projektfinanszírozó bankok legtöbbször elegendő számú default-megfigyelés áll rendelkezésre ahhoz, hogy belső minősítésen alapuló, PD/LGD-paramétereket felhasználó modellt tudjon kifejleszteni, és azt a belső tőkekövetelmény-számításhoz felhasználja.

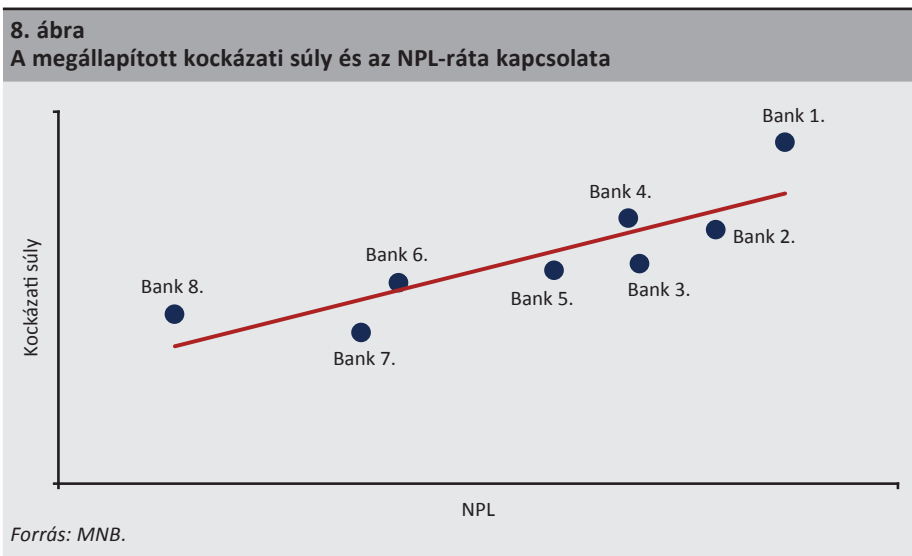
Az MNB által lefolytatott 2015. évi ICAAP-SREP-vizsgálatok alapján a döntően PD/LGD-alapú IRB-kalkuláció eredményeként a teljesítő kereskedelmi ingatlanfinan-

¹³ Internal Capital Adequacy Assessment Process – a tőke megfelelés belső értékelési folyamata

¹⁴ Supervisory Review and Evaluation Process – felügyeleti felülvizsgálati és értékelési folyamat

¹⁵ Non-performing loan – nem teljesítő hitel

szírozási portfóliók tőkekövetelmény-szintje nagy szóródást mutat, azonban a korábban nem teljesítővé vált portfólió arányával meglehetősen szoros az összefüggés (8. ábra).



Az ábra alapján kijelenthető, hogy a múltban kialakult NPL-ráták teljes mértékben alátámasztják azt, hogy jelentős különbségek lehetnek a portfóliók kockázatai között a bankok kockázati étvágájától függően. Másfelől az aktuális, még teljesítő portfólió és az NPL-arány közötti erős kapcsolat azzal magyarázható, hogy a válság során és azt követően – a bankok által alkalmazott minősítő rendszerek alapján – a teljesítő portfólió számottevő minőségjavulása általában nem volt tapasztalható, azaz az NPL-szintek által jellemezhető korábbi portfólióminőség szerinti kockázati sorrend a jelenlegi portfóliókon is megmaradt. Ezen a képen a jövőben csak a portfóliótisztítás és az új projekthitelek eltérő kockázati profiljának dominánssá válása változtat majd.

A belső tőkeszámításhoz alkalmazott paraméterbecslés során a projektfinanszírozás speciális kockázati jellemzőiből fakadó számos probléma merült fel a felügyeleti felülvizsgálatok alatt és a tőkekövetelmény meghatározásakor, melynek kezelésére a bankoknak a jövőben továbbra is kiemelt hangsúlyt kell fektetniük, az alábbiakra is tekintettel:

- az elemszámból fakadó becslési-statisztikai bizonytalanságok konzervatív pótlékkal történő kezelése;
- a PD-LGD korrelációjának a projekt hitelképességével összefüggő PD és a projekt ingatlan értékével összefüggő LGD közötti szoros korreláció kezelése;

- a projektingatlan értékének, jövedelemtermelő képességének ciklusokkal szembeni érzékenységevel összefüggésben az LGD downturn¹⁶-értékének meghatározása;
- a teljes gazdasági ciklus szempontjából reprezentatív mintaidőszak kiválasztása, a downturn-időszakok megfelelő súllyal történő figyelembevétele, tekintve azt is, hogy a kereskedelmi ingatlanfinanszírozás esetében a válság hatásai lényegesen tovább elhúzódhatnak, mint a rendes vállalati kitétségek esetében.

Külön figyelmet érdemel a kereskedelmi ingatlanfinanszírozás szempontjából különösen releváns ciklikusság kérdése. A projektingatlanok értéke rendkívül volatilis lehet, a különböző piaci események hatására gyakran változhat a projekt élettartama alatt. Az ügyfél kockázata és a projektingatlan értéke közötti szoros korreláció miatt az éppen magas ingatlanárakból fakadó alacsony LTV-ből nem feltétlenül következik az alacsony veszteség-potenciál, az ügyfél bedőlése és az ingatlan értékének drasztikus csökkenése ugyanis együtt jár, mely a kockázati paraméterek szintjén a PD és az LGD együttmozgását, korrelációját jelenti. A kockázati paraméterek továbbá nemcsak egymással, hanem a gazdaság állapotával is korreláltan mozognak, ami okozhatja a tőkekövetelmény prociklikusságát is, azaz a downturn-időszakban megnő, konjunkturális időszakban lecsökken a tőkekövetelmény, ami a hitelezési hajlandóság további gyengítésével, illetve erősítésével elmélyítheti a gazdasági válságot. A ciklikusan változó kockázati paraméterek mellett továbbá a tőkekövetelmény a jó években alul-, rossz években túlbecsült lehet. A felügyelet célja, hogy a tőkekövetelmény lehetőleg ciklustól független legyen, amire a kereskedelmi ingatlanportfólió kockázatainak értékelése és mérése során is tekintettel kell lenni. A ciklikusság egyrészt a PD-becslés során a default-ráta idősorában a konjunkturális és downturn-időszakok arányának helyes megválasztásával, másrészt az LGD-ben a downturn-becslés, a PD-LGD korrelációjának figyelembe vételével kezelendő.

A ciklikusság problémája azonban igazán a minősítő rendszeren keresztül, a minősítési kategóriák közötti migrációkon érhető tetten. A minősítési kategóriánként mért kockázati paraméterek ugyan lehetnek ciklustól függetlenek, ha a minősítő rendszer változói erősen korrelálnak a gazdasági változókkal, ilyenkor a gazdaság változását követő migrációk miatt a tőkekövetelmény prociklikus lesz. A kereskedelmi ingatlanprojektek minősítő rendszereiben is felhasznált kockázati jellemzők értékei erősen ciklikusak, legyen szó akár a kvantitatív (LTV, DSCR), akár a kvalitatív paramétereikről (szponzor ereje, piaci környezet). A fenti problémákra az egyes kockázati faktorok, különösen a projektingatlan-érték, így az LTV, DSCR hosszú távú, ciklusfüggetlen értékelése (REFG¹⁷ 2014), illetve a projektérték stressztűrő képességének alaposabb vizsgálata és a minősítés során nagyobb súllyal történő figyelembe vétele jelenthet részben megoldást. A stressztűrő képesség elsősorban a projekt cash-flow tervé-

¹⁶ Gazdasági dekonjunktúrában megfigyelhető.

¹⁷ Real Estate Finance Group

nek stresszelésén keresztül, árfolyamstressz, bérletidő-csökkenés vagy egyéb romló ingatlanpiaci tendenciák beépítésével vizsgálható. E szempontokat megvalósító minősítő rendszer használatával biztosítani lehet az újonnan folyósított kitétségek kockázatainak jövőbe tekintő felmérését, a ciklustól független – hitelnyújtási gyakorlatban és kockázati profilban történő – változások tőkekövetelményben való érvényesítését.

A teljesítő projektek kockázatmérésének felsorolt szempontjai minden olyan intézmény esetében figyelembe veendő, amely a belső tőkeszámításhoz minősítő rendszeren ill. PD/LGD-beclsésen alapuló módszertant alkalmaz. Abban az esetben, ha az intézmény nem képes PD-t becsülni, akkor lehetőség van a slotting-minősítésen alapuló, egyszerű súlyozásos módszertan alkalmazására is. A Bázeli Bizottság 2016 márciusában közzétett konzultatív anyagában a bankoknál általánosan fennálló adathiányra hivatkozva felveti a különleges hitelezési kitétségek esetében PD/LGD-módszertan megszüntetésének lehetőségét, és csak a slotting-módszertan használatát tenné lehetővé az IRB-t alkalmazó bankok számára (BCBS 2016). A slotting-módszertan a projektek kockázati jellemzőinek osztályozásán alapuló 4 (+1 nem teljesítő) kategóriát tartalmazó rating¹⁸-rendszert, és a rá meghatározott felügyeleti kockázati súlyokat és várható veszteségszinteket jelenti. A slotting-módszertan megfelelő kvantitatív validáció mellett – melyre egyébként a szabályozói tőkeszámításra e módszertant alkalmazó bankok is kötelezve vannak –, illetve a meghatározott kockázati súlyokhoz és várható veszteségszintekhez történő helyes, az e fejezetben felsorolt szempontokat figyelembe vevő kalibráció esetén megfelelően tükrözheti a teljesítő portfólió kockázatait, bár a 4 kategória kevés lehet a különböző kockázatu projektek szétválasztására.

A bevezetőben említettük, hogy nemcsak a teljesítő, hanem a nem teljesítővé vált kereskedelmi ingatlanfinanszírozási portfólió kockázatai is kiemelt figyelmet érdemelnek. Mindenekelőtt számos esetben problémát okozott a kereskedelmi ingatlanfinanszírozási ügyletek nem teljesítő státuszának azonosítása, különösen a működő projektek esetében. Az átstrukturálás nyomán lecsökkent kamat-, illetve tőketerhek, a ballon-bullet-konstrukció¹⁹, a törlesztési késedelem hiánya sokszor elfedi azt a tényt, hogy az ügyfél jövedelemtermelő képessége még a szponzor figyelembe vételével sem elegendő a hitel visszafizetéséhez, ami a nemteljesítés (default) fogalmának jogszabályban meghatározott feltétele.

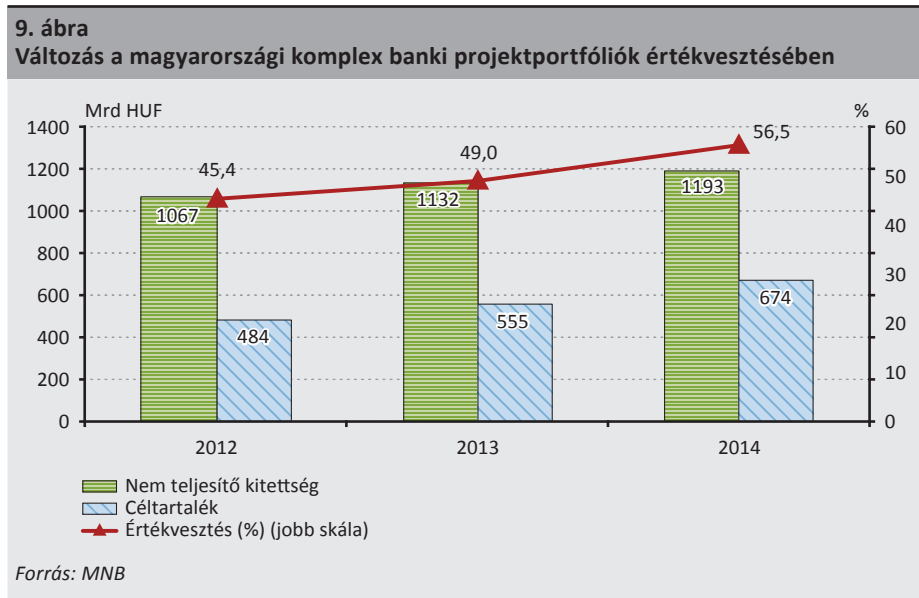
Bár e tekintetben a banki gyakorlat javuló tendenciát mutat, a default-azonosítás mellett további problémát jelent, hogy nemcsak az újonnan bedőlő, hanem korábbi nem teljesítő projekteken is a hazai bankok értékvesztés-ráképzéssel évről-évre növekvő veszteségeket könyveltek el. Míg a 2009–2012. években a helyenként lát-

¹⁸ Minősítési

¹⁹ Olyan hitelkonstrukció, amely során a teljes tőkét vagy annak jelentős hányadát (jellemzően 60–80 százaléka) a futamidő végén egy részletben fizeti meg az adós.

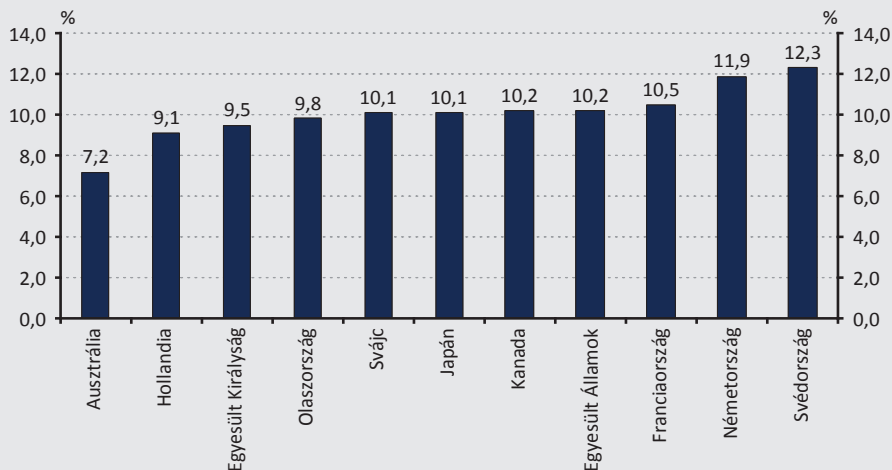
ványosan növekvő értékvesztés-fedezettségi szintek mögött a túlzottan optimista, a gyors ingatlanpiaci fordulatban bízó, nem kellően prudens értékvesztési gyakorlat korrekciója állt, addig a későbbi években inkább a tovább romló, stagnáló kereskedelmi ingatlanpiaci kilátások, az értékelés konzervatívizmusának növelése határozták meg a fedezettségi szintek emelkedését.

A komplex bankok értékvesztés-szintjének növekedését a nem teljesítő projektportfóliókon 2012-től a 9. ábra mutatja be. A 2015-ös felügyeleti vizsgálatok adatai alapján a nem teljesítő projektek értékvesztés szintje elérte az 56,5 százalékot.



A korábbi tapasztalatok is azt mutatják, hogy prudens értékvesztési gyakorlat mellett a nem teljesítő kereskedelmi ingatlanokon a behajtási folyamat során még további, nem várt veszteségek keletkezhetnek. A projektingatlanok értékelése mindenhol a világon, de különösen az illikvid piaci helyzetet jelentő downturn-helyzetben komoly kihívást jelent. A nemzetközi kitekintés azt mutatja, hogy tiszta piaci körülmények között általában az értékbecslés és a végső eladási ár közötti különbség 10 százalék körüli (10. ábra).

10. ábra
Ingatlanfinanszírozási projektek értékbecsléseinek és tényleges eladási árai közti különbség 2005–2014



Forrás: ESRB 2015.

Az értékvesztési szintek emelkedése és az értékesített problémás kereskedelmi ingatlanok megtérülési tapasztalatai alapján megállapítható, hogy downturn-helyzetben a nem teljesítő projektingatlanok értékelésének bizonytalansága, „nem várt” vesztesége a normál piaci körülmények között tapasztalt 10 százaléknál lényegesen magasabb lehet. Az utóbbi felügyeleti ellenőrzések tapasztalatai azt mutatják, hogy a magyar bankszektor értékvesztésképzése sokat fejlődött, mind a portfólió prudens kezelésében, mind pedig a várható veszteségek becslési módszertanának kialakításában. Összességében a hazai bankok által kialakított értékvesztésszintek egyre jobban közelítik a várható veszteségeket, azaz az értékvesztéssel csökkentett nettó könyv szerinti érték megfelelően közelíti a projekt értékét, ezért csak a nem várt veszteségekre szükséges tőkét képezni. A fenti tapasztalatok alapján tehát – prudens értékvesztés szintet feltételezve – elvárható, hogy a bankok az értékvesztés felett a nettó kitétség legalább 12 százalékát elérő tőkekövetelményt képezzenek a belső tőkeszámítás során (ez a 150 százalékos kockázati súlynak felel meg), mely kifejezi a várható körülményekkel összhangban értékelt projektek értékének „nem várt” csökkenését. A 12 százalékos szint választását elsősorban tehát az elmúlt évek kedvezőtlen piaci elmozdulásai során megfigyelt veszteségnövekmények indokolják, valamint az, hogy a 10 százalékos normál piaci volatilitásnál indokolhatóan magasabb a downturn-helyzetben potenciálisan bekövetkező nem várt veszteség. Nyitott kérdés marad a kockázati szint ciklustól való függésének kérdése, hiszen konjunktúra esetén a további értékcsökkenés lényegesen nagyobb lehet, mint downturn-helyzetben. A kockázatok számszerűsítésének egy szofisztikáltabb megoldása a nem teljesítő portfóliók esetében is az értékelés alapjául szolgáló cash-flow stresszelése lehet.

4. Összefoglalás

A tanulmányunkban ismertettük a kereskedelmi ingatlanfinanszírozási portfólió kiemelkedő kockázatait, melyek a magyar bankrendszer legjelentősebb veszteségeit okozták, és bemutattuk azokat a problémákat, melyek a vizsgálatok során a gyakorlatban is előkerültek a bankokkal folytatott párbeszéd során, majd lehetséges megoldási irányait is felvázoltuk. A szegmentációhoz kapcsolódó problémákkal együtt azt is bemutattuk, hogy melyek azok a szempontok, melyek alapján indokolt a rendes vállalatoktól elkülönített kezelés.

Ezt követően bemutattuk a kereskedelmi ingatlanfinanszírozás vonatkozásában a hitelkockázat mérése (minősítő rendszer, hitelkockázati paraméterek – PD/LGD) során felmerülő kihívásokat, így a PD/LGD korrelációját, a reprezentativitás és a ciklikusság kérdését is. A kockázatomérés részeként hangsúlyoztuk a jövedelemtermelő képesség stresszelésének fontosságát, a projekt minél inkább ciklusfüggetlen értékelését.

Végezetül a nem teljesítő állomány tőkeigényének mértékére tettünk javaslatot az alapján, hogy tapasztalatok szerint gazdasági dekonjunktúrában a projektek értéke meglehetősen nagy szóródást mutat, és erről az elmúlt évek folyamatosan növekvő értékvesztés-szintje is tanúskodik.

Tanulmányunk egyik legfőbb célja, hogy bemutassa azokat a szempontokat, melyek figyelembe vételével tompítható a kereskedelmi ingatlanfinanszírozási portfóliók tőkekövetelményének prociklikussága, és biztosítható egy nem várt válsághelyzet esetén is a megfelelő tőkeellátottság, mely különösen aktuális kérdés ma, az ingatlanpiaci fellendülés időszakában, amikor is megvan a veszélye a kockázatok alulbecslésének.

Felhasznált irodalom:

BCBS (2001): *Working Paper on the Internal Ratings-Based Approach to Specialised Lending Exposures*. http://www.bis.org/publ/bcbs_wp9.pdf Letöltés ideje: 2016. július 26.

BCBS (2006): *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*. <http://www.bis.org/publ/bcbs128.pdf> Letöltés ideje: 2016. július 26.

BCBS (2016): *Reducing variation in credit risk-weighted assets – constraints on the use of internal model approaches*. <http://www.bis.org/bcbs/publ/d362.pdf> Letöltés ideje: 2016. július 26.

ESRB (2015): *Report on commercial real estate and financial stability in the EU*. https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/2015-12-28_ESRB_report_on_commercial_real_estate_and_financial_stability.pdf Letöltés ideje: 2016. július 26.

- FDIC (1997): *Commercial Real Estate and the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s*. https://www.fdic.gov/bank/historical/history/137_165.pdf Letöltés ideje: 2016. július 26.
- GKI (2010): *A magyarországi ingatlanpiac helyzete és kilátásai (2010. januári felmérések alapján)*. [https://muosz.hu/archive/muhely/Jelentes_201001\(GKI-vegleges\).doc](https://muosz.hu/archive/muhely/Jelentes_201001(GKI-vegleges).doc) Letöltés ideje: 2016. július 26.
- GKI (2015): *Tovább szárnyal a lakás- és irodapiac (A GKI 2015. áprilisi felméréseinek eredményei)*. http://mais.hu/GKI_2015.pdf Letöltés ideje: 2016. július 26.
- KSH (2012): *Lakáspiaci árak, lakásárindex, (2011. III. negyedév)*. Statisztikai tükör VI. évfolyam 5. szám www.ksh.hu/docs/hun/xftp/stattukor/lakaspiacar/lakaspiacar113.pdf Letöltés ideje: 2016. július 26.
- MNB (2015): *A tőke megfelelés belső értékelési folyamata (ICAAP), a likviditás megfelelésének belső értékelési folyamata (ILAAP) és felügyeleti felülvizsgálatuk*. <https://www.mnb.hu/letoltes/icaap-ilaap-kezikonyv-2015-aprilis.pdf> Letöltés ideje: 2016. július 26.
- Nádasdy Bence – Horváth S. Attila – Koltai József (2011): *Strukturált finanszírozás Magyarországon*. Alinea Kiadó, Budapest
- REFG (2014): *A Vision for Real Estate Finance in the UK*. – <http://www.ipf.org.uk/resourceLibrary/a-vision-for-real-estate-finance-in-the-uk--may-2014-.html> Letöltés ideje: 2016. július 26.
- Walter György (2014): *Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban*. Alinea Kiadó, Budapest.
- Walter György (2016): *Kereskedelmi banki ismeretek*. Alinea Kiadó, Budapest.

A klímaváltozás hatása a biztosítási szektorra*

Pandurics Anett – Szalai Péter

A biztosítási szektor egyik legfontosabb feladata és alapvető kompetenciája a természeti kockázatok folyamatos értékelése és a lehetséges hatásainak kezelése. Így nem meglepő, hogy a biztosítási szektor a kezdetektől aktív résztvevő a klímaváltozás hatásának modellezésében és a megoldási lehetőségek feltárásában is. Mielőtt a biztosítási szektor és a klímaváltozás kapcsolatának elemzésére térünk, elengedhetetlen az alapfogalmak és alapvető lehetséges hatások bemutatása, ezért cikkünk elején röviden összefoglaljuk a klímaváltozás okait és a legfontosabb következmény-csoportokat, illetve bemutatjuk az alacsony karbonkibocsátású gazdasághoz vezető út európai mérföldköveit. A klímaváltozás biztosítási szektorra gyakorolt hatását egy német és angol példán keresztül, mindkét ország esetében egy-egy releváns tanulmány kijelentéseinek ismertetésével és értelmezésével mutatjuk be. Az egyes országokra jellemző szemléletek eltéréseinek bemutatása mellett fontosnak tartottuk a legfontosabb intézményi álláspontok felvázolását is: a német esetben a biztosítási szektor inkább lehetőségeket kereső reakcióira láttunk példákat, míg az angol tanulmány inkább felügyeleti jellegű, a kockázatorientált szemlélet érzékeltetésére alkalmas. Cikkünk végén úttörő módon természetesen kitérünk a klímaváltozásnak a magyar biztosítási szektorra gyakorolt várható hatására is.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: G22, Q28, Q54

Kulcsszavak: fenntartható biztosítás, klímakockázat, globális felmelegedés, NÉS-2, low carbon economy

1. A klímaváltozás okai és következményei

Köztudott, hogy a klímaváltozás kiinduló jelenségeként a globális felmelegedés határozható meg. A hőmérsékletemelkedés oka jól azonosítható: ezt a kutatók túlnyomó többsége az üvegházhatású gázok kibocsátásának – jórészt az emberi tevékenységre visszavezethető – növekedésében találta meg (Sachs 2015). A klímaváltozás kérdésköre az elmúlt 40 évben egyre nagyobb figyelmet kapott, mert egyre többen ismerték fel azt, hogy amennyiben minden ugyanúgy megy tovább, mint korábban, akkor

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Pandurics Anett közgazdász, a Posta Biztosító elnök-vezérigazgatója, MABISZ-elnök.

E-mail: pandurics.anett@mpb.hu.

Szalai Péter közgazdász, a PEND Consulting Kft. ügyvezetője. E-mail: p.szalai@pend.hu.

A kézirat első változata 2016. október 3-án érkezett szerkesztőségünkbe.

a gazdasági növekedés már a 21. században (emissziós és erőforrás-) korlátokba ütközhet, s ez akár gazdasági összeomláshoz és politikai feszültségekhez vezethet.¹

1.1. Az üvegházhatású gázok emissziójának növekedése

A tudományos magyarázatokat némiképp leegyszerűsítve az üvegházhatás (greenhouse effect) jelensége magyarázza a felmelegedést. A hatás 1896-os felfedezése egy svéd kémikus *Svante* (1896) nevéhez fűződik. Az üvegházhatás jelensége röviden a következőképpen írható le: a mintegy 5800 Celsius fokos felszíni hőmérsékletű Nap által kibocsátott hőmérsékleti sugárzás, fény hullámhosszának maximuma a látható tartományba esik – erre a hullámhosszra a Föld légköre gyakorlatilag átlátszó. A bejövő fény nagy részét elnyeli a Föld felszíne, amely ennek hatására felmelegszik az adott évszaktól, szélességi körtől és még sok egyéb paramétertől függő hőmérsékletre. A jóval hűvösebb Földnek a saját (60 Celsiusnál szinte mindig kisebb) sugárzása a Naphoz képest jóval kisebb energiájú, a hullámhossza pedig a távoli infravörösbe esik – erre a tartományra nézve a légkör átlátszatlan. A légkör átlátszatlansága miatt a hő nem tud fénysebességgel kisugározódni, ehelyett jóval lassabb hőátadási és áramlási folyamatokkal tud csak elindulni az űr felé. Ez a folyamat a felszín és a légkör melegedését eredményezi. Ahhoz, hogy ez a jelenség lejátszódhasson, a légkörben olyan gázokra van szükség, amelyek a bolygó hőmérsékleti sugárzása számára átlátszatlanok. Az ilyen tulajdonsággal rendelkező gázokat üvegházhatású gázoknak nevezzük. A Föld légkörében alapesetben is vannak természetes eredetű üvegházhatású gázok (ÜHG-k): a jelentősebbek a vízgőz, a szén-dioxid, a metán, valamint az ózon. A globális felmelegedést leginkább a következő üvegházhatású gázokhoz kötik (1. ábra):

- A *szén-dioxid* természetes formában is a légkör része, a keletkezése az élő szervezetek biológiai folyamataiból (légzés), illetve a vulkánok (égési folyamat) és óceánok működéséből (kötött szén-dioxid felszabadulása) származik. Az emberi tevékenység nyomán a fosszilis energiahordozók (kőolaj, földgáz, kőszén) elégetésével kerül legnagyobb mennyiségben a légkörbe. A legjelentősebb kibocsátók ennek megfelelően az erőművek, illetve az ipar és a közlekedés, de jelentékeny súlyt képvisel az épületek fűtése is. A szén-dioxid légköri koncentrációjának növekedéséhez jelentősen hozzájárul a rohamos léptékű erdőirtás is, hiszen a szén-dioxid természetes megkötője a növényzet.
- A természetben is előforduló üvegházhatású *metán* főként a szerves anyagok rothadási folyamataiból eredhet. A legnagyobb veszélyforrást ebben az esetben az olvadó tundraövezetek mocsári és tőzegláp-területeinek kibocsátása jelenti. Az emberi tevékenység nyomán az energiaszektor, a mezőgazdaság (rizstermesztés, állattenyésztés), valamint a hulladékgazdálkodás és szennyvízkezelés révén

¹ Ezt a gondolatot először az 1972-ben publikált, immár klasszikusnak számító „Limits to Growth” című könyvben fogalmazták meg a szerzők (*Meadows et al. 2004*).

jut a legtöbb metán a légkörbe, de a kőolaj- és földgázkitermelés során, valamint a földgázszállító csővezetékek repedéseiből is jelentősebb mennyiség kerül a légkörbe.

- *Dinitrogén-oxid*: a természetben a nitrogéntartalmú élő szervezetek bomlásából ered, az emberi tevékenység nyomán pedig a műtrágyahasználat juttatja a legtöbb dinitrogén-oxidot a légkörbe, de jelentős a hőerőművek és a közlekedés dinitrogén-oxid-kibocsátása is.
- *A szintetikus üvegházhatású gázok*² kizárólag az emberi tevékenység révén kerülnek a légkörbe – ezek leginkább az ipari folyamatokból származnak. Oldószerként, hűtőközegként, habosító anyagként, tűzoltó készülék töltőanyagaként, zsírtalanító anyagként, házakban használt szigetelőanyagok alapvető összetevőjeként kerülnek a légkörbe.

Az üvegházhatáshoz egyébként a természetes vízgőz is hozzájárul, méghozzá a fenti anyagok hatását meghaladóan, ennek légköri tartózkodási ideje azonban rövid (mintegy 10 nap), míg a másik három természetes gáz légköri tartózkodási ideje hosszú (10–200 év), illetve a légkörbe való be- és kikerülési folyamataikat, légköri koncentrációjukat az emberi tevékenységek nagymértékben befolyásolják. Fontos még, hogy vannak az üvegházhatás ellen ható természetes folyamatok is, ilyen a fotoszintézis. Ennek során a növények a napfény energiáját arra használják, hogy vízből és a levegőben levő szén-dioxidból szerves anyagokat hozzanak létre, oxigént szabadítva fel a folyamat során.

1.2. A lehetséges következmények

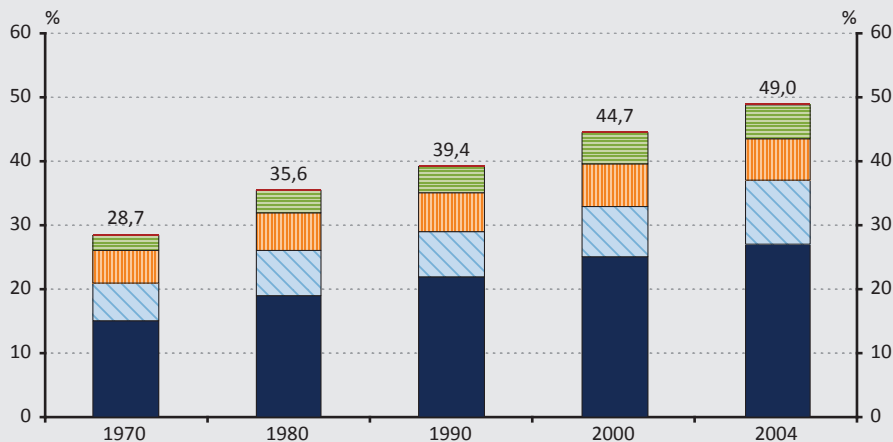
Míg a klímaváltozás jelensége maga az elmúlt évtizedben széleskörűen elfogadottá és tudományosan igazolttá vált (*Oreskes 2004*)³, lehetséges következményei azonban messze nem egyértelműek. Az ENSZ és a WMO (Világ Meteorológiai Szervezet) ezért hívta életre 1988 novemberében az IPCC-t (Intergovernmental Panel on Climate Change), amely megfelelő nemzetközi tudományos kereteket ad a témában folyó kutatásoknak és vitáknak, egyúttal képes arra is, hogy szakmai döntéseket megalapozó anyagokat készítsen a politikai szereplők számára. Az IPCC 4. Értékelő Jelentésében (*IPCC 2007:10*) azzal számol, hogy a globális átlaghőmérséklet 2100-ig az üvegházhatású gázok kibocsátástól függően 1,1–6,4 °C fokkal emelkedhet. A kiindulópontot az 1750-es év jelenti, az ehhez képest mért 2 °C-os emelkedést tartják a kutatók a visszafordíthatatlanság küszöbének (*National Geographic 2005*). A globális felmelegedés gyorsulásában az emberi tevékenység (elsősorban az energiatermelés, az ipar, a mezőgazdasági termelés és a közlekedés) játszik jelentős szerepet (*1. ábra*).

² A legjelentősebb mesterséges üvegházhatású gázok a kén-hexafluorid (SF₆), a fluorozott szénhidrogének (HFC-k) és a perfluor-karbonok (PFC-k).

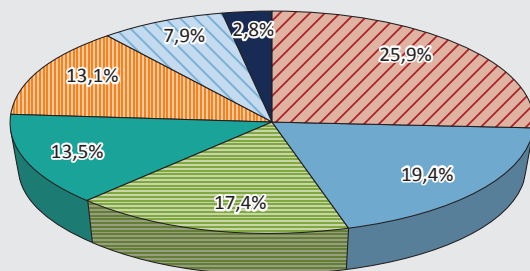
³ *Oreskes 2004*-es cikkében 928 klímaváltozás témában írt (1993–2003 között megjelent) tudományos cikk elemzésével támasztotta alá ezt az állítást.

1. ábra

Üvegházhatású gázok emissziója és az egyes szektorok részesedése⁴



- CO₂ fosszilis energiaforrásokból és egyéb forrásokból
- CO₂ erdőirtás, -pusztulás miatt és tőzegeből
- CH₄ mezőgazdaságból, hulladékból és energiából
- N₂O mezőgazdaságból és más forrásból
- Fluortartalmú gázok



- Energiaszolgáltatás
- Ipar
- Erdőművelés
- Mezőgazdaság
- Közlekedés
- Lakó- és kereskedelmi épületek
- Hulladék és szennyvíz

Forrás: IPCC 2007:36.

A klímaváltozás lehetséges várható következményeinek elemzésekor célszerű megkülönböztetni az elsődleges környezeti hatásokat, az ezek által kiváltott fontosabb közvetett hatásokat és visszacsatolásokat, illetve az előző két pont indukálta lehetséges társadalmi, gazdasági és politikai változásokat.

⁴ Az 1. ábra az antropogén üvegházhatású gázok kibocsátását mutatja 1970 és 2004 között, a második pedig az egyes szektorok részesedését az antropogén üvegházhatású gázemisszióban 2004-ben (CO₂-ekvivalens).

1.2.1. A felmelegedés közvetlen környezeti hatásai

A globális felmelegedés közvetlen környezeti hatásai a legszembetűnőbbek, és különösen extrém időjárási jelenségek (vihar, árvíz, aszály) előfordulása esetén mindenki számára érzékelhetőek. A közvetlen hatásokat általában az alábbi jelenségekkel azonosítják:

- az évszakok megváltozása,
- a helyi hőmérsékleti csúcsértékek emelkedése,
- a klímazónák eltolódása,
- a tengerekre gyakorolt hatások (savasodás, tengerszint-emelkedés, melegedés, az áramlatok megváltozása),
- a gleccserek visszahúzódása,
- a sarki jégborítás elvékonyodása (Arktisz, Antarktisz),
- a megváltozott csapadékviszonyok: aszályok és árvizek,
- a trópusi ciklonokra gyakorolt hatások,
- az erdőtüzek,
- a biológiai sokféleségre gyakorolt hatások.

Jól látható, hogy az elsődleges következmények hatásai rendkívül nagy jelentőségűek lehetnek, ugyanakkor az is igaz, hogy éppen a hatások szerteágazó jellege és a hatásmechanizmusok áttételessége, bonyolultsága miatt nagyon nehéz kétséget kizáróan kijelenteni, hogy például egy adott évben a helyi csúcshőmérséklet növekedését biztosan és közvetlenül a globális felmelegedés okozta. A kutatók által elemzett hosszú távú adatsorokat vizsgálva azonban az összefüggés kézenfekvő és tudományosan bizonyítható (Oreskes 2004).

1.2.2. A közvetett – fizikai jellegű – hatások

A közvetlen hatások további változásokat is indukálnak, így például hatnak az élő organizmusok összetételére, hozzájárulnak a permafroszt (állandóan fagyott talaj) változásához, és a lazulás következtében a tengerfenéki jelentős metánkészletek légkörbe kerüléséhez. Ezek a jelenségek közvetett hatásoknak tekinthetők, s bár a következményeik nehezen beláthatóak, de jelentősek is lehetnek.

1.2.3. A társadalmi, gazdasági és politikai változások

A klímaváltozás hatásai a társadalmi és gazdasági viszonyokat sem hagyják érintetlenül. A lehetséges társadalmi, gazdasági és politikai következmények között a következők szerepelhetnek:

- globális politikai következmények,
- környezeti menekültek („klímamenekültek”),
- egészségügyi hatások,
- közvetlen és közvetett gazdasági veszteségek (biztosítási károk),
- a mezőgazdaságra gyakorolt hatás,

- egyes gazdasági tevékenységekre gyakorolt hatások (energiaipar, borászat, turizmus stb.).

A klímaváltozás hatására a társadalomtudományokban is születtek új fogalmak, ilyen például a fent szereplő „klímamenekült” fogalom. Ezt a fogalmat kezdetben csak a csendes-óceáni kisebb szigetek emelkedő tengerszintje (és az ennek következtében romló édesvízminőség és termésbiztonság) miatt – általában a magasabb Új-Zélandra – menekülőkre alkalmazták. Később a World Resources Institute (*Maddocks et al. 2015*) szakértői rámutattak arra, hogy a Közel-Keleten az utóbbi években egyre többször végigsöprő – korábban példátlan, akár hetekig tartó – hóhullámok és az ennek következtében kialakult vízhiány miatt a megélhetésüket elvesztő pásztorok és gazdálkodók (mintegy másfélmillió ember) tömeges városokba özönlése jelentősen hozzájárult a szíriai konfliktusok elmélyüléséhez és a polgárháború ki-robbanásához. A WRI szerint a világ vízhiánnyal leginkább fenyegetett 33 országa közül 14 a Közel-Keleten és Észak-Afrikában található. Mivel ezekben az országokban a népesség meglehetősen gyorsan nő, ezért a közeljövőben a vízfogyasztási igény is növekedni fog, nemcsak családi, hanem ipari szinten is. Az viszont egyelőre nem világos, hogyan fogják ezek az országok kielégíteni ezt a növekvő keresletet, hiszen a régió folyói látványosan apadnak, vagy súlyosan szennyezettek. A prognózis szerint a víz helyzet a következő 25 évben olyan mértékben romlik, hogy az újabb és újabb gazdasági, politikai és biztonsági válságokkal fenyeget; mindez pedig újabb konfliktusokhoz és gyorsuló migrációhoz vezethet.

1.2.4. A cél az alacsony szén-dioxid-kibocsátású gazdaság irányába történő elmozdulás

A nemzetközi szervezetek, köztük az Európai Unió is, jelentős elvárásokat fogalmaznak meg az üvegházhatású gázok (ÜHG-k) kibocsátásával kapcsolatban. A Bizottság 2011-ben fogadta el az alacsony szén-dioxid-kibocsátású, versenyképes gazdaság (*low carbon economy*) 2050-ig történő megvalósításának ütemtervét (*Európai Bizottság 2011*). Az ütemterv azt a célt szolgálja, hogy 2050-re az EU-ban az 1990-es szinthez képest 80 százalékkal csökkenteni lehessen az ÜHG-kibocsátást (szén-dioxid-egyenértékes alapon). A meghatározott mérföldkövek elérése érdekében 2030-ra 40 százalékkal, 2040-re pedig 60 százalékkal kell csökkenteni a kibocsátást. A csökkentéshez minden ágazatnak hozzá kell járulnia úgy, hogy az átmenet legyen megvalósítható és megfizethető. A célok ambiciózusak és átfogóak, és szinte mindenkit érintenek. Az ún. Párizsi Egyezmény 2015-ös aláírása (150 állam-, ill. kormányfő részvételével) történelmi mérföldkő volt a klímaváltozás elleni küzdelemben. Az egyik legfontosabb vállalás az volt, hogy az aláírók – először a történelemben mind a 198 aláíró ország – kötelezettséget vállaltak arra, hogy 2 Celsius-fokon maximálják a felmelegedést, de törekednek arra, hogy ez csak 1,5 Celsius-fok legyen.

2. A klímaváltozás és a biztosítás kapcsolata

Amennyiben megvizsgáljuk (*Botzen 2013:37*) a természeti katasztrófák okozta károk (biztosított és nem biztosított) alakulását, nyilvánvalóvá válik az időjárással kapcsolatos kockázatok jelentősége a biztosítási szektor számára. Az adatok egyértelműen növekvő kárösszegeket mutatnak. A szélsőséges viharok, áradások és aszályok kapcsán az egyes országok – fekvésük és földrajzi adottságaik függvényében – eltérő sérülékenységet mutatnak, de lényegében nincs olyan ország, amely teljesen kivonhatja magát a hatások alól. Azon túl, hogy a biztosítók kártérítést nyújtanak a katasztrófa bekövetkezése után a biztosítottaknak, legalább ennyire fontos szerepet játszhatnak a kockázatok mérséklésében és az adaptáció elősegítésében is (pl. megfelelő, a helyes irányba mutató ösztönzők kialakításával). Ezért nem meglepő, hogy több ország komoly erőfeszítést tett arra, hogy feltárja és elemezze a kockázatokat és ezek kapcsolatát a biztosítási szektorral.

Fontosnak tartjuk különböző országok biztosítási szereplőinek véleményén keresztül bemutatni az eltérő nézőpontokat. Először egy globális megközelítést ismertetünk az angol biztosítási piacot is felügyelő hatóság (Bank of England Prudential Regulation Authority – PRA) szemszögéből, ezt követően egy nemzetközi kezdeményezést mutatunk be (Principles for Sustainable Insurance – PSI), majd a német biztosítási szektor és a klímaváltozás kapcsolatát elemezzük a GDV (Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft – Német Biztosítók Szövetsége) szemszögéből. Végezetül a saját meglátásainkat is ismertetjük a hazai helyzettel kapcsolatban.

2.1. A klímaváltozás és a globális biztosítási piac az angol biztosítási felügyelet szemszögéből

A klímaváltozás brit biztosítási szektorra gyakorolt hatását a Bank of England foglalta össze egy 2015-ös kiadványában (*PRA 2015*), amelynek háttérét 30 biztosító megkérdezése, négy kerekasztal-vita és számos szakértői interjú szolgáltatta. A Bank of England elsősorban felügyeleti intézményi szerepéből (PRA – Prudential Regulatory Authority) fakadóan foglalkozik a klímaváltozás témával. A pénzügyi intézmények, a biztosítók prudenciális felügyelete a PRA feladata, a felügyelői felelősség pedig megköveteli a felügyelt szektorok biztonságos és stabil működésének elősegítését, ezzel is hozzájárulva a biztosítottak érdekeinek védelméhez.

2.1.1. A biztosítási szektor számára releváns kockázattípusok

A klímaváltozással összefüggésben álló és a biztosítási szektor számára releváns kockázatok a következő fő kockázattípusokba sorolhatók:

- Fizikai kockázatok: ezek a kockázatok általában az időjáráshoz kapcsolódnak (vihar, árvíz, jégeső), hatásaik pedig általában arányosak magukkal az eseményekkel, legyen szó anyagi károkról vagy ezek későbbi következményeiről (ellátási láncokban keletkező zavarok, vagy valamely erőforrás esetében felmerülő szűkösség stb.).

- **Tranzíciós (átalakulási) kockázatok:** ezek azok a pénzügyi jellegű kockázatok, amelyek a dekarbonizációval, a gazdaság alacsonyabb szén-dioxid-kibocsátási szintre történő átállásával kapcsolatosak. A biztosítótársaságok számára ez főként a karbon-intenzív iparági befektetések eszköztárazódási kockázatait (piaci értékének csökkenését) jelenti. Másfelől kisebb mértékben ugyan, de ide sorolható például a karbon-intenzív iparágban tevékenykedő ügyfelektől várható biztosítási díjbevétel csökkenése is.
- **Felelősséghez kapcsolódó kockázatok:** ezek a kockázatok azon szereplők esetében merülhetnek fel, akiket a klímaváltozás negatív hatásai következtében valamilyen kár ért, és a keletkezett veszteséget megpróbálják átkerülni azokra/megosztani azokkal, akik a káresemény kialakulásában felelősséget viselnek. Amennyiben ezek az eljárások sikeresek, felmerülhet a biztosítók költségviselése is, elsősorban a szakmai felelősségbiztosítások vagy a vezetői felelősségbiztosítások kapcsán.
- Véleményünk szerint önálló csoportot képeznek az étellel és egészséggel összefüggő kockázatok is, ezek változása azonban az előző háromhoz képest bonyolultabb, hatásaik számszerűsítése hosszabb megfigyelési időt igényel.

Az angol felügyelet által készített tanulmány a következő fontosabb következtetéseket vonja le az első három kockázattípus vonatkozásában:

Fizikai kockázatok

- A három kockázattípus közül a fizikai kockázat bír a legnagyobb jelentőséggel a biztosítók mérlegeiben (a tartalékokra, ill. a kötelezettségekre gyakorolt hatáson keresztül). A kockázatkezelés legfontosabb eszközeinek (katasztrófa kockázati modellek, eszköz- és forrásoldali diverzifikáció, alternatív kockázati transzferek alkalmazása, viszontbiztosítási megoldások, illetve rövid távú szerződések) széleskörű használata azt valószínűsíti, hogy a biztosítók viszonylag jól felkészültek a fizikai kockázatok kezelésére. A fizikai kockázatok kezelhetőségét – helyes díjkalkuláció esetén – támogatja a biztosítás speciális szolgáltatási ciklusa is (azaz a díjak fizetése megelőzi a károk kifizetését), ami csökkenti a likviditási kockázatot. A stabil működést segítik a szigorú szabályozási tőkekövetelmények is, amelyek a biztosítók pénzügyi forrásainak megfelelőségét hivatottak biztosítani rendkívüli események bekövetkezése esetén is.
- Hosszabb távon az emelkedő kockázati szint valószínűleg jelentős következményekkel jár a kockázat-transzferek piaci alapú mechanizmusait illetően, ami az alternatív tőke és a kockázati kitétségek vonatkozásában tett aktuáriusi feltételezések szerepének növekedését vonja maga után. Ez magában foglalja a kapcsolat megteremtését a klímakockázatok és a biztosítói mérlegek eszköz- és forrásoldala között is.

- A fizikai kockázatok valószínűleg idővel egyre fontosabbak lesznek a biztosítói üzleti modellekben, kihatva a mérlegek eszközoldalára is. Különösen az ingatlanbefektetések és a hosszabb távon kezelt vagyonok lehetnek érintettek, amennyiben a befektetések magas szén-dioxid-kibocsátású üzleti környezetre, illetve ilyen üzleti modellekre épülnek. A befektetői hangulat és az éghajlatváltozással kapcsolatos piaci várakozások akár rövidebb távon is változhatnak (kérdéses ezen változások terjedelme is), így hatást gyakorolhatnak a piaci értéken értékelt eszközökre. Negatív szcenárió esetén a klímaváltozás hatásának függvényében – a tanulmány szerint – akár fedezhetetlen kockázatok is megjelenhetnek.
- A fizikai kockázatok hatása azoknál a biztosítóknál tűnik alacsonyabbnak, amelyek szorosabb kapcsolatokat ápolnak a tudományos közösséggel és képesek a kockázatok bonyolultabb, több szempontot mérlegelő értékelésére, ide értve forgatókönyvek készítését, valamint stressz-tesztek és egyéb eszközök alkalmazását is.

Átalakulási (tranzíciós) kockázatok

- Az alacsonyabb kibocsátású gazdaságra történő globális átalakulás két csatornán keresztül hathat negatívan a biztosítókra: a karbon-intenzív eszközökbe történő befektetéseken keresztül (eszközárak csökkenése), illetve a karbon-intenzív technológiákat használó ügyfélköről származó biztosítási díjbevétel csökkenésén keresztül. Ennek az ügyfélkörnek elemi érdeke a tudatos felkészülés, a lehetséges stratégiák és jó gyakorlatok azonosítása.
- A tranzíciós kockázatok és ezen belül a változási sebesség bizonytalanságának értékelése kiemelt jelentőséggel bír a PRA szerint. A tranzíciós kockázat csökkenthető, ha a biztosítók üzleti terveikben és befektetési stratégiáikban aktívan mérlegelik az alacsonyabb szén-dioxid-kibocsátású gazdaságra való globális átmenet lehetséges következményeit.

Felelősséghez kapcsolódó kockázatok

- A PRA a felelősséghez kapcsolódó kockázatokat a legrelevánsabbnak az általános biztosítóknál látja, a harmadik félnek okozott károk növekedésének lehetősége miatt. Ez a kockázati tényező jelentős mértékben spekulatív jellegű: a történeti események azt mutatták meg, hogy a felelősségbiztosítási károk kiszámíthatatlanabbak és zavaróbbak a biztosítói ágazatra nézve, mert a jelentős mértékű és előre nem jelezhető kárigények időbeli gyors növekedésének lehetősége is fennáll, ehhez néhány szokatlan bírói ítélet is elég lehet. Másfelől azonban az ügyfelek igénye várhatóan legalábbis nem csökken a kitétségeik kezeléséhez a biztosítási védelemre, ami összességében akár az üzletági nyereséget is növelheti.
- A felelősségbiztosítási kockázatokat a PRA azoknál a biztosítóknál véli alacsonyabbnak, amelyek óvatos kockázatvállalási politikát és gyakorlatot követnek, s amelyek a klímaváltozással összefüggő kockázatokra, illetve kitétségekre vonatkozó írásos irányelvek alapján működnek, s ezek hatását folyamatosan elemzik.

2.1.2. Útban az alacsony szén-dioxid-kibocsátású gazdaság felé: az átállás támogatásának felügyeleti eszközei

A pénzügyi szabályozók és a központi bankok már megtették az éghajlatváltozással kapcsolatos rendszerszintű környezeti kockázatok kezelésére vonatkozó első lépéseket. Az ENSZ Környezetvédelmi Programja (UNEP 2012) számos innovatív gyakorlatot ajánlott a döntéshozók figyelmébe, a klímariportok rendszeressé tételétől (CAR 2014) a Zöld Hitel Irányelvek CRBC általi (kínai) bevezetéséig (CRBC 2012). A biztosítási szektor szabályozói is megkezdték az éghajlatváltozással kapcsolatos kockázatok konkrét következményeinek vizsgálatát. Ennek megfelelően 2013-ban az Egyesült Államokban a National Association of Insurance Commissioners elfogadta a Pénzügyi Kondíciók Értékelői Kézikönyvének felülvizsgálatát, amely támogatja az értékelőket a klímaváltozásnak a biztosítók szavatoló tőkéjére gyakorolt hatásának számszerűsítésében (NAIC 2008). A PRA alapvető célja az, hogy elősegítse a cégek ellenálló képességének javulását az éghajlatváltozási kockázatokkal szemben és támogassa a pénzügyi szektort egy alacsonyabb szén-dioxid-kibocsátású gazdasághoz vezető rendezett átmenetben. Ez négy tevékenységet helyez a fókuszba, az alábbiak szerint:

- **Nemzetközi együttműködés:** Más rendszerkockázatokhoz hasonlóan itt is fontos a pénzügyi szabályozók és más kapcsolódó szervek folyamatos együttműködése. Egyetlen hatóság közzétételre vonatkozó követelményeinek változása is jelentősen befolyásolhatja a tranzíciós kockázatokot a pénzügyi piacok különböző szegmenseinek tőkemozgásán keresztül. A PRA a klímaváltozással kapcsolatos nemzetközi együttműködésben eddig az ENSZ Környezetvédelmi Programja (UNEP) vezette „Inquiry on the Design of a Sustainable Financial System”⁵ kezdeményezésre összpontosított. A PRA várakozásai szerint ennek a kezdeményezésnek fontos eleme a folytatódó nemzetközi együttműködés a fenti kérdésekben. A PRA követhető mintának tekinti a Nemzetközi Pénzügyi Társaság (IFC) „Sustainable Banking Network (SBN)” facilitációs tevékenységét,⁶ amely fenntarthatósági kérdésekben jelentősen hozzájárul a banki szabályozók kollektív tanulásához. Egy hasonló hálózat létrehozását a fenntarthatósági kérdések, irányelvek és gyakorlatok iránt érdeklődő biztosítási szabályozók és szövetségek részvételével is érdemes lehet megfontolni.
- **Kutatás:** A PRA a klímaváltozás kutatását illetően még korai szakaszban van, az a tudás, amely szükséges a PRA fenti szempontjainak érvényesítéséhez, még nem áll teljesen rendelkezésre. A PRA szándéka, hogy kiszélesítse a kutatási kérdések körét a klímaváltozás mikroprudenciális felügyeletre gyakorolt hatásaival, ideértve a fizikai és a tranzíciós kockázatokot is. A PRA elvárásai szerint ezeket a Bank of England szélesebb kutatási agendája részévé kell tenni.

⁵ A témában írt tanulmányokat lásd bővebben a <http://web.unep.org/inquiry> oldalon.

⁶ A 2012-ben alakult fenntartható Banking Hálózat (SBN: Sustainable Banking Network) banki szabályozók és szövetségek informális és exkluzív csoportja, amelynek a fókuszában a fenntartható banki politikák, irányelvek és gyakorlatok iránti érdeklődés áll.

- **Dialógus és elkötelezettség:** Fontos új elem a PRA számára az éghajlatváltozáshoz való alkalmazkodási jelentés, amely a PRA felügyeleti körébe tartozó biztosító-társaságok és az érdekeltek szélesebb körével folytatott érdemi párbeszéd eseti eredményeként jöhet létre. Ennek ismétlődése támogatja a megfelelő szinten történő folyamatos párbeszédet és a részvétel iránti elkötelezettség fenntartását.
- **Biztosításfelügyeleti eszközök:** A PRA a biztosításfelügyelet kérdésében szándéka szerint megfontolt, előrettekintő és arányos megközelítést alkalmaz, beleértve az üzleti modellelemzés eszközeit is, annak érdekében, hogy megvizsgálja a társaságok üzleti terveinek életképességét és fenntarthatóságát. A 2016. január 1-én hatályba lépett Szolvencia II rendszer szerint a cégek kötelesek a szavatoló tőkét éves horizonton 1:200 VaR értéknek megfelelően kalibrálni és előremutató felülvizsgálatot végezni a kockázatokra vonatkozóan a saját kockázat- és szolvenciaértékelő rendszerüknek megfelelően (ORSA). Emellett a PRA tovább vizsgálja, hogy miként lehet a klímaváltozás azonosított kockázati tényezőit a legjobban beleilleszteni a meglévő keretekbe, ideértve a felügyeleti szemléletet is. A PRA üzleti modell elemzési és stressz-tesztelési keretrendszerének felülvizsgálatával biztosíthatja az éghajlatváltozás kockázati tényezőinek folyamatos értékelését. Fontos feladat lehet a házon belüli műszaki szakértelem erősítése, hiszen ez támogatja a felügyelőket az éghajlatváltozással kapcsolatos kockázatok értékelésében és a biztosítókra gyakorolt hatások jobb megértésében. Emellett a felügyelet gondoskodhat arról is, hogy az egyes cégek kockázatértékelési rendszereinek (ORSA) tematikus felülvizsgálata során az azonosított és értékelt klímaváltozási kockázatok beépüljenek a modellekbe.

2.1.3. Új lehetőségek a biztosítási szektor számára

A tanulmány – a kockázatok mellett – új lehetőségeket is említ a biztosítási szektor számára. A biztosítás védelmet és kockázatranszfert nyújtó szerepéből kiindulva a szektor fontos szerepet játszhat a *klímaváltozáshoz történő alkalmazkodás támogatásában*. A PRA felmérésére adott válaszok és a szélesebb viták alapján ezen a területen számos lehetőség kínálkozik:

- Az éghajlatváltozással kapcsolatos kockázatok tudatosítása, szakértői tanácsok nyújtása a kockázatok és a károk megelőzése és csökkentése érdekében különösen az ingatlanvagyonhoz kapcsolódó fizikai kockázatok esetében lehet hasznos. Egyes biztosítók már ma is adnak iránymutatást ügyfeleiknek természeti katasztrófák és árvizek elleni védekezéshez, ezt a támogatást célszerű lenne kiszélesíteni. Ilyen lehetőség például azoknak a szabályozásoknak a befolyásolása, amelyek az építési szabványok fejlesztését, erősebb árvízvédelmet vagy más klímakockázatok csökkentését eredményezik.
- Szélesebb kockázatkezelési megoldások részeként olyan innovatív kockázati transzfer mechanizmusok fejlesztése, amelyek segíthetnek alul- vagy nem biztosított

közösségeknek és gazdaságoknak megfelelni a klímaváltozás kihívásainak. Ez lehet technikai segítség nyújtása is olyan innovatív közösségi vagy magánkezdeményezések számára is, mint a Karibi Katasztrófakockázati Biztosítási Kezdeményezés (CCRIF)⁷ vagy az Afrikai Kockázat Kapacitás (ARC).⁸

- A biztosítók számára új termékfejlesztési lehetőségek is nyílnak. Ezek főképp az alacsonyabb szén-dioxid-kibocsátású gazdaságra való áttéréshez kapcsolódnak: ilyen a megújuló energia projektek biztosítása, beleértve a növekvő keresletet a tervezési és kivitelezési kockázat iránti biztosítási fedezetre, valamint a teljesítési kockázatra – például napenergia-erőműveknek a változó időjárás miatti bevételekiesésére.
- A meglévő környezetkímélő jellegű biztosítások – „zöld termékek” – is lehetőséget adnak a biztosítóknak, hogy ösztönözzék azt a viselkedésváltozást, amely csökkenti a szén-dioxid-kibocsátást. Ezen a területen jó példát jelentenek az ún. „pay-as-you-go” gépjármű-biztosítások, amelyek ösztönzik az autóhasználat csökkentését, egyúttal növelve az energiahatékonyságot is.
- A biztosítási ágazat hagyományosan jelentős és aktív intézményi befektető. Más intézményi befektetők példáinak követése különösen a „Green Bonds” típusú befektetésekkel lehet gyümölcsöző: ezekkel a hitelviszonyt megtestesítő papírokkal olyan projektek finanszírozhatók, amelyek pozitív környezetvédelmi és/vagy éghajlatváltozási előnyökkel járnak. Az üzleti lehetőségek kihasználásán túl a biztosítók alakító és vezető szerepet játszhatnak az ilyen termékek elterjedésében. Árvíz elleni védekezésbe vagy egyéb alkalmazkodást segítő infrastruktúra kiépítésébe történő investíciók is példaként szolgálhatnak a megfelelő kockázathoz igazított, nyereséges befektetési profilok kialakítására.
- Ipari társaságokon keresztül, amelyek az éghajlatváltozással kapcsolatos beruházási kötelezettséget vállalnak. Például a 2014. szeptemberi ENSZ klíma-csúcstalálkozóján az ICMIF⁹ és az IIS¹⁰ közös kötelezettségvállalást tett az „éghajlat-intelligens” ipari beruházások finanszírozásának megduplázására (az akkori 42 Mrd USD-os szintről 2015 végéig 84 Mrd USD-re).

Tágabb összefüggésben az is kijelenthető, hogy a biztosítók más iparágakhoz képest világos nézetekkel rendelkeznek az éghajlatváltozás kihívására adandó társadalmi válaszokat illetően. Az ismeretöbbllet, illetve az üzletág jellege, a helyállás a károk esetén, illetve az ebből fakadó magasabb kockázaterzékenység nyitottabbá teszi a biztosítási szektort a klímaváltozás kérdésében. Ez különböző formában nyilvánul

⁷ Caribbean Catastrophe Risk Insurance Facility – CCRIF.

⁸ African Risk Capacity – ARC.

⁹ International Cooperative and Mutual Insurance Federation (ICMIF): Nemzetközi Szövetkezeti és Kölcsönös Biztosító Szövetség.

¹⁰ International Insurance Society (IIS) – Nemzetközi Biztosító Társaság.

meg, a zöld kezdeményezésekben való részvételtől (pl. ClimateWise¹¹), a globális biztosítási piac vezető csoportjai által az éghajlatváltozással kapcsolatos kockázatok csökkentésére irányuló akciókban betöltött vezető szerepen keresztül az olyan nemzetközi kezdeményezésekhez való csatlakozásig terjedően, mint az UNEP FI¹², vagy annak specifikus része, a PSI¹³ aláírása.

2.2. Elvek a fenntartható biztosításért – egy nemzetközi kezdeményezés

A PSI (Principles for Sustainable Insurance) az ENSZ Környezetvédelmi Programja Pénzügyi Iniciatíva keretében 2015-ben létrejött, a biztosítási szektorra vonatkozó kezdeményezés. A kezdeményezés szerint a fenntartható biztosítás leginkább egy olyan szemléletmód, amelynek célja a kockázatok csökkentése, az innovatív megoldások keresése és az üzleti teljesítmény javítása a környezeti, társadalmi és gazdasági kihívásoknak való megfelelés érdekében. A kezdeményezés négy elvet emel ki, ezeket tekinti a biztosítás fenntarthatósági fókuszainak. Az egyes elvek a következők:

1. A releváns környezeti, társadalmi és irányítási kérdések („ESG issues”)¹⁴ beillesztése a biztosítási tevékenység döntéshozatali folyamataiba.
2. Együttműködés az ügyfelekkel és üzleti partnerekkel, hogy felhívják a figyelmet a környezeti, társadalmi és irányítási kihívásokra, együttműködés velük a kockázatok kezelésében és megoldások fejlesztésében.
3. Kooperáció a kormánnyal, a szabályozókkal és más kulcsszereplőkkel a kiemelt szociális, társadalmi és irányítási kérdésekben az egész társadalomra kiható, széleskörű kezdeményezések támogatása érdekében.
4. Az elvek végrehajtásának folyamatában elért előrelépések elszámoltatható és átlátható formában történő rendszeres nyilvánosságra hozatala, kommunikálása.

Ezeket az elveket jelenleg már közel száz nemzetközi biztosító- és viszontbiztosító társaság írta alá (UNEP 2012) – többen közülük a magyar piacon is jelentős piaci részesedéssel rendelkeznek. A viszontbiztosítók különösen – és nem meglepő módon – aktívak ezen a területen. A viszontbiztosítók ugyanis fontos szerepet töltenek be a rendelkezésre álló historikus adatok elemzésében, a várható hatások modellezésében, illetve ezek kockázatkezelési rendszerekbe való integrálásában. Ezzel jelentősen hozzájárulnak a klímaváltozással kapcsolatos ismeretanyag tudományos igényű bővítéséhez. Mind a viszontbiztosítók, mind a biztosítók aktívan dolgoznak

¹¹ Az amerikai kezdeményezés célja a segítségnyújtás a helyi vezetők számára a klímaváltozási hatásokhoz való alkalmazkodási stratégiák fejlesztéséhez. Bővebben: <http://climatewise.org/>.

¹² United Nations Environment Programme Finance Initiative (UNEPFI) – Egyesült Nemzetek Környezetvédelmi Programja Pénzügyi Iniciatíva.

¹³ Principles for Sustainable Insurance (PSI) – Fenntartható Biztosítási Irányelvek
Bővebben lásd: <http://www.unepfi.org/psi/the-principles/>.

¹⁴ ESG (environmental, social and governance) issues: a környezeti, szociális és irányítási – a fenntarthatóság ezen értelmezése szerinti – ügyek együttes értelmezése.

azon, hogy a klímaváltozás kapcsán – saját ökológiai lábnyomuk csökkentésén túl – olyan termékeket fejlesszenek ki, amelyek segítséget nyújtanak ügyfeleiknek a klímakockázatok csökkentésében, illetve a klímaváltozáshoz történő alkalmazkodásban.

2.3. A német biztosítási piac alkalmazkodása: gyakorlatiasság és együttműködés

A német példa bemutatását több szempontból is irányadónak gondoljuk. A földrajzi közelség és éghajlati hasonlóság mellett az angolszászhoz képest gyakorlatiasabb megközelítése, lokálisabb szemlélete követendő példa lehet Magyarországra számára is.

2.3.1. Problémaazonosítás és társadalmi párbeszéd

A Német Biztosítók Szövetsége (GDV) 2009-től egyre intenzívebben foglalkozott a klímaváltozás jelenségével, és a 2011-es évre meg is születtek azok a tanulmányok, amelyek a gondolkodást a mai napig meghatározzák. Ezek kezdetben a következő kérdések köré csoportosultak:

- Milyen változásokra kell felkészülni a klímaváltozás miatt Németországban?
- Hogyan biztosíthatóak a klímaváltozás következményei a jövőben?

Egy 2100-ig történő, vezető klímakutatók bevonásával készült kitekintés (*GDV 2011*)¹⁵ alapján konkrét káralakulásokat modelleztek a meteorológiafüggő, vagy azáltal jelentősen befolyásolt egyes természetikatasztrófa-típusokra, kiemelt kockázatokra (árvizek, vihar és jégverés). A tanulmány főbb megállapításai szerint a nyári hónapokban a jégverések növekedésére kell számítani. Különösen a nyugat-németországi területeknek kell a viharkárok és áradások okozta károk jelentős növekedésével számolniuk. Az extrém időjárási események egyre intenzívebbek lesznek, és jelentősen több kárt okoznak majd. A részletes térképeken a tanulmány szemléletesen bemutatta a várható hatásokat az egyes német területekre. A biztosítási szektor ugyanakkor az eredmények alapján ugyan magasabb díjszinten, de várhatóan képes lesz a klímaváltozás hatásaként jelentkező kockázatokat biztosítani.

Mindezek a modellek egyedülálló eszközt adtak a német biztosítási piac kezébe, amelynek vezetői úgy vélték, hogy a várható problémákat csak együttes erőfeszítéssel lehet megoldani. Ennek érdekében határozott ajánlásokat fogalmaztak meg más német gazdasági és társadalmi szereplők számára. A megszólítottak fontosabb csoportjai számára megfogalmazott jelentősebb ajánlások az alábbiak:

¹⁵ A felkért résztvevők a következő intézeteket képviselték: Potsdam-Institut für Klimafolgenforschung (PIK), Freie Universität Berlin (FUB), Universität zu Köln (UK), Institut für Angewandte Wasserwirtschaft und Geoinformatik (IAWG).

- a politika különböző szintjei
 - a szövetségi politika résztvevői (a döntésekbe való korai bekapcsolódás lehetősége, a klímakutatás támogatása, az egyes veszélynevek biztosítási adójának alacsony szinten való rögzítése, bajor mintára az állam és a biztosítók közötti biztonsnövelő kampányai stb.),
 - a tagállami politika résztvevői (ártéri építkezési tilalmak, időjárás extrémításokról szóló információáramlás megkönnyítése, szövetségi államok közötti kooperáció stb.),
 - a települések vezetése (áradási területek és tározók számára területek biztosítása).
- az egyes szakmák, hivatások, különösen a tervezők és építésszek (viharbíró tetőkonstrukciók tervezése, magasabb vízzáró képességekkel rendelkező nyílászárók előírása, az energetikai felújításoknál a jégverésnek és más természeti veszélyforrásoknak ellenálló anyagok használata stb.),
- a gazdasági szereplők (energiatakarékos technológiák használata, a technológiai fejlesztésekbe a biztosítási szektor bevonása),
- az ingatlantulajdonosok (előrelátó tervezés, alternatív energiaforrások ésszerű használata, kármegelőző és vagyónvédelmi ismeretek elsajátítása és alkalmazása, helyi árvízveszélytől függő teendők ismerete, a nyílászárók ellenálló-képességére, vízállóságára való odafigyelés stb.).

Látható tehát, hogy a német biztosítási szektorban az alkalmazkodás már 2010 előtt megkezdődött. Az alkalmazkodási folyamat eddigi részei jól szakaszolhatók: egy passzívabb tanulási szakasszal kezdődött, egy aktívabb, a biztosítási szektor szereplői számára aktivitást, a szektor számára pedig tekintély-növekedést eredményező fejlesztési fázissal folytatódott, és a környezet számára követelményeket megfogalmazó, kompetenciákat felmutató szerepben csúcsozott ki. Érdemes kiemelni ennek a folyamatnak néhány – a magyar piac számára is releváns – elemét.

1. *Minden kezdet nehéz*: A klímaváltozással kapcsolatos – a biztosítási szektorhoz köthető – alapozó tanulmányok jelentős része 2008–2011 között született. Ezt követően inkább részleteket tisztázó, kiegészítő, termékfejlesztést támogató tanulmányok születtek. Így alakult ki 2011-re az a helyzet, hogy a biztosítótársaságok a klímaváltozásra egyre inkább piac- és bevétel-növelő lehetőségként kezdték el tekinteni (Schmitt 2011). Mindez felhívja a figyelmet arra, hogy a klímaváltozással kapcsolatos kompetenciafejlesztés megtérülhet. Ezt a „beruházást” ugyanakkor érdemes biztosítási szövetségi szinten (s nem egyedi biztosítói szinten) kezelni, mert így lehet azt a szemléletváltást előidézni, amely végső soron a „zöld jel-

legű” biztosítási termékek iránti kereslet növekedését eredményezheti. Ebben az esetben természetesen a költségek is megoszlanak, s közös tudásbázis épülhet.

2. *Szövetségek keresése:* A megalapozó tanulmányok egy része elismert egyetemi-kutatóintézeti háttérű. A német társadalom a tudást hagyományosan megbecsüli, a biztosítási szektor tanulási, a klímaváltozásban való kompetenciaszerzési folyamata így kezdetől hitelesen valósult meg.
3. *Biztosítási szektor önbizalma:* Magyar körülmények közt idegennek tűnhet, hogy a német biztosítási szektor képviselői egyszerre szólították meg nyilvánosan konkrét javaslatokkal, követelésekkel a politika, a gazdaság, az egyes szakmák és a társadalom bizonyos csoportjait. Ezt az önbizalmat részben a megszerzett tudás alapozta meg, részben pedig a józan megfontolás: ha valamit nem tudsz megakadályozni, állj az élére!
4. *Lehetnek zökkenők:* A tanulási folyamatot erősen inspirálta az Energiewende (Energiafordulat) kezdete. Németországban már 2000-ben megszületett az első döntés a nukleáris energia kivonásáról, 2002-ben pedig mindezt jogszabályba is foglalták, ezzel párhuzamosan pedig nagy léptékben indult meg a megújuló energiaforrások fejlesztése. Ebben a felgyorsuló folyamatban a német biztosítási piac kezdetben lemaradt, ami az erőműveknél biztosíthatósági, a biztosítóknál pedig kapacitás-problémákat okozott. Ugyan ma már a biztosítási szektor mind biztosítási kapacitással, mind befektetőként támogatja ezt a folyamatot, ezt a hibát a szereplők nem akarják még egyszer elkövetni.

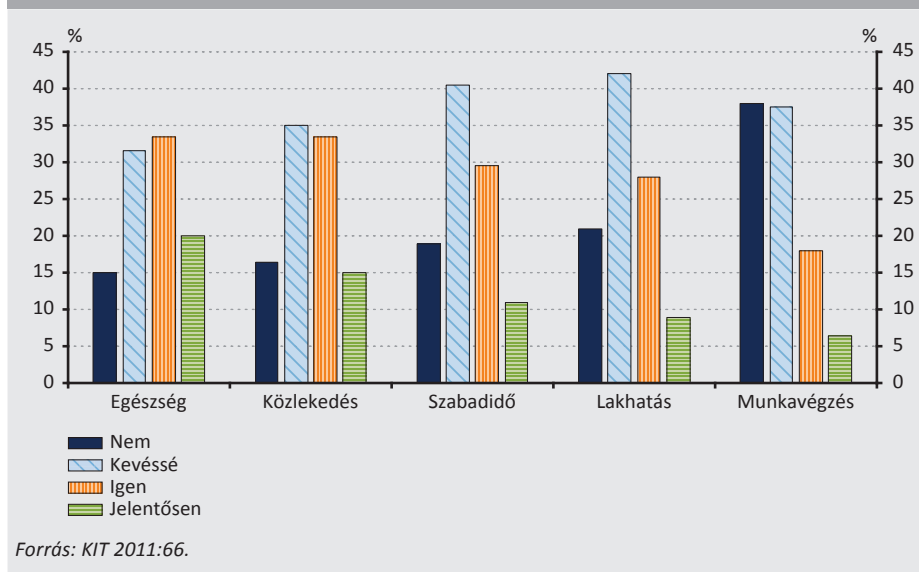
2.3.2. Egy pillanatfelvétel tapasztalatai

A fentiek mellett készültek tanulmányok a kereslet és kínálat, illetve az egyes „zöld jellegű” termékek várható alakulására, illetve az azokat segítő tényezőkre vonatkozóan is. A karlsruhei Institut für Technologie tanulmánya (*KIT 2011*) megvizsgálta néhány globális biztosítási szereplő „zöld” termékeit, emellett alaposan elemezte a német nyelvű Európa (Németország, Ausztria, Svájc) mezőgazdasági biztosításait, valamint az emberi egészséghez, szabadidőhöz, lakáshoz és közlekedéshez kapcsolódó biztosítási termékeket. A kutatóintézet arra a következtetésre jutott, hogy Németországban többnyire rendelkezésre állnak azok a termékek, amelyek támogatják a klímaváltozáshoz való alkalmazkodást, illetve a nem kívánt hatások elkerülését. Másfelől azonban azt is megállapítja, hogy ezeknek a klímaváltozás ellen hatásos termékeknek az ismertsége a mezőgazdaságból élők, illetve lakossági ügyfelek számára meglehetősen korlátozott, nem tekinthető kielégítőnek.

Különösen perspektivikusnak tartják a tanulmány szerzői – néhány, több kockázatra kiterjedő, illetve aszály ellen is fedezetet nyújtó osztrák/svájci növénybiztosítás mel-

lett – a kumulálókockázatok¹⁶ kártérítési limitjét indexáló épületbiztosítási termékeket. A tanulmány emellett kitér egy, a teljes Németországra kiterjedő, egyes biztosítások újszerű elemeinek elfogadását, valamint a klímaváltozással kapcsolatos attitűdöket, a gondoskodási készséget, illetve tevékenységet vizsgáló lakossági felmérésre is. Az adatok értékelésekor jelentős egybeesés volt kimutatható abban, hogy a megkérdezettek mennyiben érezték saját magukat, illetve az egész országot veszélyeztetettnek. A válaszadók legnagyobb arányban a klímaváltozás egészségre gyakorolt hatását emelték ki, s talán ennek kezelésében lehet legnagyobb az állam szerepe is (2. ábra). További fontos megállapítás, hogy az állami, illetve magánegészségügyi intézmények iránt érzékelhető növekvő bizalom enyhén csökkenti a veszélyeztettség érzetét.

2. ábra
Az egyes életterületeken várhatóan mennyire befolyásolja a klímaváltozás Németországban¹⁷



Miután a közlekedés Németországban is az egyik legnagyobb ÜHG-kibocsátó, a felmérésben rákérdeztek a megtett útalapú biztosításra is (pay as you drive). A kérdés így hangzott: „Az autóhasználat a felelős Németország CO₂-emissziójának 12 százalékáért. Ennek csökkentése érdekében mindannyiunknak kevesebbet kellene autóznunk. A biztosítási szektor ezt úgy tudja támogatni, hogy az autóbiztosítás díját a megtett út-kilométer alapján kalkulálja. A GPS-technika segítségével a tar-

¹⁶ Egymástól nem független káreseményeknek a kockázatok nagy számához kapcsolódó egyidejű bekövetkezése.

¹⁷ Balról jobbra haladva a szektorok: Egészség, Közlekedés, Szabadidő/Szabadság, Lakás, Munka. Az oszlop magassága az egyetértők százalékos arányát mutatja.

tózkodás helye és a sebesség is meghatározható. Aki viszonylag keveset autózik, betartja a megengedett sebességhatárokat és főként alacsony baleseti kockázatú utakon vezet, akár 50 százalékkal is csökkentheti a biztosításának a díját. Érdekes lehet-e egy ilyen autóbiztosítás az Ön számára?” A válaszadók 27,8 százaléka válaszolt igennel, 54,1 százalék utasította el a javaslatot az állandó felügyelet miatt, 12,2 százalék pedig inkább fix díjakat fizetne. A válaszadók 6 százaléka pedig azt állította, hogy nem vezet/nincs autója. A tanulmány szerint a szolgáltatás elfogadottsága magasabb is lehetett volna, ha a megfigyelési elemre kisebb hangsúly esik, és a kérdés inkább a technikai részletekre koncentrálna. Az eredmény ugyanakkor azt is mutatja, hogy a potenciális felhasználók adatvédelemmel kapcsolatos aggályait komolyan kell venni.

A mezőgazdasági biztosítások köre az időjárás-érzékenység miatt különösen nagy figyelemmel kísért terület, emellett Németország itt nem is igazán éllovas. Ezen a területen a tanulmány szélesebb nemzetközi kitekintést is alkalmazott. A tanulmány megállapításai szerint a továbblépés útja az egyes kockázatok helyett inkább a csomagban kínált kockázatokra épített termékfejlesztés lehet.

A fentiek jól mutatják, hogy a klímaváltozás témája a német biztosítási szektor számára stratégiai fontosságú. A társadalmi tematizálásban, a keresleti oldal aktivizálásában a Német Biztosítók Szövetsége (GDV) aktív és a kezdeményező szerepet vállalt, ugyanakkor az egyes biztosítókat is támogatja abban, hogy segítsék ügyfeleik körében a klímaváltozáshoz való alkalmazkodást, illetve a nem kívánt hatások elkerülését.

3. Magyarország

3.1. Magyarország és a klímaváltozás

Magyarországon a klímaváltozás-kutatás kezdete 2003 nyarához, a Láng István akadémikus vezette VAHAVA-projekt (VÁltozás-HATás-VÁlaszadás) indulásához köthető. A VAHAVA-projekt az első Nemzeti Éghajlat-változási Stratégia (NÉS 2006) elkészítésében csúcspontot ért el, amelyet az Országgyűlés 2008-ban fogadott el. Az első NÉS a 2008–2025 közötti időszakra szolt, ennek egyik fő elemként Zöld Beruházási Rendszer (ZBR) tervezése kezdődött meg, mely forrást kívánt nyújtani az energiahatékonyságot növelő, illetve megújuló energiaforrásokat hasznosító beruházásokhoz. A NÉS első felülvizsgálatára 2012-ben került sor, ennek keretében kidolgozásra került a Második Nemzeti Éghajlat-változási Stratégia tervezete, ami ezt követően széleskörű társadalmi egyeztetésre került. A kormány az anyagot 2015. május 20-án el is fogadta, majd 2015. június 2-án beterjesztették az Országgyűléshez (NÉS2 2015), amely azonban azóta sem vette a témát napirendjére. A NÉS2 logikája a következő fő elemekre épül:

- A klímaváltozás fő okának, az üvegházhatású gázkibocsátás magyarországi összetevőinek vizsgálata, illetve az erre való reakciók megfogalmazása. Ez főként dekarbonizációt, azaz az alacsony szén-dioxid-kibocsátású gazdaságra való áttérést jelent. Ennek részleteit a Hazai Dekarbonizációs Útiterv tartalmazza.
- Az éghajlatváltozás forgatókönyveinek modellezése: kitekintés a várható hőmérsékleti- és csapadékvizonyokra, valamint a vizek, talaj, erdők, biológiai diverzitás, a lakosság egészségügyi viszonyai változásaira. A modellezés mellett az anyag a Nemzeti Alkalmazkodási Stratégia keretein belül számba veszi a kézenfekvő alkalmazkodási forgatókönyveket is.
- A szemléletformálás részleteit a „Partnerség az éghajlatért” Szemléletformálási Terv tartalmazza.

A NÉS 2 vitaanyaga (NÉS 2013:17) a 2090-ig Magyarországon várható éghajlatváltozási tendenciákat a következőképp foglalja össze: „Várható éghajlatváltozás Magyarországon: Az ország egész területén az évi középhőmérséklet 1–2,5 fokos emelkedése valószínűsíthető, télen és nyáron valamivel nagyobb felmelegedésre számíthatunk az átmeneti évszakokhoz képest. A hőmérsékleti szélsőségek közül a fagyos napok száma kb. 35 százalékkal csökkenhet, míg a hőségriadós napok száma – különösen az ország középső és északkeleti térségeiben – több, mint 30 nappal gyarapodhat. A csapadékjárás rövidebb távú (2050-ig kitekintő) becsléseit jelentős bizonytalanságok terhelik, a változások ezen időtávon nem szignifikánsak. A század végére az ország egészére télen a csapadék mintegy 15–20 százalékos növekedése, nyáron pedig 10–30 százalékos csökkenése vetíthető előre. Az egymást követő száraz napok száma télen kb. 10–15 százalékkal csökkenhet, nyáron pedig – különösen a Dunától keletre – 15–25 százalékkal növekedhet. Az elemzett hazai tendenciák összhangban vannak a globális és a Közép-Európára vonatkozó regionális éghajlatváltozási becslésekkel. Összességében a várható magyarországi klímaváltozás a hőhullámok gyarapodásával és a jelenleginél szélsőségesebb vízjárással (szárazodásra, aszályra, árvízre, belvízre vezető csapadékkal) jellemezhető. A szélsőségek várható alakulása jellegzetes térbeli eloszlást mutat és elsősorban Magyarország középső, keleti, és észak-keleti területeit érinti kedvezőtlenül, mely a területi sérülékenységek vizsgálatok jelentőségére hívja fel a figyelmet.” A fentieket plasztikusan mutatja be az 1. táblázat:

1. táblázat**Hőmérsékleti szélsőségek várható jövőbeli alakulása Magyarországon¹⁸**

| | Átlagos érték (nap) | Várható változás (nap) | |
|---|------------------------|------------------------|-----------|
| | 1961–1990 | 2021–2050 | 2071–2100 |
| Fagyos napok száma (Tmin < 0 Celsius) | 93 | –35 | –54 |
| Nyári napok száma (Tmax > 25 Celsius) | 67 | 38 | 68 |
| Hőségnapok száma (Tmax > 30 Celsius) | 14 | 34 | 65 |
| Forró napok száma (Tmax > 35 Celsius) | 0,3 | 12 | 34 |
| Hőségriadós napok száma (Tközép > 25 Celsius) | 4 | 30 | 59 |

Forrás: NÉSZ 2013, 2. táblázat:14.

Mire kell a biztosítási szektornak és az ügyfeleknek is felkészülnünk? Elsőként az átlaghőmérséklet jelentős emelkedésére és a csapadékviszonyok, elsősorban a csapadék eloszlásának kedvezőtlen változására. A telek enyhébbek és csapadékosabbak, a nyarak pedig melegebbek és szárazabbak lesznek. Ez utóbbi komoly kockázatot jelent a mezőgazdaság számára. Emellett hevesebb és pusztítóbb viharokra, több szupercellára, s ez utóbbi mellékhatásaként több jégverésre, jégesőre kell számítanunk. A szélsőséges időjárási események súlyosságának és gyakoriságának növekedése várható. Ezek a hatások komoly kihívások elé állítják a magyar biztosítókat is, elsősorban a vagyonbiztosítások (ezen belül kiemelten a lakásbiztosítások), a mezőgazdasági biztosítások, ill. egyes szakmai felelősségbiztosítások kapcsán. Az elvárt felelős vállalati magatartás és a hosszú távú kockázatok professzionális elemzése is azt kívánja meg, hogy a biztosítók (és viszontbiztosítók) a klímavédelmi szempontokat is beemelve gondolják újra, vizsgálják felül kockázatértékelési modelljeiket és intézményi befektetői aktivitásukat is.

3.2. A klímaváltozás és a magyar biztosítási szektor**3.2.1. A mai magyar helyzet értékelése: felkészültség**

A mai Magyarországot és a biztosítási szektor felkészültségét illetően az alábbiakról számolhatunk be:

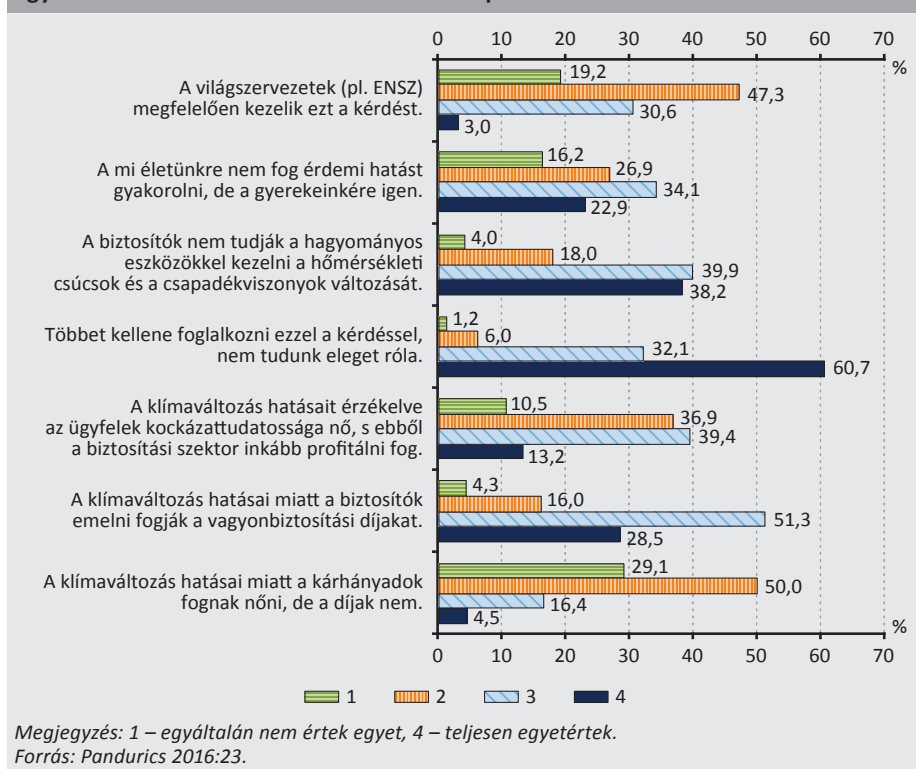
A VAHAVA projekthez kapcsolódva Dr. Bárczay András cikke kiválóan foglalta össze nemzetközi keretekben a pénzügyi szolgáltatókra, benne kiemelten a biztosítókra vonatkozóan a klímaváltozással kapcsolatos lehetséges következményeket és kihívásokat (*Bárczay 2008*). A vállalati oldalon a 2000-es években a legjelentősebb lakásbiztosítási állománnyal rendelkező Aegon térinformatikai modellezést és más komoly kutatásokat folytatott annak érdekében, hogy az éghajlatváltozás várható

¹⁸ A változások magyarországi átlaga PRECIS modellszimulációk alapján, A1B forgatókönyvvel. A referencia-időszak (1961–1990) értékei E-OBS adatbázis alapján (Megnevezett forrás: ELTE Meteorológiai Tanszék).

hatásait kutassa. Ennek egyes eredményei publikációban is megjelentek (Vereczki 2010). Ezt az ismeretszerzési folyamatot az igény oldaláról jelentősen gyorsították a 2000-es évek második felének nagy áradásai, s az ennek kapcsán megemelkedő kárkifizetések. A kutatási tevékenységet visszavetette a 2010-es években az innovációs járulék megszüntetése, amely a vállalati saját kutatási forrásokat is csökkentette. Megtört az organikus tanulási folyamat, így nem meglepő, hogy a magyar biztosítási szektor klímaváltozásnak való kitettségéről nem állnak rendelkezésre komoly, friss publikációk.

Azt, hogy mennyire keveset tudunk erről a témáról, jól jellemzi egy friss primer kutatás eredménye. 2016 februárjában „A biztosítási szektor jövője Magyarországon”¹⁹ című kutatási kérdőívet kitöltő mintegy 400 fő 61 százaléka teljesen, további 32 százaléka pedig inkább egyetértett azzal a kijelentéssel, hogy ismeretek hiányában többet kellene foglalkozni a klímaváltozás kérdésével (együtt a válaszadók 93 százaléka érezte úgy, hogy nem tud eleget a klímaváltozás kérdésköréről) (3. ábra).

3. ábra
Egyetért-e az alábbiakkal a klímaváltozás kapcsán?



¹⁹ A kérdőívet 2016. február 26. és február 29. közötti időszakban 413 fő töltötte ki. A biztosítási szektorban, különböző funkcionális területen dolgozó vezetők (31 százalék), biztosításközvetítők (32 százalék), a szektorban dolgozó tanácsadók (17 százalék) és egyéb szakemberek, felügyelők (20 százalék) vettek részt a felmérésben.

A válaszok megoszlása az ismerethiány mellett arra is utal, hogy ezt a kérdést jelentős mértékben olyan lokális és nem jelen idejű problémának tekintik a válaszadók, amely inkább a következő generáció életére kiható probléma lesz (57 százalék inkább vagy teljesen így gondolta). Ugyanakkor a résztvevők kétharmada szerint a világszervezetek nem kezelik jól ezt a problémát (66,4 százalék szerint inkább ez igaz).

A válaszok alapján a biztosítási piacon a klímaváltozás valóban növekvő kockázatu jelenség, amely felfelé irányuló nyomást fog helyezni a vagyonszolgáltatási díjszintre, ezért a válaszadók több mint háromnegyede (79,8 százalék) szerint a biztosítók emelni fogják díjaikat a klímaváltozás hatásai miatt. Arra a kérdésre, hogy „A következő 5 évben a klímaváltozás milyen hatást gyakorol a biztosítási piac díjbevételeire?“, a válaszadók csupán 25,9 százaléka gondolta úgy, hogy a hatás inkább negatív lesz. Ezt óvatos optimizmusként is értékelhetjük²⁰, ugyanakkor ez az eredmény rávilágít arra, hogy a megfizethető és elérhető fedezetek biztosításával és a kockázati kitettség változásának kommunikációjával is foglalkoznia kell a szektornak a jövőben.

A profitabilitásra gyakorolt hatások kapcsán szinte ugyanannyian vártak pozitív (38,2 százalék), mint negatív hatást (39,7 százalék). Ez ismét azt jelzi, hogy nincs szakmai konszenzus, illetve elegendő ismeret a várható hatásokkal kapcsolatban – itt nem csupán a mérték, hanem még az előjel is kérdéses.

3.2.2. A klímaváltozáshoz kapcsolható lépések, termékfejlesztések

Bár nemzetközi összehasonlításban a magyar biztosítási szektor felkészültsége nem megfelelő, az is megállapítható, hogy egyes biztosítótársaságok tevékenységében és termékkínálatában már Magyarországon is megjelennek a klímaváltozással kapcsolatos megfontolások.

A befektetéseket illetően ma már a legtöbb befektetési szolgáltató rendelkezik „zöld”, „klíma”, vagy „fenntartható” befektetési alapokkal. Ezeknél az alapoknál az elsődleges befektetési célpontok olyan vállalatok értékpapírai, amelyek bevételeinek döntő hányada a globális éghajlatváltozásból eredő üzleti lehetőségek kiaknázásából (környezetgazdálkodás, energiahatékonyság, „tisza, környezetbarát technológiák” stb.), alternatív erőforrások hasznosításából (megújuló energia, vízgazdálkodás, agrokémia stb.) és mezőgazdasági tevékenységből származik (biotechnológia, állattenyésztés, halgazdálkodás, agrártechnológia, agrár-meteorológia stb.). A termékeket illetően ugyanakkor úgy tűnik, hogy a magyar piacon egyfajta másoló-követő szemlélet érvényesül, amelynek a lényege, hogy a más országokban zöldnek hívott termékek (vagy az azok alapjául szolgáló termékek) ugyan már megjelentek, de a kommunikációjukból szinte teljes mértékben hiányzik a klímaváltozási alkalmazkodási elem.

²⁰ A pontos arányok: nagyon negatív 4,0 százalék, kissé negatív 21,9 százalék, semleges 20,2 százalék, kissé pozitív 47,4 százalék, nagyon pozitív 6,5 százalék.

A mezőgazdasági biztosításokat illetően 2012-ben, egy 15 éves „kényszerpihenőt” követően tért vissza a mezőgazdasági biztosítási díjtámogatás intézménye, amely jelenleg a piaci mezőgazdasági biztosításokra legfeljebb 65 százalékos támogatást nyújt az egyes növénykultúrákhoz szabott biztosítási csomagok díjához. A támogatás mértéke 2015-ben mintegy 5,7 Mrd Ft-ot tett ki, és mintegy 8600 gazda részesült belőle.²¹ A sikeres támogatási modell és annak kommunikációja azonban kizárólag a gazdálkodás biztonságát helyezi előtérbe, és hiányoznak belőle a klímaváltozási megfontolások, illetve az ahhoz való esetleges alkalmazkodás elemei.

„Pay as you drive” gépjármű-biztosítások: ezek a termékek is egyre több társaságnál elérhetőek a magyar piacon (pl. Safe-Line, Vemoco), azonban az ezzel foglalkozó szakértői írások a termék zöld voltát nem emelték ki, a fókusz az innovativitáson és az ügyfélélményen volt. Ugyanakkor ez a termékcsoporthoz már tekinthető olyan „klímatudatos” terméknek, amely a megfelelő ösztönzők (kedvezmények) beépítésével a felelős ügyfeleket jutalmazza. Hasonlóképpen új termékfejlesztési irány lehet a felelős ügyfelek pozitív megkülönböztetése a „zöld” ingatlanok, vagy éppen a közösségi használatban lévő (shared) ingóságok biztosítása területén. A lakás-biztosítási termékek klímaváltozással kapcsolatos kitettsége egyértelműen magas, ugyanakkor ez az ügyfelek számára ma ez még egyáltalán nem nyilvánvaló. A kockázatokkal kapcsolatos transzparencia növelése (lásd német és osztrák térképek és applikációk), a kockázatok megfelelő árazása és a megfelelő ösztönzők bevezetése mellett itt a szükséges szabályozási változások kezdeményezése is fontos lehet. Ilyen irányok lehetnek a következők: az építésügyi szabványok klímakockázatokat figyelembe vevő módosítása, az árvíz-kockázatok tudatos csökkentése (pl. az építési engedélyek kiadásakor a veszélyeztetett területeken), vagy éppen a természeti katasztrófákra való megelőző beruházások ösztönzése.

Érdemes még megemlíteni az épületállománnyal kapcsolatos *építési és tervezői szakmai felelősségbiztosításokat*. Ennek a konstrukciónak a lényegi eleme az, hogy a tervezők és kivitelezők által használt eljárások, anyagok és technológiák védik az épületeket az akár több évtizeddel később fellépő kockázatok ellen, ez volna tehát az egyik olyan terület, ahol a klímaváltozási alkalmazkodásnak meg kellene kezdődnie. Ezek a biztosítások hazánkban a megszokott felelősségbiztosítási szabályrendszer szerint működnek, azaz arra az időre szól a felelősségbiztosítási fedezet, amikor a biztosítás él – a magyar piac gyakorlata a kárbejelentés korlátozásával azonban ezt a fajta biztosítást sok esetben gyakorlatilag feleslegessé teszi, hiszen a tervezői/kivitelezői felelősséggel kapcsolatos hibákra egy-egy épület esetében csak alig derül fény az építést követő első néhány évben. Sajnos az idén életbe lépett szabályozás (*Építési Jog 2016*) – a felelősségbiztosítások kötelezővé tétele – ezt a problémát szintén nem oldja meg, sőt, a minőségi/fogyasztóvédelmi elemek figyelmen kívül hagyása a későbbiekben komoly károkat okozhat. Érdemi megoldást az épületek

²¹ <http://www.biztositas.ma/4-milliard-novenybiztositasi-dijtamogat-as-2016-ban>

tervezői és kivitelezési ésszerű felelősségbiztosítási tartamának rögzítése jelenthetne (Németországhoz vagy Franciaországhoz hasonlóan – az előbbinél ezek tartama kötelezően 5, az utóbbinál pedig 10 év). Ez feltehetően növelné az építkezési költségeket, ugyanakkor az épületek meteorológiai kockázatokkal szembeni kockázattűrőése, ezáltal értékállósága is növekedhetne.

4. Összegzés

A NÉS 2 szakmai vitaanyaga alapján nem kérdéses, hogy az éghajlatváltozás kihívása Magyarországon is jelentős kockázat, amely megfelelő válaszokat igényel, a válaszokhoz pedig először jó kérdések szükségesek. A biztosítási szektorral kapcsolatos magyar specifikumok tekintetében lemaradást látunk, ezért úgy véljük, hogy a téma fontossága, a jó kérdések és válaszok, szakmai javaslatok kidolgozása koordinált fellépést indokol. Ennek szellemében célszerű lenne egy „tárcaközi”, azaz a Mabisz, a felügyelő szerv (MNB), vízügyi hatóság és a szakértői-akadémiai szféra képviselőiből álló szakmai testület felállítása, amely javaslatokat fogalmazhat meg a tágran (ügyfelekkel, közvetítőkkal és felügyelettel együtt) értelmezett magyar biztosítási szektor „klímaváltozási alkalmazkodási útitervére”. Mivel a kockázatkezelés, a kockázattanszfer és a kockázatok csökkentése érdekében végzett megelőzési és alkalmazkodási tevékenység támogatása a biztosítási szektor alapfeladatának tekinthető, elvárható, hogy a magyar biztosítótársaságok aktívan részt vegyenek abban, hogy Magyarországot és magyar ügyfeleiket minél kevesebb negatív hatás érje az éghajlatváltozás következtében.

Felhasznált irodalom

Bozten W.J.W. (2013): *Managing Extreme Climate Change Risks through Insurance*, Cambridge University Press.

Bárczay A. (2008): *A klímaváltozás globális kihívása, hatása a pénzügyi szolgáltatókra*. Biztosítási Szemle, január., <http://www.biztositas.hu/Hirek-Informaciok/Biztositasi-szemle/2008-januar/a-klimavaltozas-hatasai.html>, Letöltés ideje: 2016. december 2.

CAR (2014): *U.S. Climate Action Report 2014*. First Biennial Report of the United States of America. Sixth National Communication of the United States of America. Under the United Nations Framework. Convention on Climate Change, Published by the U.S. Department of State. Washington DC., https://unfccc.int/files/national_reports/annex_i_natcom/submitted_natcom/application/pdf/2014_u.s._climate_action_report%5B1%5Drev.pdf, Letöltés ideje: 2016. január 6.

- CBRC (2012): *Notice of the China Banking Regulatory Commission CBRC on Issuing the Green Credit Guidelines*, <http://pfbc-cbfp.org/docs/news/avril-mai-13/RDP12-Mars-2013/DCC-China%20Banking%20Regulation%20-%20Green%20Credit%20Guidelines.pdf>, Letöltés ideje: 2016. január 6.
- Európai Bizottság (2011): *Az alacsony szén-dioxid-kibocsátású, versenyképes gazdaság 2050-ig történő megvalósításának ütemterve*. Brüsszel. <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011DC0112&from=EN>, Letöltés ideje: 2016. február 4.
- Építési Jog (2016): *Május 13-án életbe lépett az építési törvény módosítása* (Dr Jámbor Attila) <https://epitesijog.hu/1900-a-kztarsasagi-elnk-is-alairta-az-epitesi-trveny-modositasat>, Letöltés ideje: 2016. november 25.
- GDV (2011): *Herausforderung Klimawandel. Antworten und Forderungen der deutschen Versicherer*. Május 24. http://www.gdv.de/wp-content/uploads/2014/08/Broschuere_Herausforderung_Klimawandel_2011n.pdf, Letöltés ideje: 2016. február 4.
- Gerstengarbe F. W. (2011): *Herausforderung Klimawandel. Antworten und Forderungen der deutschen Versicherer Szenarien für Deutschland*. Auswirkungen des Klimawandels auf die Schadensituation in der Versicherungswirtschaft. PIK, Potsdam, http://www.gdv.de/wp-content/uploads/2011/11/Klimakonferenz_Praes2_Szenarien_fuer_Deutschland_PIK_Gerstengarbe_GDV.pdf; Letöltés ideje: 2016. június 2.
- IPCC (2007): *Climate Change 2007: Synthesis Report*, Contribution of Working Groups I, II and III to the Fourth Assessment, Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change. IPCC, Geneva, Switzerland. https://www.ipcc.ch/publications_and_data/publications_ipcc_fourth_assessment_report_synthesis_report.htm; Letöltés ideje: 2016. szeptember 1.
- IPCC (2015): *Climate Change 2014 – Synthesis Report, Intergovernmental Panel on Climate Change*. IPCC, Geneva, Switzerland, https://www.ipcc.ch/pdf/assessment-report/ar5/syr/SYR_AR5_FINAL_full_wcover.pdf. Letöltés ideje: 2016. augusztus 10.
- KIT (2001): *Auswirkungen des Klimawandels auf die deutsche Versicherungswirtschaft*, Endbericht. Arbeitspaket 3b - Anpassungs- und Vermeidungsstrategien: Eine Marktsegmentstudie für den deutschen Versicherungssektor im Auftrag des Gesamtverbands der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (GDV). Bearbeiter: Claas Menny, Ute Werner, Matthias Bächlin; Karlsruhe, November. http://risk.fbv.kit.edu/policy/rd_download/Auswirkungen_Klimawandel_auf_dt_Versicherungswirtschaft.pdf. Letöltés ideje: 2016. január 14.
- Maddocks, A. - Young R. S. - Reig P. (2015): *Ranking the World's Most Water-Stressed Countries in 2040*. World Resources Institute, August 26, <http://www.wri.org/blog/2015/08/ranking-world%E2%80%99s-most-water-stressed-countries-2040>. Letöltés ideje: 2016. március 20.

- Meadows, D.- Randers, J. – Meadows. D (2004): *Limits to Growth. The 30-Year Update*. Chelsea Green Publishing Company, Vermont.
- National Geographic (2005): *Visszafordíthatatlan a felmelegedés folyamata?* Január 25. http://www.ng.hu/Civilizacio/2005/01/Visszafordithatatlan_a_felmelegedes_folyamata. Letöltés ideje: 2016. szeptember 10.
- NAIC (2008): *The Potential Impact of Climate Change on Insurance Regulation*, National Association of Insurance Commissioners, USA. http://www.naic.org/documents/cipr_potential_impact_climate_change.pdf, Letöltés ideje: 2016. április 6.
- NÉS (2006): *Nemzeti Éghajlatváltozási Stratégia 2008-2025*. Jövő időben. <http://www.kvvm.hu/cim/documents/nes080214.pdf>, Letöltés ideje: 2016. szeptember 10.
- NÉS (2013): *Második Nemzeti Éghajlatváltozási Stratégia 2014-2025 kitekintéssel 2050-re*. Szakpolitikai Vitaanyag. Szeptember 30., http://nak.mfgi.hu/sites/default/files/files/NES_final_131016_kikuld_kozig_egyeztetes.pdf, Letöltés ideje: 2016. március 14.
- NÉS2 (2015): *H/5054. számú országgyűlési határozati javaslat a Nemzeti Éghajlatváltozási Stratégiáról 2014-2025-re, kitekintéssel 2050-re*. Budapest, június, http://www.parlament.hu/nyitolar?p_auth=oA55UW3x&p_p_id=pairproxy_WAR_pairproxyportlet_INSTANCE_iBWcxfbPabw9&p_p_lifecycle=1&p_p_state=maximized&p_p_mode=view&_pairproxy_WAR_pairproxyportlet_INSTANCE_iBWcxfbPabw9_pairAction=%2Finternet%2Fcpls%2Ffogy_irom.irom_adat%3Fp_ckl%3D40%26p_izon%3D5054. Letöltés ideje: 2016. június 2.
- Oreskes, N. (2004): *The Scientific Consensus of Climate Change*, in: McKibben B. (ed.): *The Global Warming Reader – A Century of Writing about Climate Change*. Pearson. Penguin Books, 2011. pp. 73–78.
- Pandurics A. (2016): *A magyar biztosítási szektor aktualitásai*, Biztosítás 2016. Portfolio Konferencia, előadás, március 1.
- PRA (2015): *The impact of climate change on the UK insurance sector*. A Climate Change Adaptation Report by the Prudential Regulation Authority. September, <http://www.bankofengland.co.uk/pradocuments/supervision/activities/pradefra0915.pdf>; Letöltés ideje: 2016. február 20.
- Sachs J. D. (2015): *The Age of Sustainable Development*, 12. fejezet: Climate Change. Columbia University Press, New York, pp. 393–445.
- Schmitt, T. (2011): *Versicherer entdecken Klimawandel als Prämienquelle*. Handelsblatt, November 17. <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/banken-versicherungen/gdv-jahrestagung-versicherer-entdecken-klimawandel-als-praemienquelle/5856964.html>; Letöltés ideje: 2016. szeptember 2.

Svante, A. A. (1896): *On the Influence of Carbonic Acid in the Air Upon the Temperature of the Ground*. Philosophical Magazine, (41) pp. 237–276.

UNEP (2012): *PSI Principles for Sustainable Insurance*. A global sustainability framework and initiative of the United Nations Environment Programme Finance Initiative. UNEP Finance Initiative, June, <http://www.unepfi.org/psi/wp-content/uploads/2012/06/PSI-document.pdf>, Letöltés ideje: 2016. február 20.

A kezdeményezés és támogatók elektronikus elérhetősége: <http://www.unepfi.org/psi/signatory-companies/>

Vereczki András (2010): *Biztosítás és a szélsőséges időjárás*. Klíma-21 Füzetek, 63., pp. 73–82.

A magyar autóipar helyzete nemzetközi tükörben*

Rechnitzer János – Hausmann Róbert – Tóth Tamás

A tanulmány a magyar autóipar¹ helyzetét vizsgálja nemzetközi kitekintésben leíró elemzés keretében. Az összehasonlítás fókuszában elsősorban a visegrádi térség, a német és az osztrák autóipar, valamint az európai uniós folyamatok összevetése áll. Az elemzés áttekinti az iparág elméleti hátterét, majd betekintést nyújt a visegrádi térség autóiparának történetébe, fókuszálva a szocialista autóipari múltra és annak következményeire. Az elemzés utolsó szakaszában napjaink magyar iparági folyamatait a visegrádi országok és az európai térség autóipari jellemzőivel hasonlítjuk össze az Eurostat statisztikája alapján vállalati méret és tulajdonosi szerkezet szerint, valamint a NAV társasági adóbevallás adatbázisa segítségével. A tanulmány fő következtetése, hogy az autóipar a magyar nemzetgazdaságon belül kiemelkedően termelékeny, ugyanakkor az iparági kkv-k kevésbé produktívak, mint a nagyvállalatok, és ez a különbség a térségben Magyarországon a legnagyobb. A helyzet megváltoztatásához egyrészt a külföldi nagyvállalatok magasabb hozzáadott értékű tevékenységeinek térségbe történő kiszervezésére és ehhez kapcsolódóan a bérek növelésére, másrészt a hazai tulajdonú kkv-k értékláncon belüli megerősítésére és feljebb lépésére lenne szükség.

JEL kódok: L61, O31, P23, R11, D41

Kulcsszavak: versenyképesség, munkatermelékenység, V4-térség

1. Bevezetés

Az elemzés betekintést kíván nyújtani a magyar autóipar aktuális helyzetébe, a visegrádi térséggel és a német nyelvű országokkal, valamint az Európai Unió egészében végbemenő trendekkel makrogazdasági szemszögből összehasonlítva. A tanulmány

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Rechnitzer János a Széchenyi István Egyetem Regionális-tudományi és Közpolitikai Tanszékének vezetője, egyetemi tanár. E-mail: rechnj@sze.hu.

Hausmann Róbert a Magyar Nemzeti Bank junior elemzője. E-mail: hausmannr@mnk.hu.

Tóth Tamás a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: tothtamás1@mnk.hu.

A kézirat első változata 2016. október 3-án érkezett szerkesztőségünkbe.

¹ Magyar autóipar alatt a Magyarországon működő autóipari vállalkozások összességét értjük. Irányadónak az Eurostat NACE Rev.2. nomenklatúrájának C29-es kategóriáját tekintjük. Definíció szerint a kategória tartalmazza a személy- és teherszállításra alkalmas gépjárművek, a pót- és félpótkocsik, valamint a gépjárműalkatrészek gyártását is. A kategória ugyanakkor nem tartalmazza a más közlekedési eszközök (hajózási eszközök, vasúti járművek, légi eszközök, harci járművek, motorbiciklik és biciklik) gyártásával kapcsolatos tevékenységeket. Az elemzési részben a külföldi-belföldi tulajdonú vállalatok elkülönítésénél az Eurostat Structural Business Statistics (SBS) szabályait alkalmazzuk: külföldi vállalkozás az, amelyikben egy, a tevékenység folytatási helyétől eltérő országban rezidens részvényes gyakorolja a szavazati jogok, vagy részvényesi tulajdonjogok több mint 50 százalékát.

témaválasztása következik az iparág visegrádi térségben és Magyarországon való kiemelkedő gazdasági szerepéből, a magyar és a térségi aktuális munkaerőpiaci és munkatermelékenységi kihívásokból, valamint az elmúlt évek autóiipari beruházásait figyelembe vevő, naprakész adatok és számítások közreadásának igényéből. A cikk fő vizsgálati kérdése, hogy a magyar (és a térségi) autóiipar az EU-s átlagnál és a nyugat-európainál alacsonyabb munkatermelékenysége milyen tényezőkre vezethető vissza.

A kérdés egyrészt egy részletes iparági elméleti áttekintésen keresztül kerül vizsgálatra, amely arra keresi a választ, hogy a multinacionális nagyvállalatok miért és hogyan telepítik ki egyes tevékenységeiket, és melyek ezek a folyamatok. Ezt követően a cikk kitér a visegrádi térség autóiiparának történeti elemzésére is. A kvalitatív módszer alkalmazása mellett a kutatási kérdés további elemzése céljából – az autóiipar globális folyamatainak áttekintését követően – két különböző, saját számításokon alapuló empirikus analízis is segítséget kíván nyújtani. Az egyik az Eurostat SBS statisztika alapján az autóiipari munkatermelékenységre vállalati méret és tulajdonlás (külföldi vagy belföldi) szerint von le következtetéseket nemzetközi összevetésben. A másik a NAV magyar társasági adóbevallás adatbázisa alapján fogalmaz meg állításokat a hazai aktuális iparági folyamatokra nézve.

2. Az autóiipar elméleti háttere

A XX. századi globalizáció kiteljesedésével az autóiipar is alapvető strukturális változásokon ment keresztül, globális termelési rendszerek kiépülését és határokon átnyúló piaci struktúrák szerveződését figyelhattuk meg (*Dicken 2007*). A globális termelési láncok kiépülését segítette elő a liberalizált kereskedelmi és befektetési tevékenységek bővülése, a gazdasági integrációk intézményesülése, illetve az FDI-támogató politikai környezet megjelenése (*Torlak 2004*). A fejlett országokban található OEM (original equipment manufacturer, másnéven végtermékgyártó) vállalatok multinacionális és globális iparági szereplőkké váltak, amelyek a fejlődő országokban jelen lévő potenciálok széles körét kívánták kiaknázni (*Chanaron – MacNeill 2005; Humphrey – Memedovic 2003*).

Florida és Sturgeon (2000) az említett folyamattal kapcsolatban különválasztja a nemzetköziesedés (internationalization process) és globalizálódás (globalization process) folyamatát, előbbi alatt a gazdasági tevékenységek határokon átlépő jellegét, utóbbi alatt pedig az intézményesített, funkcionálisan integrált rendszerek létrehozását értelmezi. A nemzetköziesedés ebben a nézőpontban mennyiségi változásként, míg a globalizáció minőségi fejlődésként jelenik meg, amelynek során az egyes gazdasági szereplők tevékenysége egy nemzetközileg koordinált folyamatrendszer részévé válik.

Florida és Sturgeon (2000) egy ágazati felmérés során az autóipari lokalizációk területén négy különböző telepítési típust neveztek meg a tevékenységek motivációja és a lokalizáció minőségi értékelése alapján (1. táblázat). A modell alapján a kelet-közép-európai járműipari központok, ezen belül is a V4 térség autóipari centrumjai a 3. típusú lokációnak felelnek meg, amelynek legfőbb telepítési tényezője az olcsó munkaerő és a kiépült infrastruktúra, telepítési motivációja pedig a termelési folyamatok racionalizálása és költségének minimalizálása. Az értékláncba való integráció foka alacsony vagy közepes szinten marad, a termelés jellemzően külföldre történik, így az árbevétel jelentős része a külföldi anyavállalat és a belföldi leányvállalat közötti elszámolásból tevődik össze. Az elmélet szerint a 3. típusú modellben alacsony hozzáadott értékű tevékenységek kerülnek kitelepítésre, a fejlesztés pedig szinte teljes egészében az anyavállalat hatáskörében marad.

| 1. táblázat | | | | |
|--------------------------------------|--|--|--|-----------------|
| Az autóipari lokalizációk tipizálása | | | | |
| | 1. típus | 2. típus | 3. típus | 4. típus |
| Stratégia iránya | Piacok közelsége, vállalati versenyelőnyök | Piacok közelsége, vállalati versenyelőnyök | Költségcsökkentés, racionalizálás, hatékonyság | Piacok lefedése |
| Kapacitások szintje | Magas | Magas | Magas | Alacsony |
| Bérrköltség | Magas | Magas | Alacsony | Alacsony |
| Fejlesztés | Igen | Néha | Nem | Nem |
| Integráció foka | Magas | Magas | Közepes | Alacsony |
| Háttérpiari bázis | Magas | Közepes-magas | Közepes | Alacsony |
| Export | Alacsony (kivéve Japán) | Alacsony | Magas | Alacsony |

Forrás: Florida – Sturgeon (2000:13) alapján szerkesztve.

Dunning (1988) eklektikus paradigma elméletében a nemzetközi tőkekihelyezések tulajdonspecifikus, lokációs specifikus és internalizálási előnyeit vizsgálja, amelyet Dicken (1998) a telepítések tipizálásával összekötve a működőtőke-beruházások általános klasszifikációját alkotta meg (2. táblázat). Dicken elmélete szerint a V4 térségben található járműipari beruházások kezdetben – az 1990-es években történt rendszerváltásokat követően – egyértelműen a helyi erőforrásokat kiaknázó céllal valósultak meg, ezt követően azonban a már létező beruházások racionalizálásával a hatékonyságnövelő fázisba kerültek át. Az európai felvevőpiac közelsége a piacorientált szakaszt is elérhető közelségbe helyezi, így a koncepció szerint a beruházási motivációk egyfajta kevert modellje jöhet létre a régióban.

| 2. táblázat | | | | |
|--|---|---|--|--|
| A működőtőke-beruházások általános klasszifikációja | | | | |
| | Stratégiai előnyöket érvényesítő | Piacorientált | Hatékonyságnövelő | Helyi erőforrásokat kiaknázó |
| Tulajdon-specifikus előny | Hosszú távú stratégiai célok, nemzetközi versenyképesség fenntartása | Piaci sikeresség növelése, helyi piac ellenőrzése | Már létező beruházások racionalizálása | Versenyképesség növelése |
| Lokalizációs előny | A fenti tényezők és az adott térségi szint versenyképessége | Költségek különbségei, piac mérete és jellege, kormányzati politika | Nemzetgazdaságok termelési specializációja és koncentrációja | Termelési tényezők költségeiben lévő eltérések |
| Internalizációs előny | Kompetitív és stratégiai előnyök, kockázatsökkentés, a piacok ellenőrzése | Tranzakciós költségek csökkentése, igazodás a helyi igényekhez | Vertikális vállalati integráció, vállalati értéklánc | Árszabályozás, piacok ellenőrzése |

Forrás: Dicken (1998:185) alapján szerkesztve.

Az autóipari működőtőke-beruházások telepítési motivációinak feltárásához Porter kompetitív fejlődésemélete nyújt támpontot. Az elmélet szerint egy nemzetgazdaság minden egyes ágazata a fejlődési modell egy szakaszán elhelyezhető, a pozíció pedig alapjaiban meghatározza a telepítési motivációt és a döntéshozás folyamán számításba vett telepítési tényezők körét. A döntő faktorok a modellben előrehaladva az árérzékeny input tényezőkből a magasabb hozzáadott értéket képviselő humán tőkébe fordulnak át, majd az innovációs motiváció visszaesését követően az ágazat eltűnése felé mutatnak, helyét egyéb szektorok dominanciája veheti át (Porter 1998).

A (1) tényezővezérelt szakaszban a vállalatok és a régió versenyelőnye az általános termelési tényezőkből származik, mint a természeti erőforrások és a képzetlen, olcsó munkaerő: az iparágak költségelőnyre tesznek szert. A vállalatok általában nincsenek kapcsolatban a termékek végfelhasználóival, így a piaci változások követése is korlátozott. A (2) beruházásvezérelt szakaszban a versenyelőny alapját szintén az általános termelési tényezőkre történő beruházás és az ebből fakadó költségcsökkentés jelenti, de már megjelenik a tudás- és technológiatranszfer. A beruházásra kerülő technológia külföldről érkezik, és általában széles körben elérhető a világgpiacra. A kormányzati gazdaságpolitika feladata az infrastrukturális háttér fejlesztése, a szakképzett munkaerő biztosítása és a vállalkozói kultúra és ismeretek terjesztése.

Az (3) innovációvezérelt szakaszban a magas és igényes belföldi kereslet innovációra sarkallja a vállalatokat, amit aztán a külpiacon további méretgazdaságossági előnyökkel tudnak értékesíteni. A gazdaság már nem izolált vállalatokkal jellemezhető, hanem földrajzilag koncentrált vertikális, majd horizontális klaszterek jönnek létre. Az innováció-vezérelt szakaszban a kormányzati politika háttérbe szorul, és a magánszektor termelési tényezőkre történő befektetései válnak dominánssá.

A (4) jólétvezérelt szakaszban a vállalatok elvesztik innovációs hajlandóságukat, a befektetők már nem investálnak megfelelő mértékben a kutatás-fejlesztésbe, így középtávon az iparág veszít világgiazi pozíciójából. A kockázatkerülő magatartásnak köszönhetően a térségi gazdaság stagnáló szakaszba kerül, amelyben csak a történelmi gyökerű iparágak képesek globális szinten versenyképesek maradni.

A kelet-közép-európai volt szocialista államok csoportja az autóipari versenytérben egységes piacként jelenik meg, amelyben a versenyző nemzetgazdaságok hasonló versenyelőnyökkel és versenyhátrányokkal rendelkező homogén közösséget alkotnak. Az ágazati telepítési döntések során a régióon belüli erősortendet a pillanatnyi telepítési motivációk, a felvevőpiacok és beszállítók közelsége, illetve a piac (legfőképpen munkaerőpiac) telítettsége határozza meg, amelyet a kormányzatok beruházásösztönző támogatási eszközei érdemben befolyásolnak. Az autóipari gyártók a térségi rendszerváltást követően a V4-államokba jellemzően alacsony hozzáadott értékű, kifutó modellek összeszerelését telepítették, amelyhez az alacsony bérszínvonalú, fegyelmezett munkakultúrájú munkaerőt alkalmazták.

A térség a kompetitív fejlődéelmélet szerint ebben az időszakban egyértelműen a tényezővezérelt szakaszban foglalt helyet, amely az ezredfordulót követően az infrastruktúrafejlesztések és kormányzati politikák következtében a beruházásvezérelt szakaszba fordult át. A 2008-as válságot megelőző években az OEM-anyavállalatok már bizonyos innovációs funkciókat is a régióba telepítettek, a folyamat azonban a recesszió hatására megtorpant, és a headquarter (vállalati központ) térségekben maradt. Napjainkban a V4-országok autóipara Porter kompetitív fejlődéelméletében a beruházásvezérelt szakaszból az innovációvezérelt szakaszba halad, az átmenet sebessége azonban kevésbé a fogadó ország politikájának, sokkal inkább a beruházó vállalatok funkciódelegálásának függvénye.

3. Az autóipar története a V4-tagállamokban

Az iparosítás a V4-térség jelentős részében késve indult el, mindemellert korlátozott eredményekkel járt. Csehország és Lengyelország rendelkezett jelentősebb ipari gyártási kapacitásokkal, Magyarország és Szlovákia azonban csekély ipari kibocsátást és foglalkoztatást mutatott fel. A XX. század első felében Európa-szerte nagyfokú iparosítás ment végbe, amely nagyrészt központi nyomásra a mezőgazdasági termelés háttérbe szorítását és az ipar előtérbe helyezését hozta magával. Nyugat-Európában az iparosítás egyik kiemelt ágazata az autóipar volt, amelynek fejlesztése prioritásként jelent meg az egyes nemzetgazdaságokban. Az I. és II. világháború az autóipart is a háború kiszolgálására állította át, a világháborúk közötti békeidőben, illetve a II. világháborút követően azonban a szektor a lakosság és a versenyszféra igényeire koncentrált.

A KKE (kelet-közép-európai) régióban a század eleji iparosítás kevésbé az autóipar előtérbe helyezésével valósult meg, az ipari központok sokkal inkább egyéb szektorokra összpontosítva (például nehézipar, textilipar, bányászat) alakultak ki, a járművek iránti keresletet pedig importtal elégítették ki (*Lefilleur 2008*). A XX. század második felében a szocialista országok körében a személygépkocsi-gyártás kiemelt prioritást kapott, kezdetben nyugati licenc alapján, majd a licencet belső körben továbbfejlesztve folytatta a termelést (*Radosevic – Rozeik 2005*). A gyártók elsősorban a saját piac kiszolgálására törekedtek, a szocialista tömbön kívül csak ritkán és kis mennyiségben értékesítettek. A termelés volumene mindezeknek köszönhetően alacsony maradt, a piac korlátozott felvevőképessége, illetve a tagországok egymás közötti kooperációja pedig a fejlesztések elhalasztását is maga után vonta (*Lung 2004*).

A kelet-európai rendszerváltást követően az autóipar elvesztette felvevő piacát és hanyatlásnak indult, a folyamat visszafordításához pedig szükség volt a beáramló külföldi tőkére. A szocialista országok a saját gyártókapacitások kiépítésével lehetőséget teremtettek arra, hogy a privatizáció után az összeszerelő ipar gyökeret eresszen a régióban. A privatizáció során beruházó vállalatok több esetben már korábban is jelen voltak a régióban, és tevékenységüket kibővítve és átstrukturálva kezdetben alacsonyabb kategóriás és kifutó modelljeiket szereltették össze, részben a térség piacára, részben exportra (*Pavlínek et al. 2009*).

A gyártási technológiákat adaptálni képes korábbi ipari struktúrák jelenléte az új piacokon megfelelő bázisnak bizonyult nyugat-európai autóipari vállalatok barnamezős beruházásaihoz, amelynek köszönhetően az autóipari körzetek életre keltek és fejlődésnek indultak. Kijelenthető, hogy a rendszerváltást követő évtizedben a szocialista autóipari bázison felépített ipari központok az elsők között voltak képesek talpra állni, és az exportképes tevékenységnek köszönhetően jövedelmet és foglalkoztatást generálni a térségben (*Lux 2010; Bigos – Kiss 2005*).

A 3. táblázat a rendszerváltásokig bezárólag a KKE-régió XX. századi autóipari szereplőit és telephelyeiket összegzi. Megfigyelhető, hogy a korábbi szocialista autóipar több bázisán jelen pillanatban is ágazati tevékenység folyik, az ipari tradíciók egyértelműen szerepet játszottak a rendszerváltozás utáni telepítési döntésekben.

3. táblázat

Szocialista autóipari vállalatok a V4-térségben

| | Település | Gyártó |
|---------------|-------------------|--------------------|
| Csehország | Mlada Boleslav | Skoda |
| | Kvasiny | Skoda |
| | Liberec | Liaz |
| | Koprivnicka | Tatra |
| | Prága | Gottwaldov |
| Szlovákia | Povazska Bystrica | Povazske Strojarne |
| Lengyelország | Varsó | FSO |
| | Sanok | Autosan |
| | Bielsko Biala | FSM |
| | Jelcz-Laskowice | Jelcz |
| | Lublin | FSC |
| | Tychy | Polski Fiat |
| Magyarország | Győr | Rába |
| | Szentgotthárd | Rába |
| | Székesfehérvár | Ikarusz |

Forrás: saját gyűjtés.

A kelet-közép-európai autóipari blokk egyfajta speciális termelési központként jelenik meg a globális járműgyártásban, ahol a rendszerváltások után az olcsó munkaerő és az autóipari tradíciók bázisán nyugat-európai OEM-ek összeszerelő leányvállalatai jöttek létre. 2015-ben a V4 térségben harminc járműgyár működött, amelyből tizenöt Lengyelországban, nyolc Csehországban, négy Magyarországon, három pedig Szlovákiában volt megtalálható (4. táblázat). A telepítési folyamatok során a felvevőpiacok, illetve a beszállítói hálózatok közelsége egyaránt döntő tényezőként jelenik meg, amelynek eredményeként az iparág területi koncentrációja valósul meg.

| 4. táblázat | | | |
|---|----------------------|---------------|--|
| Autóipari központok a V4 térségben | | | |
| | Település | Gyártó | Márka |
| Csehország | Jablonec | Tedom | Tedom |
| | Kolin | TPCA | Toyota, Peugeot, Citroën |
| | Koprivnice | Tatra | Tatra |
| | Kvasiny | Volkswagen | Skoda |
| | Libchavy | SOR | SOR |
| | Mlada Boleslav | Volkswagen | Skoda |
| | Nosovice | Hyundai | Hyundai |
| | Vysoké Myto | Iveco | Iveco |
| Magyarország | Esztergom | Suzuki | Suzuki |
| | Győr | Volkswagen | Audi |
| | Kecskemét | Daimler | Mercedes-Benz |
| | Szentgotthárd | Opel | Opel |
| Lengyelország | Bielsko-Biala | FCA | Fiat, Lancia, Alfa Romeo |
| | Bolechowo (Poznan) | Solaris | Solaris |
| | Gliwice | Opel | Opel/Vauxhall |
| | Gliwice | Toyota | Toyota |
| | Niepolomice (Krakow) | Volkswagen | MAN |
| | Polkowice | Volkswagen | Volkswagen |
| | Poznan | Volkswagen | MAN |
| | Poznan | Volkswagen | Volkswagen |
| | Slupsk | Volkswagen | Scania |
| | Starachowice | Volkswagen | MAN, Neoplan |
| | Tychy | FCA | Fiat, Lancia, Ford |
| | Tychy | Opel | Opel/Vauxhall |
| | Walbrzych | Toyota | Toyota |
| | Wroclaw | Volvo | Volvo |
| | Wroclaw | Jelcz | Jelcz |
| Szlovákia | Bratislava | Volkswagen | Volkswagen, Audi, Porsche, Skoda, Seat |
| | Trnava | PSA | Peugeot, Citroën |
| | Zilina | Hyundai | Kia |

Forrás: OICA (2015) alapján szerkesztve.

4. A V4-tagállamok pozíciója a globális autóiparban

A XXI. században a járműgyártás piacának alapvető átrendeződése tapasztalható, a termelés súlypontja Európáról és Észak-Amerikáról a fejlődő térségekre – kiemelten Kínára és a BRICS-országokra – helyeződött át. Amíg az ezredfordulón az említett fejlett régiók a kibocsátás közel kétharmadáért feleltek, addig 2015-re részesedésük a termelésből 43 százalékra olvadt. A termeléskihelyezések részben piaci nyomásból (költség- vagy termelésoptimalizálás miatt), részben pedig a felvevőpiacok átrendeződéséből eredeztethetők, aminek köszönhetően az addig zárt japán és koreai kibocsátók is kinyitották termelési láncukat (*Gauselmann et al. 2010*). Szembetűnő, hogy a 2008-as gazdasági világválság az autóipar kibocsátási térképét is alapvetően átrendezte, Kína térnyerése részben az OEM-ek válságintézkedéseinek volt tulajdonítható (5. táblázat).

| 5. táblázat | | | | | |
|--|------|------|------|------|---|
| A globális autóipari kibocsátás megoszlása | | | | | |
| | 2000 | 2005 | 2010 | 2015 | Változás 2015/2000 (százalékpont) |
| Kína | 4% | 9% | 24% | 27% | 23 |
| Európa | 34% | 31% | 25% | 23% | -11 |
| Észak-Amerika | 30% | 25% | 16% | 20% | -10 |
| Japán, Korea | 22% | 21% | 18% | 15% | -7 |
| Dél-Ázsia | 4% | 7% | 9% | 9% | 5 |
| Dél-Amerika | 4% | 4% | 6% | 3% | -1 |
| Közél-Kelet, Afrika | 1% | 2% | 3% | 2% | 1 |

Forrás: ACEA (2016) alapján szerkesztve.

2015-ben az autóipar megközelítőleg 91 millió gépjárművet bocsátott ki (6. táblázat), ami már meghaladja a válság előtti kibocsátási szintet. A teljes uniós volumen egyharmadát Németország állítja elő, 6 milliós éves darabszáma – Kína, Japán és az Egyesült Államok után – a világ negyedik, illetve Európa legnagyobb autóipari gyártójává lépteti elő a nemzetgazdaságot. Az Európai Unió volumenéből a V4-államok hozzávetőlegesen 19 százalékért felelnek, ami körülbelül 3,5 millió egység előállításának felel meg. Szlovákia a térség legdinamikusabban növekedő autóipari kibocsátójaként 2015-re elérte az 1 millió darabszámú kibocsátást, a régió legjelentősebb ágazati szereplőjének azonban továbbra is Csehország számít.

Lengyelország autóipari kapacitásai a válságot követően fokozatos leépülést mutattak, míg Magyarország ellentétes utat bejárva, a folyamatos fejlesztéseknek köszönhetően növelhette ágazati kibocsátását. Habár Ausztria autóipari hozzáadott

értéke a bruttó hazai termékben jelentős részarányt képvisel, végtermékgyártási volumene jelentősen elmarad a V4-államok mögött. Mindezek oka, hogy az osztrák nemzetgazdaság jellemzően magasabb hozzáadott értékű, támogató tevékenységekért felel az értékláncban, a végtermékgyártás pedig az alacsonyabb input-költséget biztosító térségekben marad.

| 6. táblázat | | |
|---|------------------|---------------|
| Autóipari végtermékgyártók kibocsátása | | |
| <i>(2015)</i> | | |
| | Mennyiség | |
| | (ezer db) | (EU %) |
| Csehország | 1 303 | 7,2% |
| Lengyelország | 660 | 3,6% |
| Magyarország | 495 | 2,7% |
| Szlovákia | 1 000 | 5,5% |
| Ausztria | 125 | 0,7% |
| Németország | 6 033 | 33,2% |
| EU | 18 177 | 100,0% |
| Világ | 90 780 | - |

Forrás: Eurostat (2016) alapján szerkesztve.

5. Az autóipar pozíciója a V4-tagállamokban

A következőkben a magyar autóipart elemezzük nemzetközi összehasonlításban. Elsősorban a viseigrádi régió országai (Magyarország, Lengyelország, Csehország, Szlovákia), Németország és Ausztria, valamint az Európai Unió iparági hozzáadott érték, bérezési és munkatermelékenységi jellemzőit hasonlítjuk össze, egyrészt az Eurostat SBS-adatbázisa, másrészt a társaságiadó-adatbázis nyilvántartásai alapján.

A teljesítménymérést vállalati szinten általában az eredményességen (a meghatározott célok megvalósítása történik-e) és a gazdaságosságon (a rendelkezésre álló erőforrások gazdaságos felhasználásával valósul-e meg a célok elérése) keresztül szokás értelmezni, bár a nemzetközi szakirodalom nem egységes a mérési módszerek tekintetében. Mikroszinten elsősorban vezetői számviteli módszerekkel (például tevékenység alapú, életciklus, vagy célköltségszámítás), valamint a Balanced Scorecard stratégiai mutatószámrendszer segítségével szokás megragadni az üzleti produktivitás számszerűsítését (*Wimmer 2002*).

Többek között arra a porteri gondolatra építve, hogy a versenyelőny gyakran az értékláncot alkotó tevékenységek kapcsolatából ered és nem magukból az önálló te-

vékenységekből (Porter 1986), makrogazdasági szemszögből közelítünk az autóipari teljesítmény mérésére. Ennek legkézzelfoghatóbb mutatói a vállalatok aggregált hozzáadott értékének (GVA), munkaerőköltségének és a munkatermelékenységének² értékelése. A magyar munkatermelékenységre vonatkozó tanulmány (Palócz 2016) szerint a belföldi vállalatok termelékenysége a nemzetgazdaság egészét tekintve nagyobb mértékben marad el a külföldi vállalatokétól, mint a szomszédos országok esetében, és ez a szakadékok idősorosan vizsgálva nem záródik.

A magyar autóipar helyzetére reflektál Gelei (2006) tanulmánya, aki a beszállító-típusokat és azok alapvető kompetenciáit a hazai autóipari ellátási láncban vizsgálta. Az értekezésben olvasható az autóipari beszállítók képességstruktúrája, amely szerint megkülönböztethetünk kapacitás-, termék-, adaptációs, hálózati és innovációs kompetenciával rendelkező hazai beszállítókat. A tanulmány fő megállapítása, hogy a vállalati versenyképesség fejlődése nemcsak az egyes beszállító típusok között segíthető elő, hanem az egyes beszállító csoportokon belüli belső minőségfejlesztéssel is, melynek kulcsai a rendelkezésre álló tőke és tudás. Ennek alapján ajánlasként azt fogalmazza meg a szerző, hogy a hazai kkv-szektor versenyképességének biztosítása szempontjából kulcsfontosságú, hogy a gazdaságpolitika a tőke és a tudás megszerzésében támogassa a hazai vállalkozásokat.

Hasonló következtetésre jut a Gelei – Venter – Gémesi (2011) szerzőpáros elemzése is, amely szerint a magyar gazdaságpolitika prioritásának kell lennie, hogy a hazai beszállítókat olyan kompetenciák, képességek kiépítésében támogassák, amelyek révén eleget tudnak tenni az összetettebb vevői elvárásoknak és ezzel előbbre tudnak lépni az autóipari piramisban. A tanulmány szerint mára Magyarországon kialakult egy versenyképes beszállítói bázis, amelyen belül létrejött néhány innovatív, komplex, a vevői elvárásoknak is megfelelni képes hazai vállalat. Ezek kiemelt gazdaságpolitikai támogatása több pozitív hatással is járhat (Gelei – Venter – Gémesi 2011:225).³

Az autóipar aktuális hazai és regionális kihívásaihoz kapcsolódóan a szakirodalom kiemelten foglalkozik a járműipari klaszterek helyzetével. Dominek (2012) esszéjében a kelet- és közép-európai régió autóipari klasztereinek heterogenitására hívja fel a figyelmet. Míg Németországban és Ausztriában az autóipari klaszterek hosszabb múltra tekintenek vissza, hálózatorientált terület- és vállalkozásfejlesztési eszközöként működnek, addig a kelet-közép-európai országokban a klaszterek működése

² Munkatermelékenység (a cikkben a fogalom megegyezik a rövidített termelékenység kifejezéssel) alatt az autóiparban működő vállalatok aggregált hozzáadott értéke és a foglalkoztatotti létszám hányadosát értjük. A hozzáadott érték az Eurostat SBS statisztikai adatbázisából származik, tényezőkölttség alapú hozzáadott értéket jelent. A hozzáadott érték számításának módja: bruttó működési jövedelem – működési jellegű támogatások és adók.

³ A hazai és térségbeli autóipart elemző szakirodalom rövid bemutatásának célja további források megadása a témában történő elmélyülésre, valamint az empirikus vizsgálat tudományos háttérének ismertetése. Terjedelmi okokból kifolyólag a nemzetközi kitekintéstől és külföldi esettanulmányok részletes közlésétől, valamint a regionális jellemzők kifejtésétől eltekintünk.

szempontjából a tőkehiány és a különféle minőségbiztosítási rendszerek bevezetése jelenti a legnagyobb problémát, mivel a kkv-szektor számára ezek nagy beruházásokkal járnak.

A KKE-régióban gyerekipőben jár a klasztermenedzsment⁴-képzés és a klaszterek jogi szabályozása is (*Dominek 2012:212*). Ezeket a megállapításokat támasztja alá *Grosz (2012)* cikke is, amely szerint a járműipari vállalati szféra még nem érett meg a klaszter- és hálózatorientált fejlesztési eszközök alkalmazására. Az éretlenség egyik oka az egymás iránti bizalmi szint hiányában, a másik az önálló termékek és fejlesztések alacsony mértékű jelenlétében kereshető, aminek következtében a klaszteresedés csupán a költségek csökkentésén keresztül jelenthetne előnyt a résztvevő vállalatok számára (*Grosz 2012:238*).

A legnagyobb európai kibocsátó, Németország gazdaságában 4 százalékos hozzájárulási súlyt képvisel az ágazat, amely a foglalkoztatás 2 százalékát biztosítja (*7. táblázat*). A V4-tagállamok között az autóipar kiemelt nemzetgazdasági ágazatként jelenik meg. Lengyelországot kivéve minden viseigrádi államban a bruttó hozzáadott érték (GVA) több mint 3, illetve a foglalkoztatás több mint 2 százalékáért felel, így az uniós átlag kétszeresét éri el. A relokalizáció fő motivációját igazolják a számadatok, miszerint a V4-térség közel egységes régióként megjelenve az uniós autóipari átlagbér 40 százaléka alatt marad, így az alacsony bérszínvonalú képzetlen munkaerő jelen pillanatban is a legfőbb térségi versenyelőnyként jelenik meg, ezáltal pedig a telepítési motivációk alapját biztosítja.

7. táblázat

Az autóipar általános mutatói

(2014)

| | Autóipari GVA (a teljes GVA arányában) | Foglalkoztatás (a teljes foglalkoztatás arányában) | Munkaerőköltség (EUR/fő/hó) |
|---------------|---|--|--------------------------------|
| EU | 1,5% | 1,0% | 3 998 |
| Csehország | 4,3% | 2,9% | 1 561 |
| Lengyelország | 1,5% | 1,1% | 1 209 |
| Magyarország | 3,9% | 2,0% | 1 430 |
| Szlovákia | 3,5% | 2,8% | 1 562 |
| Ausztria | 1,3% | 0,7% | 4 981 |
| Németország | 4,0% | 2,0% | 5 918 |

Forrás: Eurostat (2016) alapján szerkesztve.

⁴ Klasztermenedzsment alatt az üzleti klaszterek vezetését, érdekképviseletét és koordinációs intézményét értjük.

A hozzáadott érték termelési értékben⁵ képviselt részaránya a V4-államokba telepített tevékenységek ágazati értékláncban betöltött szerepét mutatja (8. táblázat). Megfigyelhető, hogy míg a mutatóban az OEM-vállalatok anyaországai 30 százalék körüli értékeket produkálnak, addig az összeszerelő tevékenységeket végző KKE-régió – és azon belül a V4-tagországok – alig éri el a 20 százalékot, tehát jellemzően kisebb hozzáadott értéket képviselő tevékenységeket végeznek.

A termelési értékben mért hozzáadott érték részarány továbbgyűrűzik a munkatermelékenységi mutatókba, így az egy autóipari foglalkoztatottra jutó hozzáadott érték index hasonló mértékű különbségéről árulkodik. Németország az uniós átlagot messze meghaladva 106 ezer eurós értéket mutat, míg a V4-tagállamok a közösségi átlag felénél szóródva alig haladják meg a német hatékonyság harmadát. Ausztria munkatermelékenysége a német szinttel azonos, ami a munkaerő hatékony felhasználása mellett a magasabb hozzáadott értékű tevékenységek ellátását és a technológiai fejlettségből fakadó versenyelőnyt feltételezi.

8. táblázat

Az autóipar termelési és hatékonysági mutatói

(2014)

| | Hozzáadott érték (a termelési érték arányában) | Munkatermelékenység | |
|---------------|--|---------------------|--------|
| | | (EUR/fő/év) | (EU %) |
| EU | 25,5% | 68 764 | 100,0% |
| Csehország | 20,0% | 43 694 | 63,5% |
| Lengyelország | 21,8% | 31 963 | 46,5% |
| Magyarország | 17,9% | 45 268 | 65,8% |
| Szlovákia | 12,7% | 39 759 | 57,8% |
| Ausztria | 28,4% | 104 336 | 151,7% |
| Németország | 32,1% | 106 661 | 155,1% |

Forrás: Eurostat (2016) alapján szerkesztve.

A visegrádi térségben Magyarországon és Csehországban a legjelentősebb az autóipar szerepe a nemzetgazdaságban. A nemzetgazdaság teljes hozzáadott értékében Magyarországon 1995 és 2014 között közel 3,5 százalékponttal nőtt az autóipar részesedése. Ebből közel 1 százalékpontnyi növekedés 2012-től következett be. Míg hasonló folyamat figyelhető meg Csehországban és Szlovákiában, addig Lengyelországban az autóipari hozzáadott érték teljes gazdasági hozzáadott értékhez viszonyított aránya a 2000-es évek eleje és 2014 között csak kevesebb mint 0,5 százalékponttal nőtt, és a térségi átlagtól elmarad. Ausztriában az autóipar súlya

⁵ Termelési érték alatt az Eurostat SBS-statisztikájának definícióját értjük: termelési érték az árbevétel készletváltozásokkal korrigált iparági szinten aggregált egyenlege.

a hozzáadott értéken belül az 1990-es évek közepe és 2014 között gyakorlatilag stagnált.

Az iparág jelenléte a hozzáadott értékben a vizsgált országok körében Németországban már az 1990-es évek elején is 3 százalék körül alakult (ezzel a legnagyobb volt a vizsgált országok között), a magas arányt Németország meg tudta tartani, sőt tovább is növelte. Ugyanakkor Németország a hozzáadott érték alapján a vizsgált országok körében mára már elveszítette vezetőszerepét. Az EU-s átlaghoz képest a hozzáadott érték tekintetében Csehországban, Magyarországon, Németországban és Szlovákiában felülreprezentált az autóipar.

Az EU autóipari hozzáadott értékéhez a visegrádi országok közül legnagyobb mértékben Csehország járul hozzá 2004 óta. Ezt követi Lengyelország és Magyarország, a sor végén Szlovákia áll. Ez összefüggésben áll a térség országainak méretével is, de a csehországi hozzájárulás nagysága ennek a szempontnak a figyelembe vétele mellett is kiütőköző. 2003 és 2014 között Csehország megközelítőleg 2 százalékponttal növelte az EU-s autóipari termelés hozzáadott értékén belüli részesedését, amit többek között történelmi jellemzőinek (hagyományosan ipari-gépipari ország) és Németországhoz való közelségének is köszönhet.

Németország 2014-ben az európai autótermelés hozzáadott értékének több mint 50 százalékát adta. Ezzel Németország 2000-hez képest európai súlyát több mint 10 százalékponttal tudta növelni az iparágban. A német hozzájárulás erősödése tulajdonítható a német autóipari vállalatok exportorientáltságának, sikeres üzletpolitikájuknak, valamint az olcsóbb munkaerő felhasználását jelentő, Kelet-Közép-Európába történő tevékenységük kiszervezéseinek.

Magyarországon a nemzetgazdasághoz képest az autóipar kiugróan termelékeny, de ez a nagyvállalatok magas termelékenységének a következménye. A méretalapú vizsgálati szempont célja bemutatni azt, hogy a különböző, az autóiparban tevékenységet folytató vállalati méretek milyen munkatermelékenységgel működnek a vizsgált országokban és az EU-ban, és hogy ez hogyan viszonyul az ágazaton belüli átlaghoz, valamint a nemzetgazdaság általános termelékenységéhez. Ennek megállapításához az egyes autóipari vállalatok hozzáadott értékét viszonyítottuk a foglalkoztatottaik létszámához.

A munkatermelékenység mérésével kapcsolatban fontos megjegyezni, hogy az egyes országok között a különbség e területen a tőkésítettség, illetve a tőkeintenzitás eltérő mértékéből adódik, és nem a munkaerő minősége, vagy szervezeti okok következtében. A német tulajdonú vállalkozások magasabb tőkeintenzitású tevékenységet végeznek Magyarországon, mint a magyar tulajdonúak, de alacsonyabbat, mintha Németországban létesítették volna az üzemet. A Németországban adott tőke- és

munkaerőköltség-arányok mellett kifizetődő automatizáció Magyarországon más tőke- és munkaerő-arányok mellett nem feltétlenül az.

Így a visegrádi térség esetét vizsgálva a nagyobb tőkeintenzitás vezet oda, hogy a vizsgált országok közül általában a németországi autóiparban tevékenységet folytató vállalkozások a legversenyképesebbek, a V4-ek területén működő külföldi tulajdonú vállalkozások közepesen versenyképesek, de versenyképesebbek, mint a hazai tulajdonúak, és a legkevésbé a V4-országok valamelyikének többségi tulajdonában álló vállalkozások versenyképesek. A jelenség feloldására a magyar autóipar belföldi hozzáadott értékének és innovációs képességének növekedésére lenne szükség egy hosszabb távú folyamat részeként.

A munkatermelékenységet illetően az EU egészében termelékenyebb az autóipari ágazat a nemzetgazdaság egészének termelékenységénél, és ennek aránya Magyarország esetében a legmagasabb a vizsgált országok körében. Ebből következik, hogy Magyarországon az iparág az ipari termelésen belül kitüntetett pozícióval rendelkezik, amely befektetési és újraberuházási döntéseknél mérlegelési szempont lehet. Ugyanakkor a nagy termelékenységi előny rámutat arra is, hogy a magyar ipari szerkezet túl koncentrált és érdemes lenne diverzifikálni, hogy egy esetleges autóipari „sokk” esetén a gazdaság nagyobb veszteség nélkül maradjon versenyképes.

Az adatok alapján általános érvényűen megállapítható az is, hogy bármelyik országot vizsgáljuk, a méretgazdaságossági szempontokból kifolyólag a nagyvállalkozások munkatermelékenysége jóval nagyobb, mint bármely kisebb vállalkozásé. Magyarországon a kkv-k termelékenysége azonban jobban elmarad a nagyvállalatokétól, de ez részben a nagyvállalatok kiugró munkatermelékenységének az eredménye.

A nemzetgazdasági termelékenységhez viszonyítva a kiugró magyar értéken túl csak Németországban és Ausztriában több mint másfélszer termelékenyebb az autóipar. A vállalati méret szerinti összehasonlításban a szlovák kkv-k termelékenyebbek, mint a visegrádi térség többi országában, és az osztrák kkv-k a legproduktívabbak a vizsgált országok csoportjában. A nagyvállalatok klaszterében a legkevésbé a lengyelek termelékenyek, de ez összefüggésben áll azzal, hogy Lengyelországban jelentősebb a belföldi piac és több a hazai nagyvállalat. A kisebb vállalkozásokat a nagyvállalatok munkatermelékenységéhez viszonyítva a szlovák, a lengyel és az osztrák üzleti tevékenységek működnek a legkiemelkedőbbben, az uniós átlagnál a magyar, cseh és a német kkv-szektor kevésbé produktív (9. táblázat).

9. táblázat

Egyes vállalatméretek munkatermelékenysége az autóiparban

(2014)

| (EUR/fő/év) | Mikro | Kis | Közép | Nagy | Autóipar | Nemzetgazdaság |
|---------------|--------------------------------------|---------------------|--------|-------------------|----------|-----------------------|
| EU | 68 764 | 37 347 | 47 880 | 73 523 | 68 764 | 55 105 |
| Csehország | 11 079 | 19 730 | 24 872 | 47 556 | 43 694 | 27 712 |
| Lengyelország | 12 178 | 19 369 | 23 671 | 34 057 | 31 963 | 23 171 |
| Magyarország | 21 546 | 18 746 | 23 512 | 49 093 | 45 268 | 20 720 |
| Szlovákia | 14 815 | 30 111 | 30 876 | 41 395 | 39 759 | 30 847 |
| Ausztria | 35 663 | 67 903 | 79 325 | 113 653 | 104 336 | 69 067 |
| Németország | 32 770 | 54 006 | 65 423 | 111 253 | 106 661 | 61 426 |
| | Autóipar / nemzetgazdaság | Mikro / Nagy | | Kis / Nagy | | Közepes / Nagy |
| | Munkatermelékenység | | | | | |
| EU | 125% | 94% | | 51% | | 65% |
| Csehország | 158% | 23% | | 41% | | 52% |
| Lengyelország | 138% | 36% | | 57% | | 70% |
| Magyarország | 218% | 44% | | 38% | | 48% |
| Szlovákia | 129% | 36% | | 73% | | 75% |
| Ausztria | 151% | 31% | | 60% | | 70% |
| Németország | 174% | 29% | | 49% | | 59% |

Forrás: Eurostat (2016) alapján szerkesztve.

Valamennyi vizsgált országban alacsonyabb a belföldi vállalkozások termelékenysége a külföldiekénél, de Magyarországon a legnagyobb a különbség. Magyarországon a legalacsonyabb a visegrádi térségben a belföldi többségi tulajdonú autóiari vállalkozások termelékenysége, itt a külföldi ellenőrzésű autóiari vállalkozások munkatermelékenységének mindössze 36 százalékát adja a belföldieké. A térségben Szlovákiában a legmagasabb a belföldi többségi tulajdonú autóiari vállalkozások termelékenysége, itt a külföldi ellenőrzésű autóiari vállalkozások munkatermelékenységének 67 százalékát adja a belföldieké. A vizsgált országok közül egyedül Németországban nagyobb a belföldi többségi tulajdonú autóiari vállalkozások termelékenysége, mint a külföldi ellenőrzésűeké. Ez azonban következik a német autóipar Európában és világban betöltött pozíciójából (10. táblázat).

10. táblázat

Belföldi és külföldi többségi tulajdonú vállalatok munkatermelékenysége

| (EUR/fő/év) | Belföldi | Külföldi | Arány ⁶ | Külföldiek aránya a hozzáadott értékben |
|---------------|----------|----------|--------------------|---|
| Csehország | 18 863 | 43 069 | 44% | 92% |
| Lengyelország | 19 866 | 36 292 | 55% | 87% |
| Magyarország | 17 553 | 48 124 | 36% | 94% |
| Szlovákia | 24 657 | 36 604 | 67% | 93% |
| Ausztria | 66 469 | 102 163 | 65% | 77% |
| Németország | 105 410 | 55 153 | 191% | 12% |

Forrás: Eurostat (2016) alapján szerkesztve.

6. Az autóipar hatékonysága Magyarországon

Az Eurostat adatbázisa ugyan nem kapcsolja össze a belföldi-külföldi tulajdonlás és a vállalati méret szempontjait, ezért a két ismerv egyidejű elemzése nem lehetséges, de a magyar tulajdon és a kisebb méret között erős kapcsolat lehet. Így a tulajdonosi háttér szempontja esetén is elsősorban a méretbeli különbségek, valamint a méretgazdaságossági szempontok állnak az eltérő termelékenység hátterében és nem a tulajdon nemzetisége. Nem törvényszerű ugyanakkor, hogy a magyar tulajdonú és/vagy kisebb méretű vállalkozások termelékenysége elmarad nemzetközi és/vagy nagyobb társaiktól. Ennek alátámasztására az alábbiakban két innovatív és relatíve magas munkatermelékenységű, magyar tulajdonú autóipari vállalkozást mutatunk be.

A Hajdu Autotechnika közepes, a Csaba Metál részvénytársaság pedig nagyvállalkozás. Mindkét cég arra példa, hogy a magyar tulajdonú vállalkozások között is vannak magas, a külföldi tulajdonú azonos méretű vállalkozások fejlettségét és technológiáját vagy termelékenységét megközelítő példák. Az elmúlt években a két cég érdemben javította helyzetét az értékláncon belül a menedzsment idegennyelv-tudásának javítása és rendelkezésre állása, a minőségbiztosítási rendszereknek történő megfelelés, valamint tanúsítványok megszerzése, más vállalatokkal kiépített személyes kapcsolatok megléte és az ezen keresztül lehetőségek (például export vagy tudástranszfer) maximális kihasználása, továbbá az adekvát vállalatirányítási rendszer bevezetése és használata révén. A Csaba Metál emellett saját telephelyének infrastrukturális fejlesztésével, vállalati kapcsolathálójának fejlesztésével és szakembergárdájának növelésével is tesz azért, hogy felértékelődjön az értékláncon.

⁶ A belföldi és külföldi többségi tulajdonú vállalatok munkatermelékenységének aránya.

A Hajdu Autotechnika a sikeres feljebb lépés érdekében a vállalat tanulási képességét és tevékenységét fejlesztette, végrehajtotta a vállalat tevékenységi körének szétválasztását, képzéseket és tréningeket szervez és a piaci verseny hatékony kihasználásával átvett más beszállítóktól feladatköröket. A felsoroltaknak köszönhetően az egy foglalkoztatottra jutó munkatermelékenységet 2005 és 2011 között a Csaba Metál 3,3-ról 5,2 millió Ft-ra, míg a Hajdu Zrt. 2,2-ről 9,9 millió Ft-ra növelte, tehát mindkettő a sikeres innovációs utat bejáró iparági nagy, illetve közepes vállalatok közé sorolható (Kazainé 2013; Kiss 2013). A Csaba Metál inkább magához viszonyítva fejlődött nagymértékben és az üzletszervezését javította példaértékűen, a Hajdunak pedig a munkatermelékenysége haladta meg 2011-re 3–4 millió forinttal a magyar autóiipari közepes vállalkozások átlagát.

Tanulmányunkban az autóiipar hazai bázisáról primer kutatást is folytatunk, amelynek keretében a NAV társasági adóbevallásának adatbázisát elemezzük. Célunk, hogy az Eurostat makroadatait mikroszintről felépítve ellenőrizzük, illetve a statisztikai torzításokat saját módszertannal kiküszöböljük. A társasági adóbevallásokat a 29-es (közúti járműgyártás) TEÁOR-kódokkal rendelkező vállalkozások körére kérdezzük le, majd a mérlegekből és eredménykimutatásokból a termelési, illetve a hozzáadott értéket becsüljük saját módszertan alapján. A termelési értéket közelítőleg az árbevétellel azonosítjuk (a készletkorrekciókat ezúttal figyelmen kívül hagyjuk), a hozzáadott értéket pedig a személyi jellegű ráfordítások, az üzemi eredmény és az értékcsökkenési leírás összegeként értelmezzük. A kapott adatbázisból a tisztább elemzés érdekében kiszűrjük a tárgyévben nullás árbevétellel vagy negatív üzemi eredménnyel rendelkező, illetve foglalkoztatott nélküli vállalkozásokat.

Adatbázisunkban az autóiipari TEÁOR-kódok alatt 2005-ben 406 vállalkozás szerepelt, amelyek közül a szűréseket (tárgyévi árbevétel, eredmény vagy foglalkoztatás kritérium alapján) követően 246 maradt az elemzésben. A foglalkoztatotti létszám szerint differenciálva 2005-ben 118 mikro-, 64 kis-, 33 közép- és 31 nagyvállalat szerepelt az adatbázisban, megoszlásuk 48, 26, 13 és 13 százalék volt a mintában. A vizsgált 10 éves periódusban az iparági szereplők száma és méret szerinti megoszlása közel azonos maradt, illetve kisebb mértékű eltolódás azonosítható a nagyvállalati szektor irányába.

Tanulmányunkban a munkatermelékenységet a hozzáadott érték és a foglalkoztatás hányadosaként értelmezzük, amelyet ágazati szinten az Eurostat makrostatisztikáiból becsültünk az elemzésbe bevont országok körében. Magyarország esetében a termelés hatékonyságát a NAV adatbázisából kinyert autóiipari vállalkozások aggregált adataiból is kiszámítjuk, majd a kapott eredményeket összevetjük az Eurostat-adataival. A primer kutatás során kapott eredmények némileg eltérnek az Eurostat-számadatokról, ugyanis az eltérő módszertan és az adatbázis tisztítása a számviteli torzítások kiküszöbölésének célját szolgálja. További különbség a módszertanokban, hogy míg az Eurostat- SBS-adatai euróban elérhetőek, addig a NAV

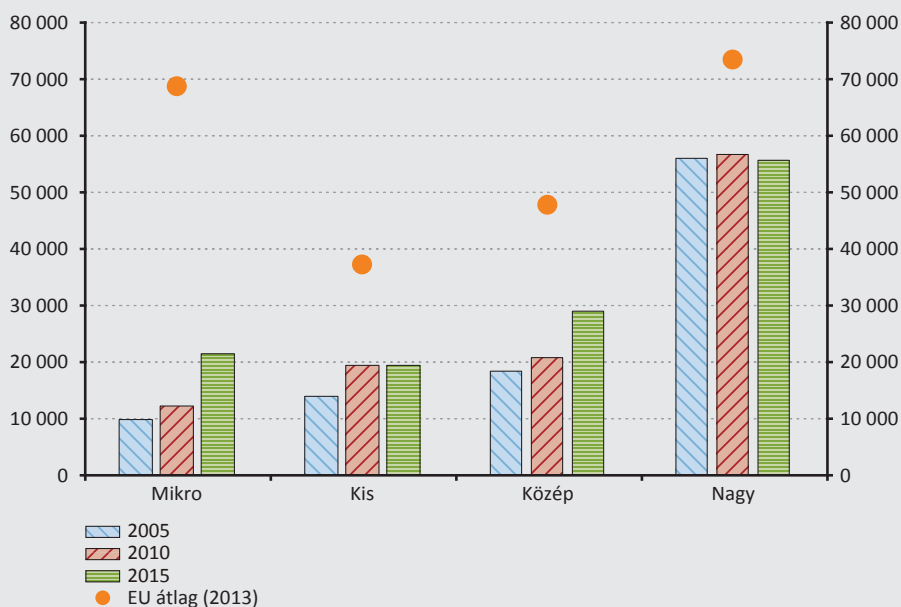
adatbázisa forintban áll rendelkezésre, amelyet az adott időszakra jellemző hivatalos MNB HUF/EUR árfolyammal (2005: 248,05; 2010: 275,41; 2015: 309,90) konvertálunk át a közösségi fizetőeszköze.

A NAV adatbázisából saját módszertannal kapott eredményekből kijelenthető, hogy Magyarországon az autóiparban a méret szerinti differenciálás alapján a munkatermelékenység heterogenitása azonosítható (1. ábra). 2005-ben a kkv-szektor átlagosan közel negyedakkora hatékonysággal termelt, mint a nagyvállalatok, a kkv-k nagyvállalatokhoz mért termelékenysége a vizsgált periódus végére azonban körülbelül 50 százalékra nőtt. A közeledés oka, hogy míg 2005 és 2015 között a mikro-, kis- és középvállalatok lényegesen növelték hatékonyságukat, addig a nagyvállalati szektor termelékenysége kismértékben csökkent. A teljes iparág munkatermelékenységének növekedése azonban elmaradt a kkv-szektor adataitól, ugyanis a korábban említett összetételhatás miatt a kibocsátási súlyok a nagyvállalati szektor irányába tolódtak el.

1. ábra

A hazai autóipari vállalatok munkatermelékenysége

(a foglalkoztatotti létszám szerint differenciálva, EUR/fő/év)



Forrás: A NAV 2016-os társasági adó adatbázisa alapján szerkesztve.

Az autóipar hozzáadott értékének termelési értékben mért aránya a vállalatok iparági értékláncában elfoglalt pozícióját mutatják. A korábban bemutatott – Eurostat-statisztikából számolt – alacsony érték egyrészt az autóipar mint termelési

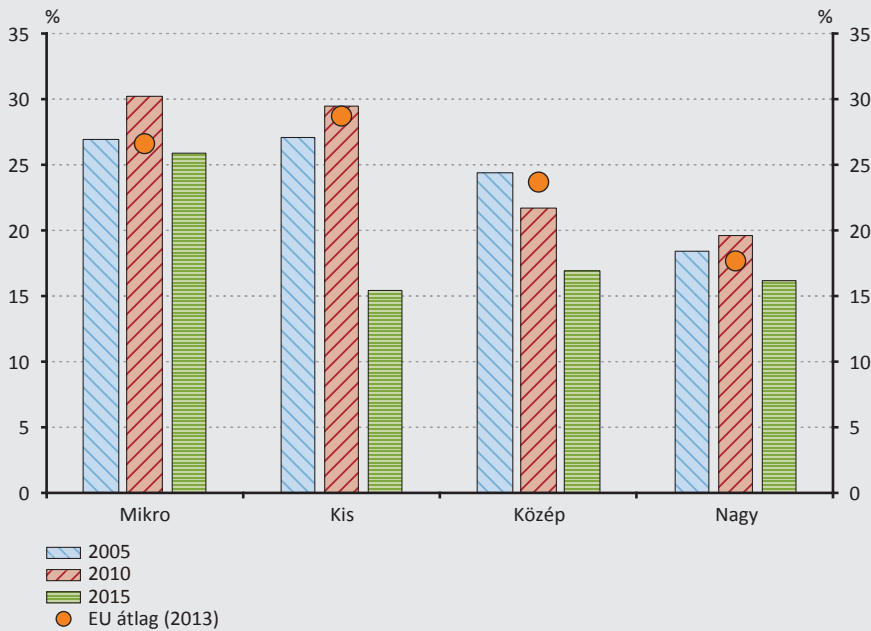
szektor sajátossága (amelyben a beszállítói érték magas részarányt képvisel az árbevételben), másrészt azonban a hazai iparági szereplők értékláncban elfoglalt alacsony pozíciójából fakad. A NAV-adatbázis alapján összességében megállapítható, hogy a magyar autóiipari szektor hozzáadott értéke aggregált szinten csökkent a termelési értékben a vizsgált periódus alatt (2. ábra).

A kis-, a közép- és a nagyvállalati szektor értékei egyaránt csökkentek az elmúlt 10 évben, különösen a kisvállalatok pozíciója romlott drasztikusan, amelyek több mint 10 százalékpontos csökkenést realizáltak. A hozzáadott érték termelési értékben képviselt részarányának csökkenése ágazati trendként is azonosítható, de sokkal inkább a magasabb hozzáadott értékkel rendelkező funkciók V4-térségbe történő telepítésének elmaradásával magyarázható. A számadatokból megfigyelhető, hogy Magyarországon a válság előtti években a kvv-szektorban a hozzáadott érték részarányának növelése volt jellemző, 2009 óta azonban a mikroszegmenst leszámítva ellentétes irányú trend azonosítható.

2. ábra

A hazai autóiipari vállalatok hozzáadott értéke a termelési érték arányában

(a foglalkoztatotti létszám szerint differenciálva)



Forrás: A NAV 2016-os társasági adó adatbázisa alapján szerkesztve.

Amennyiben a mikrovállalkozásoknál kizárólag az 5 fő felett foglalkoztató cégeket vesszük figyelembe, úgy a tulajdonosok személyes közreműködésének hatása kiszűrhető a mintából, illetve hatékonysági mutatókra való befolyásuk minimalizálható. A kapott eredményekből megállapítható, hogy a mikrovállalkozásokat az 5 és 9 fő közötti foglalkoztatotti létszámmal vizsgálva a hatékonysági mutatók érdemi elmozdulása azonosítható. A munkatermelékenység területén az új mintával számolva a hatékonyság 2005-ben 12, 2010-ben 18, 2015-ben pedig 16 százalékkal csökkent a teljes mintához viszonyítva, így a kis foglalkoztatókat kiszűrve a produktivitás visszaesése tapasztalható. A hozzáadott érték termelési értékben mért nagyságában szintén lényegi eltéréseket tapasztalhatunk a minta szűkítésével, a változás azonban nem egyirányú. 2005-ben és 2010-ben megközelítőleg 3 százalékos növekedés mutatható ki, míg 2015-ben több mint 4 százalékos visszaesés tapasztalható.

Összességében megállapítható, hogy a primer kutatás során kapott eredmények a módszertani eltérések ellenére összhangban állnak az Eurostat-mutatókkal, a NAV adatbázisa alapján folytatott kutatás megerősítette korábbi megállapításainkat. A termelékenységi mutatóban primer kutatással igazoltuk feltevésünket, miszerint a mikro-, kis- és középvállalatok közel azonos produktivitással bírnak, amely napjainkban a nagyvállalatok hatékonyságának a felét sem éri el. A lemaradás mértéke azonban számottevően csökkent a vizsgált 10 éves periódus alatt, a kkv-szektor termelékenységi szintje közelít a stagnáló produktivitású nagyvállalatokéhoz.

7. Összegzés

Az autóipar Európában és globálisan egyaránt jelentős, növekvő súlyú ágazat, amely az egyes országokban eltérő gyökerekkel rendelkezik, a KKE-régióban azonban a rendszerváltozást követően folyamatosan növekvő súllyal bír. Az autóiparon belül a XX. század végétől egyfajta relokalizációs folyamat azonosítható, amelynek következtében a termelési értéklánc egyes szegmenseit a nyugat-európai végtermékgyártók Kelet-Európába telepítették. A folyamat megvalósítására egyrészt lehetőséget kínált a rendszerváltozás a volt szocialista államokban, másrészt az szükségessé is vált a piac költségcsökkentési nyomásának köszönhetően.

Az alapított leányvállalatok jellemzően alacsonyabb hozzáadott értékű, manuális összeszerelő tevékenységeket végeztek, a fejlesztési funkciók pedig az anyavállalat hatáskörében maradtak. A relokalizáció motivációja az olcsó munkaerő, valamint a felvevőpiacok közelsége volt, mindemellett pedig a rugalmas munkaerőpiac és munkaerőpiaci szabályozás, az olcsó ipari telephely (ingatlan), illetve a kedvező adózás is telepítési tényezőként említhető. A térség költség- és versenyelőnye az azóta eltelt negyedévszázad alatt is megmaradt, mértéke azonban csökkent a globális piacon.

A V4-térségben (és egyben Magyarországon) az autóipar termelékenysége mélyen az uniós átlag és főleg a centrum területek (Németország, Ausztria) produktivitása alatt helyezkedik el. Mindennek oka, hogy a hazai vállalatok technológiai és méretgazdaságossági hátrányt szenvednek el, illetve az értékláncban elfoglalt pozíciójukból kifolyólag alacsony hozzáadott értékű tevékenységeket látnak el. A 2008-as gazdasági válság óta az autóipari OEM-ek számos – magasabb hozzáadott értékkel rendelkező – tevékenységet visszatelepítettek a centrumtérségekbe, illetve a periferiatérségekbe tervezett kiszervezéseket leállították.

Az autóipar jövője a V4-térségben elágazási ponthoz érkezett, és alapvetően két irányba mutat. Első lehetőségként az ágazat extenzív fejlesztésével az eddig betelepített összeszerelő üzemek száma és termelési volumene bővíthető, ezek azonban továbbra is alacsony hozzáadott értékű funkciók ellátásával és a fejlesztési tevékenységek hiányával járnak együtt, amelyhez a jövőben az alacsony bérszínvonalú munkaerő biztosítása egyre nagyobb kihívások elé állítja a fogadó régiókat. Másik irányként az iparág intenzív fejlesztése kerülhet előtérbe, amely az összeszerelő tevékenységek helyett a hazai beszállítói bázis megerősítésével, illetve a fejlesztési funkciók integrálásával járna együtt. Az intenzív irány a kvalifikált munkaerő alkalmazása irányába tereli a vállalatokat, illetve fejlesztési tevékenységek ellátására serkenti az ágazati szereplőket. Mindehhez nélkülözhetetlen a K+F-infrastruktúra fejlesztése és a fejlesztésekben résztvevő humán erőforrás képzése, amely a jövő kihívásaként jelenik meg a V4-országok kormányzatai és vállalatai előtt.

Felhasznált irodalom

- Bigos, P. – Kiss, I. (2005): *Development of Automotive Industry in Slovakia*. Transfer inovácií – TU Kosice, Vol.8: 3–8.
- Chanaron, J. J. – MacNeill, S. (2005): *Trends and drivers of change in the European automotive industry: (I) mapping the current situation*. International Journal Automotive Technology and Management, Vol.1: 83–105.
- Dicken, P. (1998): *Global Shift. Transforming the World Economy*. Paul Chapman Publishing, London.
- Dicken, P. (2007): *Global shift. Mapping the changing contours of the world economy*. SAGE Publications, 5th edition, London.
- Dominek Ákos (2012): *Járműipari klaszterek a kelet-közép-európai térségben*. In: Rechnitzer János – Smahó Melinda, (szerk.): *A járműipari beszállítói hálózat Kelet-Közép-Európában és Magyarországon*, pp. 193–215. <http://zoldhajtas.sze.hu/downloadmanager/details/id/5890/m/4446> Letöltés ideje: 2016. november 2.

- Dunning, J. (1988): *The Theory of International Production*. The International Trade Journal, Vol. 3:269–296.
- Florida, R. – Sturgeon, T. J. (2000): *Globalization and jobs in the automotive industry*. Industrial Performance Centre, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge. <https://ipc.mit.edu/sites/default/files/documents/00-012.pdf> Letöltés ideje: 2015. június 20.
- Gauselmann, A. – Knell, M. – Stephan, J. (2010): *Investment motives of FDI into Central East Europe*. 11th Bi-Annual Conference of European Association for Comparative Economic Studies, Comparing Responses to Global Instability, 26–28 August, 2010, Tartu.
- Gelei Andrea (2006): *Beszállító-típusok és azok alapvető kompetenciái a hazai autóipari ellátási láncban*, Budapesti Corvinus Egyetem. http://phd.lib.uni-corvinus.hu/10/1/gelei_andrea.pdf Letöltés ideje: 2016. november 2.
- Gelei Andrea – Venter Lóránt – Gémesi Károly (2011): *A multinacionális vállalatok a járműgyártás iparágban*. In: Chikán Attila, (szerk.): *A multinacionális vállalatok hatása a hazai versenyre és a versenyképességre*, BCE Versenyképesség Kutató Központ, Budapest, pp. 179–232.
- Grosz András (2012): *Az autóipar klaszteresedése Magyarországon*. In: Rechnitzer János – Smahó Melinda, (szerk.): *A járműipari beszállítói hálózat Kelet-Közép Európában és Magyarországon*, pp. 216–243. <http://zoldhajtas.sze.hu/downloadmanager/details/id/5890/m/4446> Letöltés ideje: 2016. november 2.
- Humphrey, J. – Memedovic, O. (2003): *The Global Automotive Industry Value Chain: What prospect for upgrading by developing countries*. UNIDO, Vienna.
- Kazainé Ónodi Annamária (2013): *Mosógéptől a kipufogó rendszerig: készségek és képességek – a Hajdu Zrt. esete*. In: Ábel István – Czakó Erzsébet, (szerk.): *Az exportsiker nyomában*, Alinea Kiadó, Budapest, pp. 155–168.
- Kiss János (2013): *Csaba Metál: exportsikerek a kukoricaföldek szomszédságában*. In: Ábel István – Czakó Erzsébet: *Az exportsiker nyomában*, Alinea Kiadó, Budapest, pp. 169–175.
- Lefilleur, J. (2008): *Geographic Reorganization of the European Automobile Sector*. Eastern European Economics, Vol. 5:69–91.
- Lung, J. (2004): *The changing geography of the European automobile system*. Automotive Technology and Management, Vol. 2–3:137–165.
- Lux Gábor (2010): *Dezintegráció és újraszerveződés a Nyugat-Balkán iparágban*. In: Horváth Gyula – Hajdú Zoltán, (szerk.): *Regionális átalakulási folyamatok a Nyugat-Balkán országokban*, MTA Regionális Kutatások Központja, Pécs, pp. 363–383.

- Palócz Éva (2016): *A magyarországi bérfelzárkózás tartalékai és korlátai*. In: Kolosi Tamás – Tóth István György, (szerk.): TÁRKI 2016 Társadalmi Riport, pp. 13–32. Elérhető: <http://www.tarki.hu/hu/publications/SR/2016/01palocz.pdf> Letöltés ideje: 2016. november 2.
- Pavlínek, P. – Domański, B. – Guzik, R. (2009): *Industrial Upgrading through Foreign Direct Investment in Central European Automotive Manufacturing*. European Urban and Regional Studies, Vol. 1: 43–63.
- Porter, M. E. (1986): *Competitive Advantages*. The Free Press, New York.
- Porter, M. E. (1998): *On Competition*. The Free Press, New York.
- Radosevic, S. – Rozeik, A. (2005): *Foreign Direct Investment and Restructuring in the Automotive Industry in Central and East Europe*. Working Paper No. 53, University College London, London.
- Torlak, E. (2004): *Foreign Direct Investment, Technology Transfer and Productivity Growth: Empirical Evidence for Hungary, Poland, Romania, Bulgaria and the Czech Republic*. Hamburg Institute of International Economics.
- Wimmer Ágnes (2002): *Üzleti teljesítménymérés*. BKÁE Vállalatgazdaságtan Tanszék. <http://edok.lib.uni-corvinus.hu/35/1/Wimmer17.pdf> Letöltés ideje: 2016. október 27.

Pénzügyi felügyelés a két világháború közötti Magyarországon*

Varga Bence

Jelen tanulmány a két világháború közötti időszak hazai pénzügyi felügyelési gyakorlatát vizsgálja, középpontba helyezve a gazdasági világválság időszakát, illetve az azt megelőzően alkalmazott és annak következményeként átalakult felügyelési gyakorlatot. A szerző arra keresi a választ, hogy miként változott a Pénzügyi Központ mint felügyelési szerv szerepe 1916. június 1-i megalakulásától kezdődően, voltak-e más intézmények, melyek felügyelési feladatokhoz kapcsolódó funkcióval bírtak, továbbá milyen felügyelési eszközök alkalmazására került sor hazánkban a gazdasági világválság időszakában. A tanulmány arra törekszik, hogy a korabeli gazdasági viszonyokat, a pénzügyi intézményrendszer helyzetét elsősorban a korabeli szellemiségnek megfelelően, a kor szakértőinek véleménye alapján mutassa be.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: B20, G28, N24, N94

Kulcsszavak: pénzügyi válság, gazdasági válság, pénzügyi felügyelés, Pénzügyi Központ

1. Bevezetés

Magyarországon az első, integrált felügyelési „csúcsszerv” megalakulására az első világháború ideje alatt, 1916. június 1. napjával került sor, ekkor jött létre a Pénzügyi Központ. Ennek létrehozatala rendkívüli eredménynek számított, hiszen a korábban változó szervezeti formációkban (pl. érdekképviseleti jelleg) jelenlévő és esetlegesen túlzottan kiterjedt tevékenységi körrel rendelkező, egymással rivalizáló felügyelési szervek hatékonysága több esetben megkérdőjelezhető volt. A Pénzügyi Központot ugyanakkor már az integrált működés jellemezte, tevékenységében elsődleges szerepet kapott a felügyelési jelleg, melyet kiegészítettek egyéb, felügyeléshez kapcsolható funkciók (pl. szanálási tevékenység) is.

A Pénzügyi Központ létrejöttét megelőzően, és azt követően is, rendszeresek voltak a működését érintő szakmai viták, javaslatok, de tevékenységét gyakran érték támadások is. A Pénzügyi Központot feladatának ellátásában kihívások elé állították

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Varga Bence a Magyar Nemzeti Bank Hitelintézetek felügyeleti igazgatóságának vezető felügyelő munkatársa. E-mail: vargabe@mnbb.hu.

A szerző köszönettel tartozik Dr. Kovács Györgynek a tanulmánnyal kapcsolatban nyújtott hasznos észrevételeiért.

A kézirat első változata 2016. szeptember 27-én érkezett szerkesztőségünkbe.

a korabeli kül- és belpolitikai események, ti. az első világháború és következményei, majd az azt követő orosz-szovjet mintára kiépített tanácsköztársasági államforma, a gazdasági világválság és a második világháborút megelőző fegyverkezés egyaránt hatással voltak működésére. Nem meglepő tehát, hogy ezen események hatására számos reformjavaslat született a Pénzügyi Központ tevékenységével összefüggésben, melyekből több kezdeményezést a gyakorlatba is átültettek. Ezek közül egyes reformlépések szükségesnek tekinthetők, mert javították a hazai pénzügyi felügyelés hatékonyságát, előfordultak azonban olyanok is, amelyek sajnálatos módon visszavetették a felügyelési fejlődési folyamatot, és hátráltatták a Pénzügyi Központot felügyelési funkciójának hatékony ellátásában, alapot szolgáltatva ezzel az előforduló kritikáknak, támadásoknak is.

A következőkben bemutatjuk Magyarország pénzügyi intézeteinek első világháborút követő általános helyzetét, a Tanácsköztársaság ideje alatti pénzügyi felügyelési gyakorlat változását, rávilágítunk a Pénzügyi Központ működését érintő reformjavaslatokra, szerepének változására, majd a gazdasági világválság felügyelésre gyakorolt hatását mutatjuk be a Pénzügyi Központ, illetőleg más, felügyelési szempontból megemlítenő intézmény gyakorlatának felvázolásával.

2. A pénzügyi intézetek helyzete az első világháború után

Az első világháború során „az emberi és anyagi erőknél [...] négy és fél eszterdön át tartó koncentrálása az emberi társadalom életének minden területén mély nyomokat hagyott maga után” (Diószegi 1970:122). A zilált gazdasági és pénzügyi viszonyok, a belpolitikai és nemzetközi válság, a hadigazdaságból a polgári gazdálkodásra történő áttérés, valamint a háborúval megindult infláció¹ a hitelintézetek működését is közvetlenül érintette. Példaként említendő, hogy a hitelintézetek saját tőkeállománya az első világháború előtt mintegy 2,8 milliárd pengőt ért el, míg ez a valutastabilizáció időszakában alig 0,4 milliárd pengőt tett ki, az igénybe vett idegen tőke pedig 4,5 milliárd pengőről 0,3 milliárd pengőre csökkent ebben az időszakban (Botos 1994:25).

Az első világháborút követően Magyarországon a megmaradt országrészen 674 bank és takarékpénztár működött, melyek egy részét a szétaprózottság, míg egyes intézményeket a túlméretezettség és a gazdasági életben való meghatározó szerepvállalás jellemezte, mely utóbbi „örökölt” tulajdonság az első világháború előtti hitelszervezet jelentős vonása volt (Incze 1955:277). A pénzügyi intézetek egy részére jellemző szétaprózottság – kiegészülve a közhangulati bankellenességgel – természetesen felvetette az azok összevonásának, koncentrálásának igényét, a megindult

¹ 1914. júliusban volt utoljára azonos az aranykorona és a papírkorona értéke, innentől kezdve a papírkorona értéke a pengő 1927. évi bevezetéséig egyre gyorsabb ütemben romlott: 1914. júliusban 1:01, 1918. júniusban 1:43, 1926. év második felében pedig 1:14 443 (Teleszky 1927:57; Botos 2002:44–68).

összevonások ellenére azonban általános tendenciaként mutatkozott a pénzügyintézetek számának emelkedése az 1920-as évek elején: a hitelintézetek száma az 1924-es időszaki csúcspont idején 962 volt (*Botos 1994:108*). A trianoni békeszerződés hatása a pénzügyintézetek számának alakulására főként a hitelszövetkezeteknél volt tetten érhető, esetükben az 1917. év végén működő 2 430 intézményből 1 562 (64 százalék) került a határon kívülre. Ez a veszteség a hitelszövetkezeti tagok számában mintegy 60 százalékot, takarékbetétekben pedig 41 százalékot jelentett (*Schandl 1938:53*). Az országhatáron kívülre került pénzügyintézetek saját tőkéjének részesedése az 1915. évben működő intézmények saját tőkéjén belül 34 százalékot tett ki, ami nyilvánvalóan a fővárosi pénzügyintézetek túlsúlyát mutatta a vidéki pénzügyintézetekkel szemben (*Ács 1936:324*).² A budapesti koncentráció a trianoni békeszerződést követő években a területi változások következtében szükségszerűen tovább fokozódott, így az 1930. évben az ügyfélbetétek 78 százaléka, a kibocsátott záloglevelek és kötvények 100 százaléka, a nyújtott hiteleknek pedig 92 százaléka kötődött a fővároshoz (*Varga 1928:444*). Az első világháború utáni takaré- és folyószámlabetét-állomány az 1924. év végére is mindössze 16 százalékát érte el a világháború előtti szintnek, és az 1929. év végéig is csak 74 százalékra emelkedett.³ Szintén átalakult a pénzügyintézetek számára rendelkezésre bocsátott hitelkeretek lejáratára is: 1915-ben a teljes hitelkeret 65 százaléka volt hosszú lejáratú, az 1924. év végén mindössze 5 százalék, és 1929-ben is csak 30 százalék (*Incze 1955:279*). Ezáltal jelentősen megnövekedett a hosszabb lejáratú hitelígények kielégítése kapcsán fellépő lejáratösszhang hiányából eredő likviditási kockázat.

Jellemző volt a fővárosi bankok leányintézeteinek határon túli továbbműködése is, mellyel összefüggésben kiemelt szempont volt az ezen intézmények részére történő tőkeközvetítés folytonosságának fenntartása, a korábbi pénzügyi kapcsolatok megtartása, a gazdasági elszigeteltség csökkentése, illetőleg a pénzügyi integritás megőrzése. A határon kívüli működés nem járt feltétlenül negatív következményekkel, hiszen voltak olyan pénzügyintézetek, melyekkel kapcsolatban elmondható volt, hogy *„idegen uralom alá kerültek, ma jobban állanak, mint közvetlenül az elválás után, mivel a tradíció, melynek hordozói, a benne rejlő bizalom és szaktudás [...] nagy erősséget jelent számukra”* (*Hantos 1930:684*).

² A fővárosi pénzügyintézeti koncentráció már az első világháború előtt is jellemezte a hazai hitelszervezetet, a teljes hazai saját tőke és idegen tőke állományának a budapesti bankok rendre 70 százalékát, illetve 79 százalékát tették ki (*Incze 1955:277*).

³ A korona és a pengő vásárlóerő-paritásának különbségét figyelembe véve az arány még kedvezőtlenebb, 74 százalék helyett 57 százalék.

3. Pénzügyi felügyelés a Népköztársaság és a Tanácsköztársaság ideje alatt

Az őszirózsás forradalom után a Pénzintézeti Központ feladata pénzügyi felszámolásokra, illetőleg ezen intézményeknél lévő értékpapírok eladására és alapszabály-ellenes hitelfolyósítások esetleges megakadályozására terjedt ki (*Jakabb et al. 1997:52*). A Pénzintézeti Központ – több pénzügyi háttérű intézményhez (pl. Országos Központi Hitelszövetkezet, Magyar Takarékpénztárak Központi Jelzálogbankja, Kisbirtokosok Országos Földhitelintézete stb.) hasonlóan – a Takarékpénztárak és Bankok Egyesületének (TÉBE) tagjává vált, tevékenysége szorosan összekapcsolódott a TÉBE működésével, minthogy több pénzügyi intézménnyel kapcsolatos feladatot (pl. fogyasztóvédelemmel összefüggésben) a TÉBE látott el. A Tanácsköztársaság ideje alatt – az oroszországi tanácsköztársaság mintájára – a bankok, majd később a biztosítótársaságok és nyugdíjpénztárak is állami kézbe kerültek, egy adott intézmény államosítása akkor volt befejezettnek tekinthető, ha a Pénzintézeti Központ által kiküldött ellenőr annak revízióját befejezte.

A Pénzintézeti Központ ügyvezetésére az egyszemélyes vezetés politikájának megvalósításaként ún. népbiztost (majd később üzletbiztost) bízták meg, annak teljes igazgatóságát pedig megszüntették, a kitűzött cél szerint a Pénzintézeti Központot a Tanácsköztársaság vezető bankjává kívánták emelni. A népbiztos (majd később üzletbiztos) mellett ellenőrző munkatanács és bizalmi testület is működött a Pénzintézeti Központ szervezetén belül, melyek együttesen irányították annak tevékenységét. Az államosított bányák, közlekedési, kereskedelmi és iparvállalatok stb. ellenőrzésére 11 szakcsoport alakult a revizori osztályon belül. Már a Tanácsköztársaság időszakában megindult az a folyamat, mely később sajnálatos módon még tovább fokozódott, hogy tíz számos olyan funkcióval is bővült a Pénzintézeti Központ tevékenysége, melyek közül több feladat semmilyen formában nem tartozott eredeti feladatkörébe, illetőleg egyes funkciók pénzügyi intézményekhez sem kötődtek. Példaként említhető a köztulajdonba került üzemek pénzügyeinek kezelése és ellenőrzési feladatainak ellátása, vagy a fiatal házaspárok részére meghirdetett bútortulajdonosi akció pénzügyi lebonyolítása, melyre a Pénzintézeti Központon belül külön bútortulajdonosi osztály létesült (*Jenei 1970:39-45*). A Tanácsköztársaság ideje alatt a pénzügyi intézmények ellenőrzésének feladatát átmenetileg a Pénzintézeti Direktórium vette át, tagjai ugyanakkor jelentős részben a Pénzintézeti Központból kerültek ki (*Csury-Marosi 1931:194*), a Direktórium 1919. júniusban történt felszámolását követően azonban az ellenőrzést ismét a Pénzintézeti Központ látta el. A pénzügyi intézmények államosításokkal összefüggésben a lefolytatott revíziók – s ezzel párhuzamosan a revizorok – számában jelentékeny növekedés volt tapasztalható, az országot 56 ellenőrzési körzetre osztották, a pénzügyi intézmények irányítására és ellenőrzésére a körzetek megbízottait nevezték ki. A pénzügyi intézmények működésének és ügykezelésének felülvizsgálatára kiküldött 60 ellenőr tevékenysége azonban nem járt minden esetben számottevő

eredménnyel, továbbá a vidéki pénzintézetek rendszeres ellenőrzését sem sikerült biztosítani. A sikertelenség mögött nyilvánvalóan szerepet játszott az átvett mennyiségi szemlélet, ugyanis az ellenőröknek relatíve rövid idő alatt kellett széles pénzintézeti kört revízió alá vonni. Példaként említendő, hogy a nyugdíjtársaságok esetében a Pénzügyi Központnak 216 társaságot kellett megvizsgálnia, ebből 3 hónap alatt 60 revízió fejeződött be, ami ugyanakkor szintén jelentékenynek tekinthető. A vizsgált intézményi körnél előforduló hiányosságok elsősorban a vagyon- és ügykezeléssel, valamint az alapszabály tartalmával voltak kapcsolatosak, és rávilágítottak arra a körülményre, hogy számos társaság esetében a pénzügyi életképesség nem biztosított, ezért felszámolásuk vagy pedig más társaságba történő beolvastásuk indokolt. A pénzintézeteket tekintve a Pénzügyi Központ 163 intézménynél felszámolási, valamint számos esetben fúziós eljárást is indított, melyeknek oka azonban elsősorban nem a hazai pénzintézeti szektor túlméretezettségének, „töredezettségének” megszüntetésében keresendő, hanem abban az ideológiai állásfoglalásban, mely szerint a meglévő tulajdonságokkal rendelkező pénzintézeti rendszerre a Tanácsköztársaság gazdasági rendjében nem volt szükség (Jenei 1970:48-52). A meghozott intézkedések befejezésére, az eljárások lezárására a Tanácsköztársaság bukása miatt azonban nem került sor.

4. A pénzügyi felügyelést érintő kezdeti reformok

Az első világháború után a nagyobb lakossági bizalom elérése és a pénzintézetek működésében rejlő likviditási kockázatok mérséklése miatt az ellenőrzésekre nagyobb hangsúly tevődött, a Pénzügyi Központ által lefolytatott vizsgálatok száma 1918 és 1929 között közel ötszörösére, 189-ről 912-re növekedett (Jakabb et al. 1997:117). A fokozott ellenőrzésre szükség is volt, hiszen az első világháborút követően újjáéledt bankellenes hangulat ezt szükségessé tette. Ruppert Rezső ellenzéki képviselő 1922-ben – eltúlozva a korabeli helyzetet – már magyarországi bankáruralomról beszélt: „Látjuk, hogy ez a nagy bankárszervezet, amely vezeti a mi belső politikánkat, irányítja a mi külső politikánkat is [...], diktálja ma minden lépésünket, diktálja nemcsak politikai, hanem gazdasági életünk lépéseit is”.⁴ A gyakoribbá váló vizsgálatokat indokolta azon jelenség is, hogy tí. a pénzintézetek az első világháború évei alatt, és részben azt követően is – a hagyományosnak tekinthető banki műveleteiket átmenetileg háttérbe szorítva – áruüzletekkel kapcsolatos haszon elérése érdekében is folytattak tevékenységet. Ennek megjelenésében közrejátszott, hogy a háborús időszakban a pénzintézetek kihelyezési lehetőségeinek jelentős beszűkülése volt tapasztalható, így például a világháború a záloglevél-hitelezést is rendkívül súlyosan érintette, hiszen a háború következtében a legfőbb (főként osztrák, németországi, holland, svájci és francia) záloglevélpiacok beszűkültek (Neubauer 1918:22-24). Ezenkívül a kiteljesedő infláció is visszaszorításra ösztönözte – a ha-

⁴ Az 1922. június 19. napjára összehívott nemzetgyűlés naplója, XXVI. kötet, 35. oldal alapján

gyománys hitelezés mellett – a záloghitezést, a befektetők számára ugyanis Magyarország a rendezetlen pénzügyi viszonyok miatt nem volt vonzó lehetőség, ezért a záloghitelezés érdemben csak a pénzügyi stabilizációt követően indulhatott meg (Kovács 2006:89). Különösen az első világháborút követően hatott ösztönzőleg az alternatív tevékenységek végzésére, hogy a záloglevelek mögött álló hazai kölcsönfelvevők nemzeti valutában fizették a törlesztéseket, míg ezt a bankoknak eredeti devizanemben kellett megtenniük, ami jelentékeny árfolyamkockázatot jelentett.

A Pénzügyi Központ működésének első világháborút követő ideje alatt is számos reformon esett át, a világháború, majd a trianoni békeszerződés után az elcsatolt országrészek kapcsán fellépő ismétlődő, nagy arányokat öltő, sok esetben válságos gazdasági ügyek miatt ismét előtérbe került az igény a pénzügyi felügyelés erősítésére, feladatkörének bővítésére. A Pénzügyi Központ szerepének erősödéséhez az is hozzájárult, hogy a később kiteljesedő infláció már 1918-ban is jelentős méreteket öltött, ti. *„a készpénzkészlet [...] mérhetetlenül felszaporodott, úgy hogy annak következtében alig lehet belátni”* (Neubauer 1918:22), ami a pénzügyi destabilizáción keresztül a bankrendszer helyzetére is hatással volt. A reformok szükségességét illetően fontos hangsúlyozni, hogy a Pénzügyi Központ megalakulásával kapcsolatban jelentős ellenállás, tevékenységével, működésének hatékonyságával összefüggésben pedig fenntartás mutatkozott. Egyes, meglehetősen szélsőséges vélemények szerint a Pénzügyi Központ eredeti funkcióját nem volt képes ellátni: *„vérszegénysége”* miatt működésére *„semmi szükség nincsen”*, az államkincstár által a veszteségi tartalékalap⁵ képzése céljából befizetett 25 millió korona pedig *„veszendőnek lett szánva”* (Neubauer 1918:33). Hasonló jellegű „nyomásgyakorlásnak” tudható be vélhetően az is, hogy a Pénzügyi Központ működésének idejét kezdetben mindössze 5 évben állapították meg, majd a bizalom megszilárdulásának, tevékenysége sikerének jeleként 1918-ban működését határozatlan időre meghosszabbították.⁶ Érdemi változást jelentett, hogy míg 1916-ban a revízió hitelfelvétel vagy önkéntes kérelem alapján történt, addig 1920-ban a vizsgálat hatóköre már kiterjedt mindazon tagokra is, akiknek saját tőkéje 40 millió korona alatti.⁷ A kötelező ellenőrzés körének saját tőke általi korlátozását az indokolta, hogy a revizori szervezet ekkor még nem volt kellően kiépített, és egy komplex üzleti tevékenységet végző pénzügyi átfogó ellenőrzése rendkívül nagy apparátust igényelt volna, mely ekkor még nem állt rendelkezésre (Jakabb et al. 1997:57). A revizori szervezet kiépítését gátolta, hogy korábban revizori állást a legtöbben csak „mellékfoglalkozásként” töltötték be, kevés számú „főállású” revizor állt alkalmazásban, amihez vélhetően hozzájárult a revizorokat érintő, némileg negatív közfelfogás, valamint

⁵ A veszteségi tartalékalap létrehozásának célja a háborús körülmények és a gazdasági recesszió következtében rendkívül nehéz helyzetbe kerülő intézmények, valamint a közérdekből segíelyezni indokolt intézmények támogatása volt.

⁶ 1918. évi XV. törvénycikk a Pénzügyi Központról szóló 1916. évi XIV. törvénycikk egyes rendelkezéseinek módosításáról, 1. § alapján

⁷ 1920. évi XXXVII. törvénycikk a Pénzügyi Központról 10. § alapján

a külföldről származó, a revizori foglalkozásra vonatkozó elrettentő híresztelések, pl. Angliában előfordult, hogy két év kényszermunkára ítélték egy revizort, miután tevékenységével kapcsolatban a bíróság anyagi kárt okozó mulasztást állapított meg (Éber 1912:60).

Az ellenőrzött intézmények körének további kibővítése érdekében 1921. január 1-től kizárólag a Pénzintézeti Központ tagjai fogadhattak el betétet vagy kezelhettek közpénzeket, melyeknél viszont a Pénzintézeti Központ kötelezően ellenőrzést folytatott (Tomka 2000:94). Ezen körülmény a Pénzintézeti Központ szerepét, gazdasági súlyát jelentősen erősítette, illetve a még nem tag pénzügyi intézményeket a belépés felé terelte. A belépést illetően további ösztönzést jelentett, hogy a közintézmények számára csak olyan kezesség elfogadása volt megengedett, melyet a Pénzintézeti Központ tagja vállalt. Kezdeményezés született a tagság megszüntetésének Pénzintézeti Központ igazgatósága általi előzetes írásbeli engedélyhez kötéséről, azonban, feltételezve ennek a jövőbeni belépéseknél várhatóan tapasztalható visszatartó erejét, a kezdeményezés nem nyert szélesebb körben támogatást (Hantos 1916:80). Vélhetően az első világháború finanszírozásával összefüggő nehézségek, a kiteljesedő infláció, valamint a költségvetési hiány fedezése miatt került az 1920. évi módosított törvénybe, hogy a Pénzintézeti Központ „közreműködik az állam hitel-szükségletének kielégítésében, és ellátja az államadósságokkal kapcsolatos azokat a tennivalókat, amelyekkel a pénzügyminiszter megbízza”⁸. A Pénzintézeti Központ funkciójának erősödését mutatta azon körülmény, hogy a 40 millió koronánál nem nagyobb saját tőkével rendelkező pénzintézetek alaptőkéjének emelése és a pénzintézetek székhelyének áthelyezése 1920-tól a Pénzintézeti Központ előzetes hozzájárulásához volt kötve.⁹ Szintén a két világháború közötti időszakra tehető az a pénzintézeti ellenőrzés szempontjából kiemelkedő eredmény, hogy 1925-től kezdődően a Pénzintézeti Központnak tagintézményei körében lehetősége volt legalább éves rendszerességgel vizsgálatot folytatnia (Jakabb et al. 1997:12).

A kor elméleti-módszertani elveinek fejlettségét mutatja, hogy már az 1916. évi Pénzintézeti Központról szóló törvény is egyik fő feladatának jelölte meg a pénzügyi egészséges fejlődése érdekében a pénzintézetek ügyvitele és ügykezelése tekintetében történő közreműködést, hogy az „lehetőség szerint egyöntetű elvek alapján helyezzék és célszerűen vitessék, továbbá, hogy a(z) [...] intézetek ügyvitelében a természetüknek és a közgazdaság követelményeinek megfelelő elvek érvényesüljenek”.¹⁰ Ez a megközelítés érvényes a jelenleg is alkalmazott felügyelési módszertanra, amely az ún. „egyenlő bánásmód elve”, illetve – a megközelítés második részét tekintve – az „arányosság elve” néven vált elterjedtté a modern felügyeleti

⁸ 1920. évi XXXVII. törvénycikk a Pénzintézeti Központról, 1. § (5) bekezdés alapján

⁹ 1920. évi XXXVII. törvénycikk a Pénzintézeti Központról, 16. § alapján

¹⁰ 1916. évi XIV. törvénycikk a Pénzintézeti Központról, 5. § (4) bekezdés alapján

szakirodalomban, ezen alapelvek a piac számára biztonságot, kiszámíthatóságot jelentenek, és ezáltal fontos részét képezik a felügyelési gyakorlatnak.

5. A Pénzintézeti Központ szerepének változása a gazdasági világválságot megelőző időszakban

A Pénzintézeti Központ tevékenységi körében idővel megjelentek olyan feladatok is, amelyek nem, vagy csak részben kapcsolódtak pénzügyi intézményekhez. Ehhez alapot szolgáltatott a Pénzintézeti Központtól szóló 1920. évi XXXVII. törvénycikk, mely alapján „részt vehet közhasznú és közérdekű vállalkozásokban és közreműködhetik közgazdasági célú intézmények pénzügyi és adminisztratív ügyeinek intézésében, úgyszintén ilyen intézmények ügyeinek lebonyolításában”¹¹, ezek mellett tevékenysége kiegészült közgazdasági célú intézmények pénzügyi és adminisztratív ügyeinek kezelésével. Ennek keretében számos iparvállalat alapításában töltött be kezdeményező szerepet, például az 1925-ben alapított Fuvarhitelintézet Rt. esetében, mely létrehozásának egyik fő célja a záloggal fedezett fuvarhitelezési forgalom bevezetése volt, illetőleg részt vett a Molinum Malomipari Rt. alapításában is (*Jenei 1970:37*), továbbá az intézmények alapításának kezdeményezéséhez, ügykezeléséhez kapcsolódóan azokban sok esetben részesedéssel is rendelkezett. A Pesti Victoria Gőzmalom és érdekeltségi körébe tartozó malomvállalatok (mintegy 23 vállalat) fizetéképtelenségét megakadályozandó szanálás lebonyolítására az 1926. évben szintén a Pénzintézeti Központ került kijelölésre (*Jakabb et al. 1997:73*). A szanálással összefüggő feladatok, a malomvállalatok rendelkezésére bocsátott anyagi támogatás jelentősen igénybe vette a Pénzintézeti Központ erőforrásait. Az első világháborút megelőzően is jellemző volt a hazai bank- és ipari szektor hitelnyújtás útján történő összefonódása, a háborút követően ez a kapcsolat a részvényesi és kötvénykibocsátói oldalról még szorosabbá vált, és ebben a szerepkörben a bankok mellett a takarékpénztárak is részt vettek (*Hantos 1930:677*). A banki- és ipari szektor összefonódása ugyanakkor megalapozta, hogy a későbbiekben a Pénzintézeti Központ feladatköre ne kizárólag a pénzintézetek, hanem az ipari vállalatok ellenőrzését érintő feladatok ellátására is kiterjedjen. A Pénzintézeti Központnak a záloghitelezési tevékenységgel kapcsolatban is számos feladata volt, melyek közül megemlítenéd, hogy a búzaértékre szóló záloglevél-kibocsátás 1923-tól kezdődő időszakában a búzaátszámítási árfolyamok közzététele is feladatai közé tartozott, valamint az ún. „trustee”¹² feladatkörével is a Pénzintézeti Központot (1928-ig a Pesti Magyar Kereskedelmi Bankkal együttesen) bízták meg, így a szerződéses feltételek betartásának a záloglevelek teljes kivonásáig történő időszaki ellenőrzését is elvégezte, ami mutatta az irányában fennálló nemzetközi bizalom növekedését.

¹¹ 1920. évi XXXVII. törvénycikk a Pénzintézeti Központtól, 1. § (7) bekezdés alapján

¹² A kötvénybirtokosok érdekeinek képviselőjére hivatott bizalmi személy. Ezen funkciót a Pénzintézeti Központ a „trustee” intézményének a hazai jogrendbe való beépüléséig (az 1928. évi XXI. az ipari záloglevelekről szóló törvénycikk alapján) megbízás keretében látta el.

1924-ben kezdődött az állampénzügyek szanálására és a pénz értékének stabilizálására irányuló intézkedések meghozatala¹³, amelyek az ún. „takarékkorona” mint számolási érték bevezetésével¹⁴, a költségvetési kiadások visszaszorításával, valamint a közszolgáltatások rendszerének átdolgozásával¹⁵ valósultak meg. A Pénzügyintézeti Központ tevékenysége ezzel összefüggésben is bővült, ti. a „takarékkorona” bevezetésével kapcsolatban a számolási érték alapján történő elszámolás, illetve ennek pénzügyintézeti ellenőrzése is feladatai közé tartozott. Mindezen többletfeladatok – ha számos esetben kapcsolódtak is eredeti feladatköréhez – nyilvánvalóan erőforrásokat vontak el, és korlátozták felügyelési tevékenységének ellátását, melynek tükrében nem meglepő módon fogalmazódott meg a korabeli szakvéleményben, hogy a Pénzügyintézeti Központ működését tekintve az „eredeti elgondolástól némileg eltávolodott” (*Rassay 1933:421*). A Pénzügyintézeti Központ létrehozási céljának megfelelő, az 1916. évi XIV. törvénycikk alapján meghatározott rendeltetéséhez való visszatérés belső igényen is nyugodott, az igazgatóság részéről ez folyamatos egyeztetés tárgya volt.

A Pénzügyintézeti Központ alapításakor megfogalmazott elgondolások előtérbe kerülését jelentette az 1926. évi XIII. törvény, mely alapján kiszélesedett a vizsgálat alá vont intézmények köre, a Pénzügyintézeti Központ ugyanis felülvizsgálatot tarthatott a „pénzváltóüzlettel foglalkozó kereskedelmi cégeknél, valamint értékpapírkereskedőknél közhiteli szempontból”.¹⁶ Az 1926. évi XIII. törvény lehetőséget biztosított a Pénzügyintézeti Központ tagjainak, hogy ne kizárólag csődhelyzet esetén, hanem olyan helyzetben is forrásokhoz jussanak, amikor hitelszükségletük kielégítése nehézségekbe ütközik. Pénzügyintézetekhez kapcsolódó feladatainak bővülését jelentette, hogy a törvénycikk alapján a pénzügyintézetek egyesülésének lebonyolításában a Pénzügyintézeti Központ jelentős mértékben közreműködött.¹⁷ Szintén a pénzügyintézetekhez köthető feladataihoz tartozott, hogy a bankok konzorcium formájában történő kezesség vállalásához is (az Országos Központi Hitelszövetkezettel közösen) bizonyos esetben viszontgaranciát vállalt (*Botos 1994:132-145*), például 1928-ban a megalakuló Magyar Export Intézet által felvett, egy amerikai pénzcsoport részéről folyósított 5 millió dollár összegű hitel visszafizetéséért a pénzügyintézetek által vállalt kezességeket támasztotta alá viszontgaranciával. Ugyanakkor tovább bővült a Pénzügyintézeti Központ nem pénzügyi intézményekhez köthető feladatainak sora is, 1926-tól ugyanis

¹³ Ekkorra ugyanis az infláció mértéke a stabilizáló intézkedések bevezetését szükségessé tette, az 1924. évben mindössze három hónap alatt a bankjegyforgalom közel háromszorosára, de már korábban, az első világháború időtartama alatt is mintegy tízszeresére emelkedett (*Jakabb et al. 1997:68*).

¹⁴ 1924. évi X. törvénycikk a korona értékcsökkenésének megállítására irányuló egyes intézkedésekről, 1. § alapján

¹⁵ 1924. évi IV. törvénycikk az államháztartás egyensúlyának helyreállításáról

¹⁶ 1926. évi XIII. törvénycikk a Pénzügyintézeti Központtról szóló 1920. XXXVII. törvénycikk egyes rendelkezéseinek módosításáról, 1. § (1) bekezdés alapján; korábban ezen feladatokat az 1300/1923. sz. P.M. rendelet, illetve a 6700/1923. sz. P.M. rendelet bízta a Pénzügyintézeti Központra, melyek törvényben való rögzítése annak szervezeti és funkcionális megerősödésére utalnak.

¹⁷ 1926. évi XIII. törvénycikk a Pénzügyintézeti Központtról szóló 1920. XXXVII. törvénycikk egyes rendelkezéseinek módosításáról, 1. § (4) bekezdés alapján

a „tényleges szolgálatban álló és nyugdíjas közszolgálati alkalmazottaknak kölcsönöket nyújt(ott)”.¹⁸ Az 1926. évi XIII. törvénycikkből elmaradt számos korábbi, az 1920. évi XXXVII. sz. törvénycikkben szereplő rendelkezés, úgymint az állam hitel-szükségleteinek kielégítésében, valamint a közérdekű és közhasznú vállalkozásokban való részvétel, ugyanezen törvénycikk rögzítette, hogy további feladatot kizárólag törvényben lehet a Pénzügyi Központ részére előírni.¹⁹

6. A gazdasági világválság és hatása a pénzügyi felügyelésre – további reformok

Magyarországon a pénzügyi- és hitelválság kezdete 1931. júliusra tehető, bár egyes jelei korábban is tapasztalhatóak voltak, például az exportbevételek tekintetében, melyek elsősorban a mezőgazdasági termékek árának visszaesése következtében 1929-től radikálisan csökkentek (*Kovács 2006:97*). A koncentráció ebben az időszakban is jellemezte a pénzpiacot, 1929-ben a teljes magyarországi részvénytőkének mintegy 40 százalékát (600 millió pengőt meghaladóan) két hazai bank, a Pesti Magyar Kereskedelmi Bank és a Magyar Általános Hitelbank tartotta befolyása alatt (*Incze 1955:55*). A pénzügyi intézetek száma az 1924-es csúcspontot (962 db) követően a gazdasági válság hatására fokozatosan csökkent, így 1935-ben 426, az utolsó békeévben, 1938-ban pedig már csak 396 működött (*Holbesz 1939:338*).

A válság kezelésére egyaránt születtek gazdaságpolitikai (pl. általános bankszünnap elrendelése, a takaré- és folyószámlabetétek kifizetésének korlátozása, az aranystandard rendszerről kötött devizagazdálkodásra való áttérés, transzfermoratórium bevezetése) és felügyeletpolitikai intézkedések. Ezen intézkedések egy része intézményi szinten a Pénzügyi Központ által egymással összekapcsolódott, hiszen pl. a transzfermoratórium tekintetében az ún. hitelrögzítésre („Stillhalte”) vonatkozó megállapodásoknál a Pénzügyi Központ töltötte be a külföldi hitelezők „trustee” szerepét (*Incze 1955:289*). Válságban betöltött szerepének eleget téve a Pénzügyi Központ mobilitási tartalékainak igénybevételére fokozott mértékben került sor, 1931-ben a leszámított váltók összege az előző évi 252,1 millió pengőről 562,7 millió pengőre emelkedett.

A gazdasági válság következtében a részvénytársasági formában működő pénzügyi intézetek mintegy 30 százaléka, a hitelszövetkezeteknek pedig 10 százaléka került felszámolás alá (*Schandl 1938:75*), ebből következően a Pénzügyi Központ felszámolással, illetőleg szanálással összefüggő feladatai is megnöttek. A Pénzügyi Központ a gazdasági válság időszakára a felszámolásokkal, szanálásokkal kapcsolatban már meglehetősen széles körű gyakorlatra tett szert, hiszen röviddel azt

¹⁸ 1926. évi XIII. törvénycikk a Pénzügyi Központról szóló 1920: XXXVII. törvénycikk egyes rendelkezéseinek módosításáról, 1. § (7) bekezdés alapján

¹⁹ 1926. évi XIII. törvénycikk a Pénzügyi Központról szóló 1920: XXXVII. törvénycikk egyes rendelkezéseinek módosításáról, 1. § (12) bekezdés alapján

megelőzően is előfordultak pénzügyi válságok, pl. az 1927. évben az Egyesült Budapesti Fővárosi Takarékpénztár jutott válsághelyzet-közeli állapotba, melynek megelőzésével, a takarékpénztár átszervezésével és a veszteségi tartalékalapból történő szanálásával a Pénzügyi Központot bízták meg (*Jakabb et al. 1997:82-93*). Fizetéseképtelenség esete szintén előfordult korábban is, a Földhitelbank Rt. 1929-ben jelentette be, hogy tovább nem tud kötelezettségeinek eleget tenni – ennek oka elsősorban a spekulatív tőzsdeügyletek lebonyolításában való részvételben keresendő. Ebben az esetben azonban átszervezésre, szanálásra már nem volt lehetőség, így ún. likvidációs kényszeregyezés megkötésére került sor. A külföldi hitelezők, látva a hazai gazdasági helyzetet, igyekeztek kimenteni pénzüket még engedmények árán is az országból. Ez a körülmény és a transzfermoratórium együttesen hozzájárult ahhoz, hogy a bankoknak sikerült részben szanálódniuk (*Varga 1964:63*), illetőleg a lakossági bizalom erősödése is tapasztalható volt (*Varga 1933:326*).

A pénzügyi felügyelésben a hangsúly a gazdasági válság idején áttevődött az azonnali intézkedést igénylő feladatok megoldására, így különösen a betétek zavartalan visszafizetésének biztosítására (melyre 1931-ben létrejött a Magyar Szavatossági Bank, ügykezelését pedig a Pénzügyi Központ látta el), és a különböző banki szolgáltatások tekintetében érvényesíthető kamatok felső határának a szintén 1931-ben létrehozott Országos Hitelügyi Tanács (OHT) általi meghatározása vált elsődleges feladattá, kiegészülve a Pénzügyi Központ ellenőrzési és szanálási funkcióival. Az OHT részben hatósági rendelkező, részben pedig véleményező hatáskörrel bírt: az általa megállapított érvényesíthető kamat a Magyar Nemzeti Bank (MNB) váltóleszámítolási kamatlábát legfeljebb 50 százalékkal léphette túl, az OHT továbbá meghatározta az elhelyezett takarékpénztári- és folyószámlabetétek kamatait is. Abban az esetben, ha egy pénzügyi intézmény nem az OHT által meghatározott kamatlábat érvényesítette árazásában, az OHT – rendelkező funkciójából eredendően – elrendelhetette, hogy a Pénzügyi Központ folytasson vizsgálatot az adott pénzügyi intézménynél. Amennyiben a Pénzügyi Központ a lefolytatott vizsgálat alapján úgy ítélte meg, hogy a pénzügyi intézmény működése annak vagyoni és jövedelmi helyzete miatt a továbbiakban nem tartható fenn, az OHT a Pénzügyi Központ javaslatára elrendelhetette annak felszámolását (*Jirkovsky 1940:371*). A Magyar Szavatossági Bank is – a Pénzügyi Központ mellett – rendelkezett szanálási funkcióval: ehhez köthető feladata volt, hogy a pénzügyi intézmények részére átmeneti likviditási nehézségeik idején a kötelezettségek teljesítéséhez váltóhitelt folyósítson, ezáltal hozzájárulva a hazai bankrendszer stabilitásának megőrzéséhez (*Botos 1994:95*).

A pénzügyi intézmények ellenőrzésének fókuszja is megváltozott a gazdasági válság hatására. Az 1930-as évek második felében – nem hazai sajátosságként – megfigyelhető volt az a betétképződést visszaszorító folyamat, hogy a végbement bizalmi válság következtében a megtakarításokat a bankrendszer kikerülésével közvetlenül fordították beruházásokra. Ezáltal előtérbe került a tőkeképződés és tőkefelhalmozás ellenőrzési

lehetőségeinek javítása, valamint a pénzüintézetek „önfinanszírozásának” elősegítése érdekében a pénzüintézeti betétképződés fokozásának előmozdítása. A pénzüintézeti betételhelyezés támogatása korábban is megkülönböztetett figyelmet kapott, hiszen a Pénzüintézeti Központ működéséről szóló törvény 1920. évi módosítása alapján 1921. január 1. napjától kizárólag a Pénzüintézeti Központ tagjai fogadhattak el betéteket²⁰. Ugyancsak kiemelt feladat volt a likviditás fokozott ellenőrzése, ekkorra tehető a likviditási szempontok árnyaltabbá válása: teljes kötelezettségekre, betétekre és a betéteken belül a folyószámla-betétekre vonatkozó (első-, másod- és harmadfokú) likviditás szerinti megbontás alkalmazása (Walder 1939:446-455), valamint olyan, később nem megvalósult kezdeményezés is megfogalmazódott, mely szerint a likviditás minimumszintje mellett annak maximális szintben történő meghatározása is javasolt. A likviditási szempontok előtérbe kerülését indokolta, hogy a New York-i tőzsdekrachot követő két évben az amerikai tőkéket Európában a bizalomhiány következtében egyre rövidebb lejáratra újították meg (a külföldi források bevonásának korlátozottabb lehetősége különösen a vidéki pénzüintézetek működésében okozott nehézségeket), így a tőkebeáramlás gyakorisága ugyan intenzívebbé vált, összege viszont továbbra is alacsony szinten maradt, s ezenkívül a belső tőkeképződés szintje sem volt megfelelő. A hitelügyek növekedésével nem állt arányban továbbá a betétállomány növekedése, ebből következően a pénzüintézetek betéteiket szinte teljes egészében kihelyezték, jelentősen megnövelve ezzel likviditási kockázatokat, ami szintén hozzájárult a válság mélyüléséhez (Jirkovsky 1940:364), az ebben a helyzetben általánosan jellemző romló adósportfólió pedig növekvő rendszerszintű felhígulási kockázatot is eredményezett. Hitelezési oldalról kiemelendő az ún. „nagyhitelek” vizsgálatának előtérbe helyezését érintő kezdeményezés, ti. javaslat született arról – a nemzetközi szinten leggyakrabban előforduló példákat követve –, hogy az egyes adósok részére nyújtott hitel a saját tőke 10 százalékában legyen maximalizálva. A javaslat alapján ennél magasabb összeg kizárólag az igazgatóság és a felügyelőbizottság hozzájárulásával, a felügyeleti hatóság tájékoztatása mellett lehetett volna kihelyezhető. Adóminősítési szempontból kiemelt jelentőséggel bírt az adósokkal kapcsolatos információk elérhetőségének biztosításával (ún. „evidenciaközpont”) összefüggő javaslatok újbóli előtérbe kerülése (figyelemmel a banktitokra is), ami a modern hitelinformációs rendszer előképének tekinthető, valamint az ún. „inkompatibilitási”, azaz bizonyos hitelügyleteknél előforduló érdekeltségi helyzetek kezelésével kapcsolatos szabályozás kidolgozásának javaslata, mely utóbbi a jelenlegi belső hitelek, illetőleg összeférhetlenségi helyzetek kezelésére vonatkozó szabályozás korai kezdeményezése volt. A korabeli csehszlovák ún. „hitelvédelmi szerv” mintájára megszervezni javasolt „evidenciaközpont”-hoz hasonló funkcióval rendelkező intézmény létrehozásának gondolata ugyan már korábban, 1926-ban is

²⁰ A hivatkozott rendelkezés – a Pénzüintézeti Központ ellenőrzési lehetőségeinek bővítése mellett – hozzájárult ahhoz is, hogy bankrendszeren kívüli intézmények, pl. gazdasági üzemek alkalmazottaiktól takarékbetéteket ne fogadjanak el. Természetesen a pénzüintézeti betétképződés elősegítésére egyéb, felügyelésen kívüli eszközök is rendelkezésre álltak már ebben az időszakban is (pl. a betéti kamatok szintjének befolyásolása).

felmerült a korona stabilizációját követően részben megindult hitelezés kapcsán, amely *„hitelkataszter formájában tartaná nyilván az adósokat”* (Domány 1926:455), de ekkor még ez a kezdeményezés nem talált jelentősebb visszhangra. Felügyeletörténeti ciklikusságot tükröz az a megközelítés, amely – nyilvánvalóan a bekövetkezett gazdasági válságot követően érthető okokból megváltozott szemléletnek megfelelően – a pénzügyi tevékenységét illetően, egyes korábbi véleményekhez hasonlóan, a szigorú anyagi felügyelést támogatva kimondta, hogy *„ha pedig ezt a felelősségteljes és nehéz feladatot nem tudják teljes megelégedésre megoldani, a totális ellenőrzés veszélye fejük felett el nem múlhat”* (Walder 1939:465).

A gazdasági válság időszakában megjelentek szövetkezetteljes támadások is, amelyek a kialakult válságos helyzet okát elsősorban a nekik nyújtott – esetenként túlzott mértékűnek tekintett – állami támogatásokban, illetőleg adókedvezményekben véltek felfedezni. Más vélemények szerint azonban ennek összege – összehasonlítva pl. a Pénzügyi Központon keresztül a pénzügyi tevékenységük szanálására fordított összegekkel – nem tekinthető jelentősnek, sőt, a gazdasági recesszióból a kiút is a szövetkezeti eszmében keresendő: *„egészséges és erős szövetkezeti mozgalom nélkül a gazdasági válságból nincs kibontakozás”* (Wanke 1930:5), az erre a célra rendelkezésre bocsátott állami pénzek pedig megfelelően lettek felhasználva. A szövetkezetteljes támadások hátterében feltehetően azon tény is állhatott, hogy a szövetkezetek állami támogatására nem létezett egységes hitelpolitika, így több esetben előfordult, hogy a szövetkezeteket valamely fejlesztési cél (pl. mezőgazdaság) mentén támogatta az állam, következésképpen egyes szövetkezetek akár tartósan támogatás nélkül maradhattak. Ennek kiküszöbölésére megoldást nyújthatott volna egy „szövetkezeti csúcshintézmény” létrehozása, vagy az Országos Központi Hitelszövetkezet működésének ilyen célú átalakítása, amely a megfelelő hitelezésről, közös árubeszerezésről és ellenőrzésről gondoskodott volna, illetőleg egy országos hatáskörű szövetkezeti érdekképviseleti intézmény kiépítése, amely a szövetkezeti eszmével kapcsolatban fennálló nyitott kérdések megoldását segítette volna előmozdítani (Wanke 1930:42). Ezen javaslatok megvalósítására azonban a gazdasági válság és az elmélyülését megakadályozó intézkedések előtérbe kerülése, majd később az ideiglenes terület-visszacsatolások miatt megjelent többletfeladatok és az ezt követő fegyverkezés miatt nem került sor.

Bankfelügyelési szempontból fontos megemlíteni, hogy az állam a válságot követően évről-évre mérlegképzési rendeletet adott ki, mellyel szigorú ellenőrzés alá tudta vonni a bankok működését. Az elkövetkező mintegy másfél évtizedben a kereskedelmi bankok tevékenységükről rendszeres tájékoztatást nyújtottak az MNB-nek, devizaügyleteik lebonyolítása pedig engedélykötelessé vált. Az MNB körlevelekkel, végrehajtási utasításokkal szabályozta a valuta-, készpénz-, csekk- és hitelforgalmat (Botos 1994:44).

7. A Pénzintézeti Központ és egyéb, felügyelési szempontból kiemelendő intézmények feladatkörének változása a gazdasági világválság hatására

A Pénzintézeti Központnak számos, a válsággal összefüggő feladata adódott az elvégzett ellenőrzéseken kívül, így különösen kiemelendő az agrárszektorban teljesített ún. „teherrendezési kimutatás” elkészítése, mellyel a gazda adósok teherrendezésében vállalt szerepet, vagy a Magyar Pénzügyi Szindikátus ügykezelése, mely mezőgazdasági kötvénykibocsátásokért volt felelős.²¹ A Pénzintézeti Központ továbbá részt vett közérdekű feladatok ellátásában is, pl. az egyes államokkal létesített, áruforgalommal kapcsolatos kereskedelmi szerződésekből adódó államközi elszámolásokban. A közérdek támogatását szolgálta továbbá, hogy a tagintézmények által teljesített felügyeleti díjak bizonyos hányadát a Pénzintézeti Központ jellemzően társadalmi célokra fizette be, pl. a bécsi székhelyű, de jelentős hazai kitétséggel is rendelkező Phönix Életbiztosító Társaság 1936-ban bekövetkezett összeomlása után létrehozott Életbiztosítási Rendezési Alap (ÉRA) számára teljesített befizetést – a hazai károsultakat támogatandó. A Pénzintézeti Központ több szervezet ügykezelését is ellátta, ezek közül kiemelendő az 1930-ban létrehozott Magyar Investment Rt., melynek célja a recesszió bankszektorra való hatásának csökkentése volt a tőzsdéken jegyzett értékpapírok árzuhanásának megakadályozása által (*Botos 1994:92*). Az öregség, rokkantság, özvegyesség és árvaság kötelező biztosításáról szóló 1928. évi XL. törvénycikk hazánkban is lehetővé tette a kötelező biztosítást, valamint ún. elismert vállalati nyugdíjpénztárak létesítését is.²² Ezen társaságok ellenőrzésének egy részét (vagyonkimutatás értékelésének és prudens működésének ellenőrzése tekintetében) a népjóléti és munkaügyi miniszter (később belügyminiszter) mellett a Pénzintézeti Központ látta el. 1930. január 1. napjától a Pénzintézeti Központ ellenőrzési köre kiterjedt többek között a mérlegek biztosítástechnikai szempontok szerinti felülvizsgálatára és a nyugdíjpénztárak üzletvitelének vizsgálatára, szabálytalanság feltárása esetén pedig a miniszter részére arról jelentést kellett készítenie.

1938-ban – a korábbi évekre is jellemző koncentrációs folyamat részeként – a Magyar Általános Takarékpénztárnak a Magyar Általános Hitelbankba történő beolvadása kapcsán ezen folyamat lebonyolításában a Pénzintézeti Központ jelentékeny szerepet vállalt. Az MNB nyílt piaci műveleteinek ellátását segítő Tőkepiac Szabályozására Alakult Intézet Rt. 1939-ben jött létre, részvényei egy részének átvétele mellett ügyvitelét is a Pénzintézeti Központ látta el (*Jakabb et al. 1997:86-106*). Az 1938-1941 között sorra került bécsi döntések és hadi cselekmények miatt bekövetkezett ideiglenes terület-visszacsatolások (Kárpátalja, Felvidék, Észak-Erdély,

²¹ 1935. évi XXIII. törvénycikk a gazdattartozások rendezését elősegítő egyes intézkedések tárgyában, 2. § alapján

²² Az öregség, rokkantság, özvegyesség és árvaság esetére szóló kötelező biztosításról szóló 1928. évi XL. törvénycikk alapján

Délvidék stb.) tekintetében az érintett pénzintézetek hazai hitelszervezetbe történő bekapcsolásának feladata szintén a Pénzintézeti Központra hárult, mely az elsősorban román, szász és magyar nemzetiségi mozgalmak, gazdasági nemzetépítés (pl. telepítési akciók, földbirtokpolitika) miatt rendkívül érzékeny területnek bizonyult (Egry 2006:11; Szász 1966:130-137).

A Pénzintézeti Központ növekvő szerepvállalását jól mutatta, hogy a gazdasági válság időszakát követően az ország szinte valamennyi pénzintézete a Pénzintézeti Központ tagja volt, majd később, az 1939. évi 10. sz. P. M. rendelet alapján a korábban fennálló ellenőrzési tőkehatár megszűnt²³, és a tagintézmények korábbi, legalább éves ellenőrzési lehetőségével szemben már kötelező éves felülvizsgálat alá tartoztak, fokozatosan kialakult tehát egy erős jogosítvánnyal, széleskörű felülvizsgálati jogkörrel rendelkező és a gazdasági életben aktív szerepet betöltő felügyelési feladatokat ellátó intézmény. A Pénzintézeti Központ fennállásának második világháborút megelőző ideje alatt a teljesített revíziók száma mintegy meghétszereződött, az alapítást követő évben elvégzett 159 vizsgálattal szemben 1940-ben már 1 048 lefolytatott vizsgálatot tudott maga mögött, ennek megfelelően a személyi állomány is bővült 17-ről 68-ra. A Pénzintézeti Központ által lefolytatott vizsgálatok száma a gazdasági válság ideje alatt emelkedő tendenciát mutatott, mely az 1931. évben tetőzött, az ebben az évben lefolytatott revíziók számát (1 096) a Pénzintézeti Központ fennállásától 1940-ig tartó időszakban a vizsgálatok egy évben sem haladták meg (Jakobb et al. 1997:107-117). Ugyanakkor a lefolytatott vizsgálatok száma elsősorban a nyugdíjpénztárak esetében nőtt leginkább (a legszembetűnőbb növekedés 1930-ban következett be, ekkor a vizsgálatok a korábbi 92-ről 163-ra nőttek), mellyel kapcsolatban meg kell jegyeznünk, hogy azok csak 1927-től tartoztak revízió alá, így esetükben bizonyos fokú ellenőrzési „elmaradás” volt tapasztalható a pénzintézetek ellenőrzéséhez képest, ami ösztönzőleg hatott az esetükben lefolytatott vizsgálatok számának növeléséhez. A pénzintézetek ellenőrzése terén növekedés a válság időszakában 1931-ben fordult elő, amikor a vizsgálatok a korábbi 749-ről 802-re nőttek.

A gazdasági válságot követően a lakosság körében elterjedtek a pénzintézeteket érintő fenntartások, tapasztalhatóak voltak a bizalmi válság ismertető jelei is. A bankellenes hangulat csökkentése és a bizalom helyreállítása céljából 1935-től a TÉBE közreműködésével előadásorozat indult, melynek középpontjában a pénzintézetek helyzete és a hazai aktuális gazdasági környezet bemutatása állt. Emellett kiadásra került a Magyar Takarékpénztárak és Bankok Évkönyve, mely a közvélemény hiteles tájékoztatását volt hivatott segíteni a hazai bankpolitika, hitelélet, valamint a kapcsolódó jogi és szabályozási kérdések bemutatásával. A Pénzintézeti Központhoz hasonlóan a TÉBE is egyre több olyan kérdéssel, problémával kényszerült foglalkozni, melyek nem tartoztak eredeti feladatköréhez (pl. a bevezetett zsidótörvényekkel és

²³ A m. kir. pénzügyminiszter 1939. évi 10. P. M. számú rendelete, a Pénzintézeti Központ rendes felülvizsgálati jogkörének kiterjesztéséről, 1. § alapján

-rendeletekkel kapcsolatos intézkedések), további feladatokat rótt az intézményre a terület-visszacsatolások következményeként megnőtt tagok bevonása a Pénzügyi Központtal együttesen, illetve azok integrálása a testületek munkájába (*Botos 1994:35-46*). A későbbi években a TÉBE – a Magyar Szavatossági Bank, valamint a legtöbb érdekképviseleti- és érdekvédelmi szervvel egyetemben – szakmai véleményét a gazdasági döntéshozatal során egyre kevésbé kérték ki és fokozatosan csökkenő mértékben vették figyelembe, így jelentőségét, befolyását és gazdasági szerepét fokról-fokra elvesztette (*Pető-Szakács 1985:116*).

8. Összegzés

A hazai pénzügyi felügyelés a két világháború között hatékonyan tudott reagálni a bel- és külgazdasági eseményekre. Az első világháborút követő években és a gazdasági világválság időszakában a kockázatok azonosítása és felmérése alapvetően megtörtént, ehhez igazodva az ellenőrzési célok meg lettek határozva, a helyszíni ellenőrzések gyakorisága emelkedett, a Pénzügyi Központ felügyelési szerepe erősödött, az ellenőrzés mind szélesebb intézményi kört ölelt fel.

Ugyanakkor már a Tanácsköztársaság ideje alatt tapasztalható volt, és a későbbi időszakban felerősödött az a folyamat, melynek következtében a Pénzügyi Központ feladatköre egyre bővült, és sok esetben olyan feladatok is tevékenységi körébe tartoztak, melyek aligha – vagy egyáltalán nem – kapcsolódtak pénzügyi intézetekhez, de felügyelési, ellenőrzési vagy szanálási tevékenységéhez sem voltak köthetőek.

Bár számos alkalommal előtérbe került a Pénzügyi Központ létrehozásának eredeti céljához való visszatérés gondolata, a bel- és külpolitikai események ezt korlátozottan tették lehetővé, a Pénzügyi Központ tevékenységének túlzott kiterjedését, működése hatékonyságának romlását eredményezve.

Felhasznált irodalom

1916. évi XIV. törvénycikk a Pénzügyi Központról

1918. évi XV. törvénycikk a Pénzügyi Központról szóló 1916. évi XIV. törvénycikk egyes rendelkezéseinek módosításáról

1920. évi XXXVII. törvénycikk a Pénzügyi Központról

1924. évi X. törvénycikk a korona értékcsökkenésének meggátlására irányuló egyes intézkedésekről

1924. évi IV. törvénycikk az államháztartás egyensúlyának helyreállításáról

1926. évi XIII. törvénycikk a Pénzügyi Központról szóló 1920: XXXVII. törvénycikk egyes rendelkezéseinek módosításáról

1928. évi XL. törvénycikk az öregség, rokkantság, özvegyiség és árvaság esetére szóló kötelező biztosításról
1935. évi XXIII. törvénycikk a gazdatartozások rendezését elősegítő egyes intézkedések tárgyában
- A m. kir. pénzügyminiszter 1939. évi 10. P. M. számú rendelete, a Pénzintézeti Központ rendes felülvizsgálati jogkörének kiterjesztéséről.
- Az 1922. június 19. napjára összehívott nemzetgyűlés naplója, XXVI. kötet.
- Ács László (1936): *A pénzintézeti koncentrációról*. Közgazdasági Szemle, Budapest. LX. évfolyam:316–333.
- Botos János (1994): *A magyarországi pénzintézetek együttműködésének formái és keretei*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- Botos János (2002): *A magyarországi jelzálog-hitelezés másfél évszázada*. Szaktudás Kiadó Ház Rt., Budapest.
- Csury Jenő – Marosi Imre (1931): *A magyar biztosításügy története*. Gyarmati Ferenc kiadása, Budapest.
- Diószegi István (1970): *Hazánk és Európa* (Tanulmányok). Magvető Kiadó, Budapest.
- Domány Gyula (1926): *Bankpolitika, különös tekintettel a hitelpolitikára*. Közgazdasági Szemle, Budapest. L. évfolyam:432–457.
- Egry Gábor (2006): *Egy önlegitimáló politikai és történeti narratíva kérdőjelei (1861–2003)*. Nemzetiségi bankok, nemzetiségi mozgalmak a századforduló Erdélyében. Múltunk, LI. évfolyam, 3. szám:4–34.
- Éber Antal (1912): Közlemények és ismertetések: *A pénzintézetek revidiója. Vita*. Közgazdasági Szemle, Budapest. XXXVI. évfolyam:55–65.
- Hantos Elemér (1916): *A pénzintézeti reform: A Pénzintézeti Központ törvényének és alapszabályainak jegyzetes szövegével* (2. bővített kiadás). Kiadta: Pénzintézetek Országos Egyesülése, Budapest.
- Hantos Elemér (1930): *Hitelszervezetünk változásai a háború után*. Közgazdasági Szemle, Budapest. LIV. évfolyam:675–685.
- Holbesz Aladár (1939): *A magyar hitelszervezet története*. May János Nyomdai Műintézet, Budapest.
- Incze Miklós (szerk.) (1955): *Az 1929–1933. évi világgazdasági válság hatása Magyarországon*. Akadémiai Kiadó, Budapest.

- Jakabb Oszkár – Reményi-Schneller Lajos – Szabó Iván (1997): *A Pénzintézeti Központ első huszonöt éve (1916–1941)*. Kiadta a Pénzintézeti Központ Bank Rt., Budapest. Reprint: *A Pénzintézeti Központ első huszonöt éve (1916–1941)*, Királyi Magyar Egyetemi Nyomda, Budapest, 1941.
- Jenei Károly (1970): *A Pénzintézeti Központ szerepe a Magyar Tanácsköztársaság bankrendszerében*. A Magyar Történelmi Társulat Üzemtörténeti Szekciójának kiadványa. Különnyomat a Levéltári Közlemények XL. évfolyamából:37–55.
- Jirkovsky Sándor (1940): *Pénzintézeteink a húszas évek fellendülése idején*. Közgazdasági Szemle, Budapest. LXIV. évfolyam:361–371.
- Kovács György (2006): *A bankrendszer és stakeholderei történeti megközelítésben, avagy az állam szerepvállalása az ipar banki finanszírozása előmozdításában a magyar gazdaságtörténetben*. Megjelent: Botos Katalin (szerk.): *A bankrendszer és stakeholderei*. Szegedi Tudományegyetem, Gazdaságtudományi Kar Közleményei, Generál Nyomda, Szeged:54–109.
- Neubauer Ferenc (1918): *A jelzáloghitel megszervezése az átmeneti gazdaságban*. Közgazdasági Szemle, Budapest. XLII. évfolyam:22–36.
- Pető Iván – Szakács Sándor (1985): *A hazai gazdaság négy évtizedének története (1945–1985)*. I. kötet. Az újjáépítés és a tervutasításos irányítás időszaka. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- Rassay Gyula (1933): *A bankok szerepe az európai hitelválságban*. Közgazdasági Szemle, Budapest. LVII. évfolyam:395–422.
- Schandl Károly (szerk.) (1938): *A magyar szövetkezés negyven éve (Az Országos Központi Hitelszövetkezet munkája és eredményei)*. "Pátria" Irodalmi Vállalat és Nyomdai Rt., Budapest.
- Szász Zoltán (1966): *A magyar kormány tervei a nemzetiségi pénzintézetek állami ellenőrzésére (1902–1904)*. Századok, Budapest:118–137.
- Teleszky János (1927): *A magyar állam pénzügyei a háború alatt*. Magyar Tudományos Akadémia, Budapest.
- Tomka Béla (2000): *A magyarországi pénzintézetek rövid története (1836–1947)*. Aula Kiadó Kft., Budapest.
- Varga István (1928): *A jelentősebb budapesti pénzintézetek helyzete az 1927. évi mérlegek adatainak tükrében*. Közgazdasági Szemle, Budapest. LII. évfolyam:444–485.
- Varga István (1933): *Válság és szegénység*. Közgazdasági Szemle, Budapest. LVII. évfolyam:323–326.

Varga István (1964): *Az újabb magyar pénztörténet és egyes elméleti tanulságai*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.

Walder György (1939): *Bankellenőrzés és bankpolitika*. Közgazdasági Szemle, Budapest. LXIII. évfolyam:443–476.

Wanke Gusztáv (1930): *Szövetkezeti problémák és szövetkezetellenes támadások*. "Pátria" Irodalmi Vállalat és Nyomdai Részvénytársaság, Budapest.

Hart és Holmström szerződéselméleti munkássága*

Kóczy Á. László – Kiss Hubert János

A 2016. évi Nobel emlékdíjat Oliver Hart és Bengt Holmström kapták szerződéselméleti munkásságukért. A szerződéselmélet az alkalmazott játékelmélet egyik területe, melynek középpontjában a tulajdonos (a megbízó), és a megbízott cégvezető (az ügynök) konfliktusa áll. Az alábbiakban bemutatjuk a Holmström féle megbízó-ügynök modellt és annak néhány változatát, majd kitérünk Hart kutatásaira a megbízó-ügynök modellek tulajdonjogi vonatkozásaiban. Bár a két díjazott elsősorban elméleti modelljei révén vált ismertté, bevezetőnkben kerüljük a szükségtelen formulákat, s a modelleket példákkal egészítjük ki.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: C72, D82, D86

Kulcsszavak: szerződéselmélet, ösztönzők, megbízó-ügynök probléma, Nobel-díj, kockázat, tulajdonjogok

1. Bevezető

A 2016. évi Nobel-emlékdíjat Oliver Hart és Bengt Holmström kapták szerződéselméleti munkásságukért. A „szerződés” szót hallva sokan a joghoz kapcsolják a területet, de ennyi erővel a bölcsész tudományokhoz is tartozhatna, hiszen a megegyezést meg kell fogalmazni, a fontosabbakat le is kell írni. A szerződéselmélet tulajdonképpen alkalmazott játékelmélet, legfeljebb azokat érdekli, akik ilyen elméleti irányultságúak, vagy valaha aláírtak már egy szerződést, vagy ilyesmit terveznek tenni, megbízást vállaltak, vagy éppen adtak. Még csak nem is kell feltétlenül hivatalos dokumentumra gondolni, az informális megállapodások is ide tartoznak. Olyan témáról van tehát szó, ami a mindennapjainkat is meghatározza közvetve, vagy akár közvetlen módon. A szerződéselmélet a szerződések, megállapodások elvi alapjaival foglalkozik, például azzal, hogy milyen módon érhető el, hogy a megállapodásnak megfelelően dolgozzanak, vagy, ami még ennél is fontosabb, hogy a megállapodás betartásával annak lényegét valósítsák meg.

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Kóczy Á. László az MTA KRTK Közgazdaságtudományi Intézetének tudományos főmunkatársa, az Óbudai Egyetem Keleti Károly Gazdasági karának docense. E-mail: koczy@krtk.mta.hu.
Kiss Hubert János az MTA KRTK Közgazdaságtudományi Intézetének tudományos főmunkatársa, az ELTE TÁTK Közgazdaságtudományi Tanszékének adjunktusa. E-mail: kiss.hubert.janos@krtk.mta.hu.

A szerzők köszönik az NKFIH K109354 számú kutatási projektjének támogatását.

A kézirat első változata 2017. január 19-én érkezett szerkesztőségünkbe.

Az alábbiakban a Svéd Királyi Tudományos Akadémia (2016) összefoglalója alapján áttekintjük a főbb eredményeket. Nem először díjaz az Akadémia (alkalmazott) játékelméleti területen elért eredményeket, sőt, az utóbbi időben a legsikeresebb megközelítések közé kell sorolnunk: elég két éve Tirole, négy éve Roth és Shapley díjára gondolni (*Biró et al. 2013* ismertette eredményeiket), de a sort hosszasan folytathatnánk. Bár a játékelméleti, s azon belül a szerződéselméleti irodalomban is akadnak összetett modellek, célunk nem az érdeklődő olvasó elriasztása, sokkal inkább könnyű ízelítőt kívánunk nyújtani a szerződéselmélet által vizsgált problémákból és megoldásaikból.

Holmström és Hart mindketten szerződéselmélettel foglalkoztak, de néhány közös cikkük ellenére érdeklődésük jól elkülöníthető és az alábbiakban is ez lesz a rendező elv, először Holmström, majd Hart eredményeiből válogatunk.

2. A megbízó-ügynök probléma

A szerződések jelentős része megbízás, ahol a *megbízó* fizet azért, hogy az *ügynök* elvégezzen valamilyen feladatot. Első körben az ilyen típusú problémákat tekintjük át. Kezdjük néhány példával!

Megbízó-ügynöki viszony alakul ki egy befektető és egy alapkezelő között. A befektetőnek az az érdeke, hogy a befektetése minél nagyobb hozamot érjen el, miközben az alapkezelő biztos jövedelmet szeretne minél kevesebb munkával, vagy minél kevesebb alkalmazottal. A piacok kiszámíthatatlanságának következtében nagyon nehéz utólag megítélni, hogy az alapkezelő jól dolgozott-e.

Hasonló, bár más természetű konfliktus alakulhat ki egy vállalat tulajdonosa és ügyvezetője között. Előbbit csak a vállalat értéke, profitja érdekli, de közben az ügyvezető magas fizetést, szolgálati autót s egyéb juttatásokat szeretne. Még rosszabb, ha ennek érdekében terjeszkedéssel, felvásárlásokkal, tőkebevonással az optimálnál nagyobbra hízalja a céget. Ha a tulajdonos nem szakmai befektető, tőzsdei, vagy különösen állami vállalatoknál az ügyvezető munkáját nem, vagy csak túl későn értékeli. Míg egyes piaci mechanizmusok ösztönözhetik az ügyvezetőt a jó, a befektetők érdekeit szem előtt tartó döntések meghozatalára, ha az állam, mint tulajdonos képviselője eljáró személy is egy ügynök, már maga az ellenőrzés is megbízhatatlan, és így a tulajdonos, azaz az állam érdekei könnyen csorbulhatnak. Nézzük, milyen megoldásokat javasolnak a 2016-os Nobel-díjazottak!

2.1. A hagyományos megbízó-ügynök modell és az erkölcsi kockázat

A közgazdaságtanban általában – így itt is – feltételezzük, hogy a döntéshozók racionálisak, haszonmaximalizálók. Az első, klasszikus modellben a megbízó egy feladatot szeretne elvégeztetni. Ha ő maga végezné el, akkor igyekezne optimális döntést hozni, hogy minél kevesebb idő- és pénzráfordítással megkaphassa az eredményt.

Mindjárt más a helyzet, ha a munkát egy alkalmazottal végezteti el. Az ügynök eldöntheti, hogy mennyi a erőfeszítést tesz a feladat érdekében, ahol a valahol egy adott $[a, \bar{a}]$ intervallumban helyezkedik el. Feltételezzük, hogy a munkaadó, azaz a megbízó által megfigyelt

$$\beta = b(a) + \varepsilon$$

eredmény a végzett munka növekvő b függvénye, ε pedig egy véletlen, 0 várható értékű hibatag, ami az ügynöktől független környezeti hatásokat foglalja össze. Az alkalmazott, azaz az ügynök számára az erőfeszítés költségként jelenik meg, amit a c függvény ír le. Az ügynök a munkájáért t juttatást kap, aminek az összege – az eredmény függvényében – változhat.

Általában feltételezzük, hogy a megbízó kockázatsemleges, s nem jelent neki gondot a transzfer kifizetése. Az ügynök korlátozott erőforrásokkal rendelkezik, nem képes jelentős negatív t kifizetésére, másrészt kockázatkerülő. Összességében a P megbízó és az A ügynök hasznossága az alábbiak szerint írható fel:

$$U_p = b(a) - E(t)$$

$$U_A = -c(a) + E(t) - r\text{Var}(t),$$

ahol r az ügynök kockázatkerülésének a mértékét jelöli.

Egy pillanatra eltekintve a felek közötti konfliktusról, a c és b függvények konvexitása, illetve konkavitása esetén meghatározható az optimális a^* erőfeszítés. Az optimumhoz az is hozzátartozik, hogy ilyenkor nincs kockázat.

Hogyan módosul mindez, ha figyelembe vesszük ezt a konfliktust is? Abban az esetben, ha az erőfeszítés pontosan megfigyelhető, a transzfer összege közvetlenül függhet az erőfeszítéstől, mégpedig úgy, hogy az ügynök számára még a többlet-erőfeszítés mellett is az a^* legyen az ideális választás.

Sajnos a legtöbb eset nem ilyen ideális. Általában az ügynök erőfeszítése nem megfigyelhető, vagy jogilag nem rögzíthető, és így nem lehet, vagy nem érdemes a szerződést ennek függvényében írni. Többnyire csak az ügynök munkájának az eredménye látható, ami már tartalmazza a fent véletlen faktorként figyelembe vett véletlen hatásokat. Így például a bevezetőben említett befektetési alap erőfeszítéseinek megítélésekor az eredményen túl a véletlen szerepét és a befektetési hangulatot is figyelembe kell venni. Összességében nagyon pontatlan mérőszámot kapunk. Ezt természetesen a díjazásnál is figyelembe kell venni, nem lehet kizárólag az eredmény alapján értékelni. Sőt, *Grossman és Hart (1983)* felhívja a figyelmet arra, hogy a jobb eredmény akár járhat rosszabb fizetéssel is. Itt elég a talentumokról szóló bibliai példabeszédre gondolni, ahol a rájuk bízott talentumokat elásó két szolgál

büntetést, míg az összességében haszonnal záró, de nagyobb összeggel hazardírozó szolgálja dicséretet kap.

A nem nyomon követhető erőfeszítés mellett felmerül az ügynök *erkölcsi kockázata*. Miközben a kisebb erőfeszítés növeli hasznosságát, a kisebb eredmény akár más tényezők számlájára is írható, az elmaradás nem kérhető egyértelműen számon. A megbízó–ügynök probléma emiatt az erkölcsi kockázat miatt érdekes.

A probléma számtalan formában megjelenik a gyakorlatban, és a felek érdekei számtalan módon ütközhetnek. A leggyakoribb a tulajdonos és az ügyvezető konfliktusa. Hogyan tudja előbbi elérni, hogy a vállalat az ő érdekei szerint működjön? Általában nem feltételezhetjük, hogy a tulajdonos hozzáértő, ezzel szemben az ügyvezető pontosan tudja, hogyan tudná a tulajdonos érdekeit képviselni, de ez nem feltétlenül az ő érdeke is. A tulajdonos érdeke általában egyszerűen megfogalmazható: a vállalat értékének növelése. A két fél érdekét könnyen közös nevezőre hozhatjuk, ha az ügyvezetőt is tulajdonossá tesszük részvénycsomag, vagy opciók révén.

2.2. Szükség van-e vezetői bónuszokra?

Miután Bengt Holmström Nobel-díját bejelentették, nagy sajtóérdeklődés vette körül, és a kérdések között a legelső között szerepelt, hogy jónak tartja-e a kiemelt vezetői bónuszokat. Sajnos a válasz, mint nyilatkozta, összetett. Az előző részt azzal zártuk, hogy az ügyvezető tulajdonossá tétele közelíti a megbízó és az ügynök érdekeit, így egyszerre lesz tulajdonos és ügynök, optimális viselkedése a megbízó és az ügynök külön-külön optimális viselkedésének keveréke. Természetesen minél nagyobb csomagot kap, annál inkább háttérbe szorulnak munkavállalói érdekei, de egyre drágább lesz az ösztönzés is. Szélsőséges esetben a kapcsolat egy franchise-zá alakul, ahol egy állandó transzferért cserébe az ügynök megtarthatja a teljes eredményt. Így az ügynök viseli a teljes kockázatot, ami ugyanakkor csak kockázatsemleges ügynök esetén vállalható. Ha az ügynök nem kockázatsemleges, akkor *Mirrlees (1999)* olyan szerződést javasol, ami a megfelelő teljesítés esetén valószínűtlen eredmények realizálását szigorúan bünteti.

Ez a megközelítés a gyakorlatban az ügynök fizetőképtelensége miatt ritkán alkalmazható, de mindenképpen érdemes olyan modellt keresni, ahol a kifizetés olyan jelzéseken alapszik, melyek információt adnak a tényleges erőfeszítéssel kapcsolatban. Egy ilyen jelzés lehet valamilyen általános piaci mutató, más vállalatok eredményessége stb. A *Holmström (1979)* által bevezetett *tájékoztatási elv (Informativeness Principle)* ugyanakkor kimondja, hogy a díjazást akkor és csak akkor kell további s jelzés függvényévé tenni, ha az új információt hordoz. Így például sokat segít minden olyan jelzés, amely hozzájárul az a erőfeszítés és az ε egyéb hatás különválasztásához. Ennek megfelelően hasznos az olyan jelzés, amely erősen korrelál ε értékével, ugyanakkor s felesleges, ha sem az erőfeszítéssel, sem az egyéb hatással nem korrelál. Ennek megfelelően az ügyvezetői bónuszoknak nemcsak

a vállalat eredményétől, de egyéb, ezzel korreláló megfigyelhető mutatóktól, például a versenytársak hasonló mutatóitól is függeniük kell. *Holmström és Tirole (1993)* a tájékozottsági elv figyelembevételével a részvényárfolyamot javasolja referenciapontnak. Álláspontjuk szerint ez sok olyan, a befektetők által ismert szempontot, adatot, információt tükröz, amit a könyvelési adatokból még nem olvashatunk ki.

A gyakorlatban az ilyen korrekciók gyakran hiányoznak, s így az ügyvezetők jutalmazása általában inkább szerencse – a kedvező gazdasági környezet –, semmint a saját érdem, az erőfeszítés függvénye. *Bertrand és Mullainathan (2001)* kutatásai szerint ez elsősorban azokra a vállalatokra – állami, tőzsdei cégekre – igaz, ahol a tulajdonosok nem tudnak kiállni a tulajdonosi érdekekért, nem viselkednek valódi megbízóként, míg a többségi, vagy domináns tulajdonossal rendelkező vállalatokra sokkal kevésbé. Érdekes, hogy ez a különbség kedvező piaci környezetben az elméletileg megfelelően ösztönzött vezetők kontraszelekciójához vezethet, ha elvándorolnak olyan vállalatokhoz, ahol a bérezésbe a szerencsés környezetet is beleveszik. Kedvezőtlen környezetben a helyzet fordított, egyfajta anticiklikus hatást eredményezve a megfelelően ösztönzött vezetők vállalatai számára.

2.3. Fix, vagy teljesítményarányos bérezés?

Holmström és Milgrom (1987) a fix és a teljesítmény- vagy eredményalapú bérezést hasonlítja össze egy lineáris modell segítségével, melyben a fizetett transzfer egy állandó f és egy, az eredménnyel arányos részből áll:

$$t(\beta) = f + k\beta,$$

ahol k az ösztönző faktor. A rendelkezésre álló függvények ismeretében a k optimális értéke meghatározható. Sajnos a képlet nem túl elegáns, viszont könnyen megérthető, ha a kockázat elhanyagolható, vagy egy kockázatmentes ügynökkel van dolgunk, mert akkor $k = 1$, azaz a lehető legnagyobb. Ekkor valójában egy franchise-szerződés jön létre, az f fix rész értelemszerűen negatív. A másik végletben, amikor a kockázat vagy az ügynök kockázatkerülése a végtelenhez tart, $k = 0$, és az ügynök fix bérezést kap. Általánosságban, *ceteris paribus* fordított kapcsolat figyelhető meg az ügynök kockázatkerülése és az ösztönzés között. A gyakorlatban a *ceteris paribus*, azaz a többi változatlanul hagyása a gyakorlatban a természetes kiválasztódás miatt nem teljesül, hiszen nem ugyanazok az ügynökök vállalnak alacsony és magas kockázatú megbízást. Például *Ackerberg és Botticini (2002)* itáliai reneszánsz földhasználati szerződéseket vizsgált: bár egyes termények kockázatosabbak, a hozzájuk kapcsolódó szerződések nem a várt mintázatot mutatták, s ezt a bérlők természetes igazodásával magyarázzák.

2.4. Összetett munkakörök

Az eddigiekben olyan helyzeteket vizsgáltunk, ahol az ügynöknek egy feladatot kell elvégeznie. A valóságban a legtöbb munkakör sokrétű, és az eredmény is több-dimenziós. Az ügynök munkájának része lehet olyan tevékenység is, aminek az eredménye csak hosszabb távon, nehezen, vagy egyáltalán nem mérhető. Amennyiben a bérezés kizárólag a jól mérhető eredmények alapján történik, minden más tevékenység háttérbe szorul. *Baker, Gibbons és Murphy (1994)* ezt némi iróniával úgy fogalmazza meg, hogy a gazdaságtörténet tele van olyan cégekkel, amelyek azt kapták, amiért fizettek. Így fordulhat elő, hogy egy cégvezető a cég rövid távú eredményességét tartja csak szem előtt, s a hosszú távú érdekek háttérbe szorulnak. Vagy például, ha egy egyetemi tanár a fizetését az oktatási tevékenység alapján kapja, s a kutatómunkájának eredményessége csak áttételesen jelenik meg, akkor inkább még több tanítást vállal, miközben a kutatást elhanyagolja. Talán ezzel is magyarázható, hogy miért kapott ismét két zseniális európai kutató amerikai egyetemeken Nobel-díjat. A világsztárnak kijáró elismerést ugyanis az európai egyetemek a legritkább esetben adják meg, a hazai egyetemek állami támogatását pedig, ugyan növekvő mértékben, de egyelőre szerény mértékben határozza meg tudományos eredményességük, oktatói szintre pedig az ösztönzés szinte el sem jut.

Mit tehet a megbízó egy ilyen összetett helyzetben? Ha az ügynöknek többféle tevékenységet is végeznie kellene, de rövid távon nem mindegyik eredményessége mérhető, továbbá ha a többi tevékenységet is fontosnak tartjuk, akkor a mérhető tevékenység vagy tevékenységek ösztönzése a nem mérhetőek elhanyagolásához vezethet. *Hong és szerzőtársai (2013)* megfigyelték, hogy az egyes kínai gyárakban bevezetett mennyiségi díjazás a minőség rovására ment. *Bergstresser és Philippon (2006)* szerint azok a vezetők, akiknek a javadalmazását a részvényárfolyamhoz köthették, hajlamosak voltak elhanyagolni a vállalat hosszú távú céljait.

A különböző tevékenységek közötti egyensúlyra még akkor is oda kell figyelni, ha nincsenek külső ösztönzők. Előfordulhat, hogy az egyik feladatot az ügynök szívesebben végzi, vagy valami más okból aránytalanul sok időt és erőforrást fordít rá. Ekkor felmerülhet a hátrányba kerülő tevékenység támogatása. Így például nyugati egyetemeken éppen a hazaival ellentétes jelenség figyelhető meg: mivel a fizetés állandó, az oktató a saját profilját erősítő, hosszabb távon előléptetést hozó kutatást preferálja, ezért előfordulhat, hogy közben az egyetemnek rövid távon bevételt hozó oktatást elhanyagolja.

2.5. Csapatmunka

Ha egy feladatot egy több ügynökből álló csapatnak kell elvégeznie, újabb problémákkal szembesülhetünk. Természetesen az az eset az érdekes, amikor az egyes csapattagok erőfeszítése külön nem mérhető, a megbízó csak az összesített teljesítményt tudja értékelni és díjazni. Ekkor az ösztönzők is gyengébbek lesznek. Olyan

esetben tehát, amikor a csapat tagjai a közös eredményen osztozkodnak, *Holmström (1982)* kutatásai szerint sosem kaphatunk hatékony viselkedést. A probléma feloldására egy harmadik fél bevonására van szükség, aki elégtelen teljesítés esetén elvonja az eredmény egy részét. Egy hitelező a fedezet likvidálása révén tipikusan el tudja látni ezt a szerepet.

Ha a csapattagok teljesítményét külön-külön is értékelni szeretnénk, akkor a tájékoztató elv szerint az egyéni teljesítmények értékelésénél kitűnő viszonyítási alap a hasonló körülmények között dolgozó kollégák teljesítménye.

2.6. Karrier

Fama (1980) és *Holmström (1999)* arra a következtetésre jutott, hogy bizonyos körülmények között ösztönzők sem szükségesek az erkölcsi kockázat elkerüléséhez. Ha az ügynök figyelembe veszi az életpályájának várható alakulását, a későbbi jobb beosztás, magasabb fizetés ígérete megfelelő motiváló erő lehet a jó teljesítéshez. *Holmström* modelljében a tényleges eredményesség ugyanakkor az erőfeszítés és a képességek együttes függvénye, így a jól teljesítés jelzi a megbízónak s esetenként más, potenciális megbízóknak, hogy az ügynök valószínűleg tehetséges. Ez a jelzés esetleg más potenciális megbízók számára is látható, mint a példánkban már említett egyetemi oktató esetében. Így még akkor is kifizetődő az erőfeszítése, ha a munkaadója esetleg nem tartja be a fizetésemelésre, előléptetésre vonatkozó ígéretét. Ez olyan mértékben igaz, hogy *Holmström* szerint az erőfeszítés meghaladja az optimális a^* szintet, másrészt viszont a korral és a ranglétrán előrehaladva a karrierösztönzők ereje csökken, s a nyugdíjhoz közel álló kutatók esetében explicit jutalmazást kell bevezetni. Ez egyébként empirikusan is megfigyelhető (*Gibbons and Murphy 1992*).

A karriermodell több, az üzleti életben megjelent furcsaságot megmagyaráz. Például *Hong és Kubik (2003)* fiatal elemzők döntéseit vizsgálva azt találta, hogy ritkán tértek el mások döntéseitől. Ennek magyarázata lehet, hogy mivel képességeikkel kapcsolatban nagy a bizonytalanság, egy kedvezőtlen döntés végleg kizárhatja őket a pályáról.

3. Nem teljes szerződések

Míg *Bengt Holmström* modelljeiben a legfőbb probléma az volt, hogy nem lehet pontosan mérni a teljesítményt (illetve tökéletesen elkülöníteni a szerencse és az erőfeszítés hatását), addig *Oliver Hart* olyan esetekkel foglalkozott leginkább, amikor nem lehet mindenre kiterjedő szerződést írni, azaz a szerződések nem teljesek. De mit lehet tenni ilyen esetben, amikor egy szerződés megkötésekor képtelenség felkészülni az összes lehetséges eshetőségre, ami a jövőben adódhat? Milyen a jó szerződés ilyen bizonytalanság mellett?

Hamar kiderült, hogy a fő kérdés az, hogy azon esetekben, amelyekre nem tér ki a szerződés, kinek van ellenőrzési joga, kinek van joga a fontos döntéseket meghozni. Így felmerül a probléma, hogy hogyan érdemes ezen döntési jogokat elosztani a felek között a szerződés megkötésekor. Mivel a döntési, ellenőrzési jogok szorosan kapcsolódnak a *tulajdonosi* jogokhoz, a nem teljes szerződések elmélete jelentős részben arról szól, hogy ki legyen a tulajdonos az adott helyzetben.

Példaként vegyünk két vállalatot, amelyek hosszú távú szerződést kötnek. Legyen az egyik vállalat a másik beszállítója. A kapcsolat elején a felek szerződésben állapítják meg a főbb feltételeket: milyen minőségű és mennyiségű árut szállítson a beszállító a megrendelőhöz és milyen áron. De idővel előfordulhat, hogy például technológiai változások miatt a megrendelő vállalatnak más gyártási technológiával előállított árura lenne szüksége. Ilyen áru előállításához azonban az kell, hogy a beszállító speciális beruházásokat tegyen, amelyekről nem volt szó az eredeti szerződésben, hiszen nem látták előre a technológiai változásokat. Sőt a szerződés értelmében lehet, hogy a beszállítónak joga van a megrendelő szempontjából rosszabb minőségű áru gyártására. Ha a két vállalat kapcsolata specifikus, és a megrendelő nem tud egyszerűen beszállítót váltani, akkor a beszállító alkupoziója nagyon erős lesz, és fellép a *feltartási probléma* (*hold-up problem*). Például előfordulhat, hogy csak jóval magasabb áron lesz hajlandó a beszállító a kívánt minőségű árut előállítani. Ezt előrelátva, a megrendelő esetleg nem lesz hajlandó hosszú távon elköteleződni és függeni a beszállítótól, még akkor sem, ha ez lenne a hatékony megoldás.

Mit lehet ilyenkor tenni? A kézenfekvő válasz az, hogy a megrendelő megvásárolhatja már az elején a beszállítót, és így nem lép fel az előző probléma. A felvásárlás/összeolvadás haszna az, hogy a szerződésben nem leírt esetekben fellépő érdekkonfliktusokat hatékonyan lehet kezelni, azaz példánkban a megrendelő vállalat részeként működő beszállító nem mondhat nemet arra, hogy speciális árut szállítson, és annak előállításához megtegye a megfelelő beruházásokat.

Van azonban hátránya is. Ha a beszállító vállalat vezetője nem tulajdonosa a vállalatnak, hanem csak a megrendelő vállalat alkalmazottja, akkor kevésbé van ösztönözve arra, hogy innovatív legyen. Tulajdonosként az innováció gyümölcsét (például alacsonyabb termelési költségek miatt magasabb profit) teljes mértékben ő aratná le, alkalmazottként viszont nem ez a helyzet, így nem igyekszik annyira, hogy a vállalat hatékonyabban működjön. Az előnyöket és hátrányokat mérlegelve lehet eldönteni, hogy két külön vállalatként érdemes-e működni, vagy az összeolvadás az optimális megoldás.

Pontosabban az elméletből (*Grossman – Hart 1986*) az következik, hogy két vállalat esetén az legyen a tulajdonos, amelyik várhatóan a szerződésben nem rögzíthető, jelentősebb beruházásokat teszi majd a jövőben. Ha ezen beruházások a két vállalat esetén hasonlóan fontosak, akkor két külön vállalatként működhetnek tovább. To-

vábbá megmutatható, hogy amennyiben a vállalatok eszközei kiegészítő jellegűek, akkor – a várakozásoknak megfelelően – az összeolvadás vagy együttes működés valamilyen formája az optimális. Intuitív az az elméleti eredmény is, miszerint minél nagyobb a verseny a beszállítók között (és ennek következtében minél kisebb az esélye, hogy feltartási probléma kialakuljon), annál kisebb az esélye az összeolvadásnak.

Mennyire felelnek meg ezen eredmények a valóságnak? Nem egyszerű ezen elmélet empirikus tesztelése, ugyanis nem egyértelmű, hogy mi is az a specifikus beruházás, amire nem lehet szerződést kötni, de aztán meghatározza a felek közötti kapcsolatot. *Acemoglu és szerzőtársai (2010)* amellett érvelnek, hogy a technológiai intenzitás, a K+F fontossága jó közelítő változó lehet. Az elméleti eredményeknek megfelelően azt találják egyesült királysági vállalatokat elemezve, hogy minél valószínűbb, hogy a technológiai intenzitás miatt fellépjen a feltartási probléma (azaz amikor az adott vállalat nagyon függhet a beszállítótól), annál valószínűbb, hogy megvalósuljon a vertikális integráció.

Woodruff (2002) mexikói adatokat használva azt vizsgálja, hogy cipőgyárak mikor lesznek tulajdonosai azon boltoknak, ahol a cipőket árulják is. A tulajdonlásnak vannak előnyei és hátrányai. Az elmélet alapján azt várjuk, hogy akkor nem a saját boltjában adja majd el a terméket a gyártó, ha az eladás olyan specifikus (és szerződésben nem kiköthető) beruházásokat kíván, amit a bolt csak akkor tesz meg, ha megfelelők az ösztönzők, azaz ha learathatja erőfeszítéseinek gyümölcsseit. Ez a helyzet abban a cipőszegmensben, ahol gyorsan változik a divat és az eladónak nagyon pontosan kell követnie a vevői igényeket, és csak magas minőségű szolgáltatással lehet a vevőket a boltba csábítani.

4. Alkalmazás: vállalati pénzügyek

Az általános elméleti eredményeknek számos alkalmazása van. Lássunk egyet vállalati pénzügyekből *Hart és Moore (1998)* cikkének szellemében! Tegyük fel, hogy van egy vállalat, amelynek forrásra van szüksége, mert terjeszkedni szeretne, és belső források nem állnak rendelkezésére. A vállalat megkeres potenciális befektetőket, akiknek a jövőbeli profitok bizonyos részét ígéri. Ám nem biztos, hogy jövőbeli profitokra vonatkozó szerződés vonzó a befektetőnek, aki kételkedhet abban, hogy a feltételezett profitok megvalósulnak. Előfordulhat, hogy a vállalat visszaél a befektető pénzével és például kreatív könyveléssel eltünteti a profitokat, vagy a forrásokat magasabb fizetésekre költi, esetleg újra befekteti ahelyett, hogy abból kifizetné a befektetőt.

Mit tehet a befektető? Mint az előző példában is, megveheti a vállalatot. Ekkor az ellenőrzési/döntési jogok hozzákérülnek, és megakadályozhatja az előbb leírt oportunista viselkedést. Vannak azonban hátrányai is, ha a befektető tulajdonos lesz. A vállalat vezetése ekkor kevésbé lesz érdekelt abban, hogy minél hatékonyabban

működjön, hiszen a hatékonyságból eredő nyereség nem lesz az övé. A befektetők szempontjából az a fő kérdés, hogy mit lehet tenni azért, hogy a vállalat minél hatékonyabban működjön, és egyben a vállalat a befektető érdekeinek megfelelően használja fel a tőle kapott forrásokat? A válasz egy olyan hitelszerződés, mely szerint a vállalat a nyereségektől független rögzített nagyságú összegeket fizet a befektetőnek, ami annak kellő hozamot biztosít. Amíg ezen kifizetések rendben megtörténnek, addig a vállalattal kapcsolatos ellenőrzési/döntési jogok a vállalatnál maradnak. A fizetések elmaradása esetén azonban ezek a jogok átkerülnek a befektetőhöz, aki elküldheti a vezetőket vagy felszámolhatja a vállalatot.

Ez nem csupán elméleti eredmény, hiszen például a banki hitelek is ilyen elven működnek. Amíg a hitelfelvevő képes fizetni a hitel törlesztőrészletét, addig ő élvezi a hitelből vett eszköz előnyeit, azonban a fizetés elmaradása esetén az eszköz a bank tulajdonába kerül. Számos értékpapír esetén is nem csupán az elvárt hozamot és a törlesztőrészletet állapítják meg, hanem olyan záradékokat is tartalmaznak, melyek értelmében a döntési/ellenőrzési jogok a hitelezőkhöz kerülnek, amennyiben a vállalat rossz teljesítményt nyújt.

4.1. Köz- vagy magánszolgáltató?

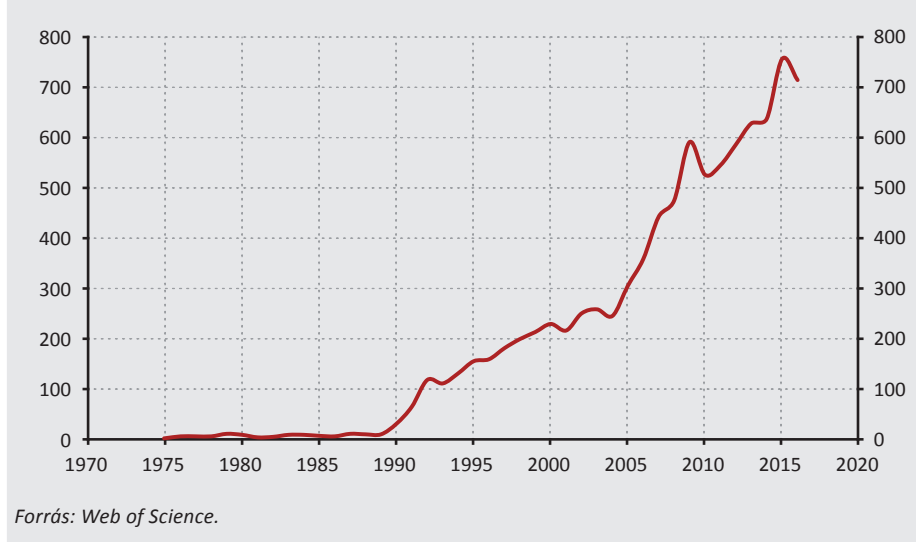
Hart munkássága kapcsán még egy témára térünk ki. Számos közszolgáltatás (például iskolák, kórházak, börtönök) kapcsán felmerül a kérdés, hogy a szolgáltató állami vagy magánvállalat legyen. *Hart, Schleifer és Vishny (1997)* kifejti, hogy a magánvállalat esetén azt várjuk, hogy jobban igyekszik innovatív megoldásokat találni, mert amennyiben kevesebb költséggel képes biztosítani a szolgáltatást, annál nagyobb lesz a nyereség, ami a tulajdonosok zsebébe vándorol. Ez akkor okoz problémát, ha a költségcsökkentést a minőség rovására éri el. Állami szolgáltatás esetén valószínűleg kevésbé keresi majd a vezető a hatékonyságjavulás lehetőségeit, de a minőségromlástól is kevésbé kell tartania. Tehát átváltás van a pozitív (hatékonyságnövelő) és a negatív (minőségcsökkentő) innováció között. Hart és szerzőtársai szerint az adott szolgáltatás természete dönti el, hogy állami vagy inkább magánvállalat nyújtsa az adott szolgáltatást. Ha a magas fokú minőség biztosítása kiemelkedően fontos, illetve a költségcsökkentés nagy valószínűség szerint minőségromlással jár, akkor az államnak érdemes a szolgáltatást nyújtania. A szerzők szerint ez a helyzet például a nagy biztonsági igényű börtönök esetén. De például a személyszállítás esetén a magánvállalatok jobb teljesítményt nyújthatnak.

5. Konklúzió

Rövid összefoglalónkban igyekeztünk az elméleti modelleket jellemző matematikai formalizáltság nélkül bemutatni a két Nobel-díjas munkásságának főbb eredményeit. Reméljük, egyértelművé vált, hogy miért fontos és miért nehéz olyan jó szerződések írni, melyek mindkét félnek megfelelő ösztönzést nyújtanak és hatékony végeredményre vezetnek.

A két Nobel-díjas munkássága nagyon megtermékenyítő hatással volt a közgazdaságtudomány szinte minden ágára, s a pénzügytől kezdve a viselkedési közgazdaságtanig számos területen fontos szerepet játszik. A következő ábrán azt mutatjuk be, hogy a Web of Science adatbázisában az időben hogyan alakul a szerződéselmélet kifejezésre talált hivatkozások száma. Valószínűleg nem kockázatos kijelenteni azt, hogy a téma fontosságát megjelenítő meredeken növekvő trend a jövőben is folytatódik majd.

1. ábra
„Contract theory” - Idézetek száma



Felhasznált irodalom

- Acemoglu, D. – Griffith R. – Aghion, Ph. – Zilibotti, F. (2010): *Vertical Integration and Technology: Theory and Evidence*. Journal of the European Economic Association 8(5):989–1033.
- Akerberg, D. A. – Botticini, M. (2002): *Endogenous Matching and the Empirical Determinants of Contract Form*. Journal of Political Economy, 110(3):564–591.
- Baker, G.P. – Gibbons, R. – Murphy, K. J. (1994): *Subjective Performance Measures in Optimal Incentive Contracts*. The Quarterly Journal of Economics, 109(4):1125–1156.
- Bergstresser, D. – Philippon, T. (2006): *CEO Incentives and Earnings Management*. Journal of Financial Economics, 80(3):511–529.
- Bertrand, M. – Mullainathan, S. (2001): *Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principals Are*. The Quarterly Journal of Economics, 116(3):901–932.
- Biró Péter – Csóka Péter – Kóczy Á. László – Radványi Anna Ráhel – Sziklai Balázs (2013): *Közgazdasági Nobel-Emlékdíj 2012: Alvin E. Roth És Lloyd S. Shapley*. Magyar Tudomány (2):190–199.
- Fama, E.F. (1980): *Agency Problems and the Theory of the Firm*. Journal of Political Economy, 88(2):288–307.
- Gibbons, R. – Murphy K. J. (1992): *Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence*. Journal of Political Economy, 100(3):468–505.
- Grossman, S. J. – Hart, O.D. (1983): *An Analysis of the Principal-Agent Problem*. Econometrica, 51(1):7–45.
- Grossman, S.J. – Hart, O.D. (1986): *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*. Journal of Political Economy, 94(4) 691–719.
- Hart, O. – Moore, J. (1998): *Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt*. The Quarterly Journal of Economics, 113(1):1–41.
- Hart, O. – Shleifer, A. – Vishny, R.W. (1997): *The Proper Scope of Government: Theory and an Application to Prisons*. The Quarterly Journal of Economics, 112(4):1127–1161.
- Holmström, B. (1979): *Moral Hazard and Observability*. Bell Journal of Economics, 10(1): 74–91.
- Holmström, B. (1982): *Moral Hazard in Teams*. The Bell Journal of Economics, 11(2): 324–340.
- Holmström, B. (1999): *Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective*. The Review of Economic Studies, 66(1):169–182.

- Holmström, B. – Milgrom, P. (1987): *Aggregation and Linearity in the Provision of Intertemporal Incentives*. *Econometrica*, 55(2):303–328.
- Homström, B. – Tirole J. (1993): *Market Liquidity and Performance Monitoring*. *Journal of Political Economy*, 101(4):678–709.
- Hong, F. – Hossain – A. List, T.J. – Tanaka, M. (2013): *Evidence from a Natural Field Experiment in Chinese Factories*. NBER Working Papers 19660, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Hong, H. – Kubik, J.D. (2003): *Analyzing the Analysts: Career Concerns and Biased Earnings Forecasts*. *Journal of Finance*, 58(1):313–351.
- Mirrlees, J.A. (1999): *The Theory of Moral Hazard and Unobservable Behavior: Part I*. *Review of Economic Studies*, 66(1):3–22.
- Royal Swedish Academy of Sciences (2016): *Scientific Background on the Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 2016 - Oliver Hart and Bengt Holmström: Contract Theory*. 50005:1–47.
- Woodruff, Ch. (2002): *Non-Contractible Investments and Vertical Integration in the Mexican Footwear Industry*. *International Journal of Industrial Organization*, 20(8):1197–1224.

A könyv, amely megjósolta Trump győzelmét*

Gábrriel Péter

Branko Milanovic:

Global Inequality: A New Approach for the Age of Globalization

Belknap Press: An Imprint of Harvard University Press, 2016, p. 320

ISBN-13: 978-0674737136

Az elmúlt évtizedekben a világgazdaság egyre integráltabbá vált. A globalizáció alapjaiban formálja át a világgazdaságot, aminek gazdasági és politikai következményei globálisan és a nemzetállamokon belül is egyre nyilvánvalóbbak. Branko Milanovic „Global Inequality – A New Approach for the Age of Globalization” című könyve segít eligazodni abban, hogy a globalizációnak kik a nyertesei és vesztesei, hogyan alakította át a globalizáció a globális jövedelemegyenlőtlenségeket, valamint milyen következményekkel járt eddig és mi várható a következő évtizedekben.

A szerző megítélése szerint a fejlett társadalmak hozzáállása a társadalmi egyenlőtlenségekhez meglehetősen ellentmondásos. Számos tekintetben rendkívül érzékenyek a megfigyelt jövedelemegyenlőtlenségekre, például a kizárólag nemhez vagy bőrszínhez kapcsolódó jövedelemkülönbségek nem elfogadhatók. Ezek csökkentésére a kormányzatok nagy hangsúlyt helyeztek és több területen értek el előrelépést. Az örökölt vagyoni helyzetből és a családi háttérből fakadó egyenlőtlenségek elvi szinten ugyancsak visszaszorítandók, azonban az ezen tényezőkhöz kapcsolódó egyenlőtlenségek a fejlett országokban is rendkívül nagyok, az egyenlő esélyekkel való indulás az életben a fejlett országokban is inkább csak mítosz. Végezetül más országok állampolgáraival a fejlettebb országok állampolgárai csak kis mértékben vállalnak közösséget, az országok közötti jövedelemegyenlőtlenségek csökkentése nem jelent prioritást. Ez annak fényében különösen lényeges, hogy a globális jövedelemegyenlőtlenség jelenleg elsősorban az országok közötti különbségekre vezethető vissza. A világ lakosságából egy tetszőlegesen kiválasztott személy esetében körülbelül kétharmad részben az határozza meg helyét a globális jövedelemeloszlásban, hogy melyik országban él.

A nemzetállamokon belüli jövedelemegyenlőtlenségek előtérbe helyezése részben érthető, hiszen a nemzetek jellemzően természetes közösséget alkotnak, az

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Gábrriel Péter a Magyar Nemzeti Bank főosztályvezetője. E-mail: gabrielp@mnbb.hu.

egyenlőtlenségeket befolyásoló gazdaságpolitikák is elsősorban a nemzetállamokhoz kötődnek. Maga a szerző sem foglal határozottan állást a globális jövedelemegyenlőtlenségek kapcsán felmerülő morális kérdésekben. Határozottan érvel azonban amellelt, hogy a jövedelemegyenlőtlenségek elemzésénél mindenképpen ki kell lépni a nemzetállami keretektől, mert a világ gazdaság integráltabbá válásával, a globalizáció erősödésével a nemzetállamokon belüli egyenlőtlenség változása is csak a globális változások ismeretében értelmezhető.

A könyv első fele bemutatja, hogy a globális, valamint az országokon belüli egyenlőtlenség hogyan változott az évszázadok folyamán, különös tekintettel az elmúlt néhány évtizedre, amely egyúttal a globalizáció felerősödésének az időszak. Az elemzést nagyban segíti, hogy – nem kis részben a szerző korábbi munkásságának köszönhetően – a globális jövedelemegyenlőtlenségek elmúlt néhány évtizedben megfigyelt változásáról részletes adatbázis áll rendelkezésre nemzeti lakossági felmérések összekapcsolásának köszönhetően.

A globalizáció jövedelemegyenlőtlenségekre gyakorolt hatása kettős. Egyrészt elsősorban Kína, India és más ázsiai országok gyors növekedése következtében az országok közötti egyenlőtlenségek csökkentek. Ez mindenképpen fontos előrelépés, hiszen az országok között egyenlőtlenségek növekedése gyakorlatilag a 19. század elejétől kezdve töretlen volt. Az elmúlt néhány évtizedben ez a tendencia megfordult. Míg az országok közötti jövedelemkülönbségeket a globalizáció mérsékelte, addig az országokon belüli egyenlőtlenségek jellemzően növekedtek. A fejlett országokban például a leggazdagabbak a globalizációnak egyértelmű haszonélvezői voltak a növekvő piacok és befektetési lehetőségek következtében, míg az alsó középosztály a megnövekedett olcsó munkaerőkínálat és a termelési láncok átrendeződése miatt a globalizáció vesztesének tekinthető.

A szerző részletesen számba veszi az egyenlőtlenség változását eredményező tényezőket. Ehhez visszatér az eredetileg Kuznets-hez köthető hipotézishez. Az eredeti hipotézis az ipari forradalom során, illetve az azt követően próbálta magyarázni a jövedelemegyenlőtlenség alakulását. Az érvelés alapján nagy technológiai változások esetén az új technológiák növelik a tőke hozamát, s mivel a tőke rendkívül egyenlőtlen eloszlású, így a jövedelemegyenlőtlenség is nő. A technológiai újítások elterjedésével, a verseny erősödésével a tőke hozama mérséklődik, ami az egyenlőtlenséget is mérsékelheti. Ezzel párhuzamosan a technológiai fejlődés növeli a keresletet a képzetlenebb munkaerő iránt, s így szélesebb körű közösségi szolgáltatások válnak elérhetővé. A munkaerő képzettségének emelkedése szélesebb társadalmi rétegek számára is lehetővé teszi a jövedelem emelkedését, ami csökkenti a jövedelemegyenlőtlenséget.

A Kuznets-i hipotézis támogatói 1970-es 1980-as években az egyenlőtlenségek fokozatos csökkenésére számítottak, amit az elmúlt évtizedek adatai nem támasztot-

tak alá. A nemzetállamokon belüli egyenlőtlenség jellemzően inkább növekedett. A szerző érvelése szerint ez azzal magyarázható, hogy az újabb technológiai változások újabb egyenlőtlenségi ciklusokat indítanak. Ennek megfelelően az egyenlőtlenségek USA-ban megfigyelt növekedése is elsősorban az információs technológiai forradalom következménye. Ugyanakkor a szerző is kiemeli, hogy a technológiai változásokhoz köthetők mellett számos egyéb tényező is befolyásolja a jövedelemegyenlőtlenség alakulását. Az egyenlőtlenség növekedésének mértéke az elmúlt évtizedekben az angolszász országokban például kifejezetten nagy volt, míg egyes európai országokban csak kisebb vagy egyáltalán nem volt növekedés az egyenlőtlenségben, elsősorban a növekvő állami újraelosztás következtében.

A könyv második fele a növekvő jövedelemegyenlőtlenség gazdasági, társadalmi, politikai következményeit, valamint a felmerülő gazdaságpolitikai dilemmákat tárgyalja.

Az országok közötti jövedelemkülönbségek egyik potenciális következménye a növekvő migráció a gazdaságilag fejletlenebb térségekből a fejlettebb országok irányába. A szerző véleménye szerint adminisztratív korlátok miatt a migráció jelenleg a lehetségesnél jóval kevésbé járul hozzá a globális egyenlőtlenségek mérséklődéséhez. Az adminisztratív korlátok, kvóták fokozatos lazítása azonban mind a küldő, mind a befogadó országokat jelentős kihívások elé állíthatja. A szerző ezek kezelése érdekében több megoldást is felvet. Az egyik az időszakra szóló munkavállalási engedélyek előtérbe helyezése, amelyek esetében feltétel, hogy a munkavállaló visszatérjen a küldő országba egy előre meghatározott minimális időtartamra. Ez a küldő országok számára lényegesen csökkentheti az agyelszívás kockázatát, valamint segítheti a technológiatranszfert. Ugyancsak megfontolandó lehet az egységes állampolgári jogok és kötelezettségek feladása a fejlett országokban. A bevándorló jogosultságainak mérséklésén keresztül a növekvő migráció elfogadottsága növekedhet a fogadó országokban. A migráció növekedésével párhuzamosan ugyancsak szükségesnek tűnik az intenzívebb nemzetközi koordináció. Ennek hiányában például a fogadó országok közül a nagyobb jövedelemegyenlőségre törekvők kellemetlen jelenségekkel szembesülhetnek, hiszen a szegényebb és képzetlenebb migránsok nagyobb valószínűséggel választanák ezeket az országokat célországként, míg a képzetesebb és gazdagabb bevándorlók inkább más országokat preferálhatnak.

A növekvő jövedelemegyenlőtlenség másik fontos társadalmi következménye a fejlett országokban a középosztály meggyengülése. A középosztály politikai jelentőségének csökkenése következtében gyengülhetnek a demokratikus intézmények, visszaszorulhatnak a szegényebb rétegeket támogató programok, és előre törhet a populizmus. A fenti folyamatok következtében a fejlett nyugati demokráciák stabilitása és globális dominanciájuk folyamatosan csökkenhet, a világ egyre inkább több központúvá válhat.

A könyv végén a szerző kísérletet tesz a jövedelemegyenlőtlenségek alakulásának hosszabb távú előrejelzésére. Az általa felvázolt jövő felemás. A globalizációt eddig is a győztes mindent visz elve jellemezte, ami a technológiai fejlődés következtében tovább erősödhet. Ez a jövedelemegyenlőtlenségeket tovább növelheti, például a többszörösen értékesíthető termékek és szolgáltatások arányának várható növekedése következtében. A jövedelemegyenlőtlenség mérséklését célzó gazdaságpolitikai eszközök hatékonysága mérséklődhet. Jelenleg az egyik leghatékonyabb eszköz a társadalom képzettségének emelése. A fejlettebb országokban ugyanakkor ez már kezdi elérni a korlátait. A magas képzettségi szint egyre általánosabbá válik, így a leggazdagabbak képzettségük tekintetében egyre kevésbé fognak kitűnni. A gazdagodás szempontjából növekvő szerepe lesz a társadalmi kapcsolatoknak és a szerencsének. Míg a fejlett országokban inkább a jövedelemegyenlőtlenség fokozódása várható, addig a globális egyenlőtlenség, elsősorban az ázsiai gazdaságok további gyors növekedésének köszönhetően, tovább mérséklődhet. Azonban ahogy az ázsiai országok fejlettsége közelíti a globális átlagot, úgy növekedésük a globális jövedelemegyenlőtlenséget már egyre kevésbé mérsékeli. A jövőben a globális egyenlőtlenség csökkenéséhez elsősorban az afrikai országok gyors növekedése járulhatna hozzá, erre utaló jelek viszont egyelőre nincsenek.

A jövő ugyan bizonytalan és nehezen jelezhető előre, a szerző azonban egy dologban biztos: Az egyenlőtlenségek elemzése tartósan a közgazdaságtan fókuszában marad, és ahogy a világgazdaság egyre integráltabbá válik, úgy elkerülhetetlen, hogy az egyenlőtlenség tanulmányozása is egyre jobban kilépjen a nemzetállami keretek közül.

A Fed és a pénzügyi válság*

Plajner Ádám

Ben S. Bernanke

The Federal Reserve and the Financial Crisis – Lectures by Ben Bernanke
Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 2013, 134 p.

ISBN: 978-0-691-15873-0

Ben Bernanke az USA jegybankja, a Federal Reserve System (Fed) elnöke volt 2006 és 2014 között. A könyv a 2012 márciusában a George Washington Egyetemen megtartott négy részből álló előadássorozatának leirata. Az előadások keretében Bernanke közérthető formában, gazdaságtörténeti megközelítésből bemutatja a fő jegybanki feladatokat, áttekinti a Fed tevékenységét egészen annak megalakulásától, majd részletesen kifejti a legutóbbi pénzügyi válság kialakulásának okait, ismerteti a Fed válságkezelő intézkedéseinek lényegét, és levonja a tanulságokat.

Első előadásában bemutatja a jegybankok gazdaságban betöltött szerepét, és vázolja az amerikai jegybank tevékenységét, annak létrejöttétől a második világháború végéig. A közgazdaságtan világában tájékozott olvasó számára a főbb jegybanki funkciók mibenléte és az ehhez kapcsolódó eszközök nem ismeretlenek. A jegybank a monetáris politika keretében elsősorban a kamatlábak befolyásolása révén igyekszik ösztönözni vagy visszafogni a gazdaságot, míg a pénzügyi stabilitás fenntartása érdekében szükség esetén végső hitelezőként likviditást nyújt az arra rászoruló hitelintézeteknek, megakadályozva ezzel a piaci pánik és a bankválságok kialakulását. Utóbbira az Egyesült Államokban a XIX. század második felétől gyakran szükség lett volna, hiszen sokszor, akár megalapozatlan pletykák alapján klasszikus bankpánikok alakultak ki. A bizalomvesztés következtében megrohamozott bankok tömegei buktak el, mígnem 1914-ben létrejött a Fed.

A Fed működésének első másfél évtizede gazdasági szempontból kedvező időszak volt, amelynek a tőzsde 1929-es összeomlása és az ezzel együtt induló válság vetett véget, amely komoly gazdasági visszaeséssel, deflációval, magas munkanélküliséggel járt, és a piaci bizalomvesztés ismét több bank megrohanásához vezetett. Bernanke szerint történelmi távlatból már megállapítható, hogy nem volt megfelelő a Fed ez idő alatt folytatott politikája, amely – többek között – hagyott szándékosan elbukni

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Plajner Ádám a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: plajnera@mnb.hu.

több ezer bankot. A válságot végül a lazább monetáris politika és a betétbiztosítási rendszer 1934-es bevezetése segítségével sikerült leküzdeni.

A második előadás röviden áttekinti a világháború utáni korszakot, majd részletesen bemutatja a legutóbbi válsághoz vezető okokat. A jegybank 1951-es függettlenedése teret engedett a monetáris politika eredményesebbé válásának, azonban annak idővel túlzottan laza volta a '70-es évek végére az infláció elszabadulásához vezetett. Ezt Paul Volcker elnöksége alatt sikerült leküzdeni, majd Alan Greenspan 1987-ben kezdődő, közel húszéves elnöksége alatt viszonylag stabil infláció és növekedés jellemezte az Egyesült Államok gazdaságát. A lakásárak a '90-es évek végétől azonban nagyon erőteljes emelkedésen mentek keresztül, a buborékok kialakulásának klasszikus folyamata volt megfigyelhető. Az emberek arra számítottak, hogy az emelkedés örökké fog tartani, ezért egyre többen vettek fel lakáshitelt, amit elősegített a hitelezési feltételek egyre lazábbá válása. Egyre kockázatosabb ügyfelek, egyre kisebb önrész mellett, gyakorlatilag a hitelképesség vizsgálata nélkül is hitelhez juthattak. Egy idő után azonban már olyan magasra emelkedtek a lakásárak, hogy a kereslet rohamosan visszaesett, így megindult az árzuhanás.

Eközben a jelzáloghitelekhez kapcsolódóan igen bonyolult pénzügyi termékek jöttek létre, elterjedtek az adósok nemfizetése ellen kötött biztosítások (CDS-ek) is, amelyek tényleges kockázatát még az ezekkel foglalkozó intézmények sem voltak képesek felmérni. Bernanke arra is kitér, hogy a szabályozói oldalon komoly hiányosságok voltak, a Lehman Brothersre például gyakorlatilag nem is vonatkozott komolyabb szabályozás. Maga is belátja, hogy a Fed nem fordított kellő figyelmet a rendszerszintű kockázatok felmérésére, korlátozására. Kitart azonban azon álláspontja mellett, hogy a monetáris politikának nem volt kitüntetett szerepe a lakásárak elszabadulásában.

Harmadik előadásában bemutatja annak folyamatát, ahogyan a kockázatos hitelek százainak, ezreinek, akár más típusú adósságelemekkel történő összekapcsolásával létrejövő, még kockázatosabb értékpapírok miként vezettek bizalmi válsághoz a pénzügyi piacokon. A különböző kockázatú részekre feldarabolt értékpapírokat a befektetők viszonylagos nyugalommal vásárolhatták, hiszen a hitelminősítők a legjobb minősítést adták ezeknek, és még garanciát is igénybe vehettek az erre szakosodott biztosítóknál a mögöttes jelzáloghitelek nemfizetésének esetére. Nem is igazán a nemteljesítések okozták az igazi problémát, hanem az, hogy nem lehetett tudni, mely befektetőknél vannak a legkockázatosabb részek, kinek kell majd viselnie a legnagyobb veszteséget. Ez volt az, ami bizalmi válsághoz, a piac teljes kiszáradásához vezetett. Az értékpapírokat birtokló befektetési bankok eszközeik eladására kényszerültek, az eladási hullám pedig az értékpapírok árát a mélybe taszította.

A Fed jelentős mértékű likviditásnyújtásba kezdett, több mint 21 ezer hitelt nyújtott, nemcsak a bankok, hanem egyéb pénzügyi intézmények részére is. Bernanke ezek

közül két esetet emel ki. Egyrészt a pénzpiaci alapok meghitelezését, amellyel hozzájárultak az ezekből az alapokból megindult forráskivonás megállításához, másrészt a világ egyik legnagyobb biztosítójának megmentését, amelyre azért volt szükség, mert a mögöttes jelzáloghiteleken keletkező veszteségek már olyan magasra szöktek, hogy azok kifizetésének kötelezettsége még ezt a hatalmas intézményt is a csőd szélére sodorta. Ez a Fed megítélése szerint globális léptékű kockázatot jelentett, ezért nem kevesebb, mint 85 milliárd dollárnyi likviditást biztosított a cégnek. Bernanke megítélése szerint ez elkerülhetetlen, szükséges lépés volt, ugyanakkor utólag is kifejezi jelentős aggályait.

Végül, negyedik előadásában a válságból leszűrhető tanulságok, a jegybanki és felügyeleti működésben szükséges fejlődési irányok kerülnek a középpontba. Hangsúlyozza, hogy a válságkezelésben alapvetően nem volt igazán sok új, korábról nem ismert elem. A jegybank egyszerűen betöltötte végső hitelezői funkcióját, az állam pedig feltőkésített bizonyos pénzügyi intézményeket, valamint garanciát vállalt kötvényeikre. Voltak azért újdonságok is: a banki stressztesztek pozitív eredményének kommunikálása nagyban segítette a piaci bizalom helyreállítását; a 2009 márciusában elindított, nem hagyományos monetáris politikai eszköz, a mennyiségi lazítás sikeresen hozzájárult a hosszabb hozamok csökkentéséhez; a jövőben tervezett intézkedések transzparens kommunikációja és az előretekinthető iránymutatás pedig szintén nyugtatólag hatott a piacokra.

A pénzügyi felügyelet a válság tanulságaiból kiindulva erősebb jogköröket kapott, létrejött a rendszer egészét átlátó szervezet, szigorúbbak lettek a tőkekövetelmények, időről-időre stresszteszteket végeznek a kockázatok feltárására, és mára átláthatóbbak lettek az egzotikus pénzügyi eszközök is. A legfontosabb talán azonban a „too big to fail” probléma megoldására tett kísérlet: megkezdődött a rendezett bukás feltételeinek megteremtése. Bernanke végső következtetése szerint a jegybankoknak a jövőben nem szabad a pénzügyi stabilitás fontosságát a monetáris stabilitás alá rendelniük. A monetáris politika hasznos, de nem mindenható eszköz.

Egyszerűsítés, hatékony kormányzás*

Korencsi Attila

Cass Robert Sunstein:

Simple(r) – The Future of Government

Simon & Schuster, New York, 2013, p. 260

ISBN: 978-1-4767-2659-5

Cass Robert Sunstein amerikai jogászprofesszor egyetemi kutatómunkát végez, majd felkéri egy általa mindig is vágyott feladatra: a jogi normák formálója lehet. Sunstein 2009 és 2012 között az OIRA (White House Office of Information and Regulatory Affairs, vagyis a szövetségi kormányzat Információs és Szabályozási Ügyek Hivatala) vezetője, a nagy gazdasági világválság óta a legnehezebb időszakban. A válságkorszakokban azonban mindig kiizzadnak magukból új értéket, vagy visszatálnak a már jól bevált, de elfeledett régihez.

Ez a könyv arról szól, hogyan lehet a dolgokat egyszerűbbé tenni. A lényeges dolgok egyszerűek, s ezeken az egyszerű evidenciákon nyugszik az egész bonyolult világ. Ha ezeket az egyszerű, de lényeges dolgokat azonosítjuk, választ adnak sok bonyolultnak látszó kérdésünkre is. Ezeket az alapkérdéseket feszegeti Sunstein is, aki ebben a könyvében a kormányzati munka, a jogalkotás egyszerűsítéséről szerzett tapasztalatainak esszenciáját tárja elénk.

Miként lehetnek a kormányok jobbak, hogyan intézhetik a dolgokat hatékonyabban? A hatékonyabb kormányzás egyúttal jobb kormányzás is? Kétségtelen, hogy a hatékony kormányzás eredményeként szinte akadálymentesen érvényesülnek a döntéshozói szándékok, de ez még csak technika. A tartalom, a szabályozás tárgya ugyanilyen fontos, sőt meghatározó tényező. A kormányzás jobbá tételének szándéka mögött értékválasztás húzódik meg. El kell döntenet, mit akarunk csinálni, s mit nem. A hatékonyság fejezi ki, hogy milyen közvetítő eszközöket használunk annak érdekében, hogy az értékválasztásunk megvalósuljon. A szabályalkotói értékválasztást meg kell fogalmazni, el kell juttatni a szabályozás címzettjeihez oly módon, hogy a szándék világos, a norma érthető és követhető legyen. Ez lehet a hatékony kormányzás alapja.

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Korencsi Attila a Magyar Nemzeti Bank főosztályvezetője. E-mail: korencsia@mnk.hu.

A kormányzat felelőssége, hogy kezelje a társadalmi, gazdasági kihívásokat. Ezek egy része a kormányzat befolyásoló hatáskörén kívülről jön, vagyis adottságként kell figyelembe venni, amire azonban reagálni kell. Más részük viszont a hatókörünkben van, ezek vonatkozásában proaktívnak kell lenni. Ha túlszabályozással túlreagálunk egy kihívásra, elveszíthetjük az egyszerűségben rejlő erőt. A sok néha kevesebb és gyengébb.

A szabályok csökkentése és egyszerűsítése vajon kevésbé szabályozottságot jelent-e? Természetesen itt is igaz, hogy a helyes középutat kell megtalálni. Nem minden élethelyzet igényel azonos mélységű és részletezettségű szabályt. A lényegre kell megragadni, s ha azt sikerült megtalálni, akkor sok járulékos kérdés szinte magától rendeződik. A lényegi szabály automatikusan rendezi a következményi, illetőleg a kapcsolódó kérdéseket is. Példaként vehetjük a tízparancsolatot. Kevés, jól átlátható, de kellően sok területet átölelő szabályok együttese. Hatékony, mert a lényeges kérdéseket ragadja meg, értékelvű, mert határozott értékválasztással él. Az alapkérdéseket rendezi, a részletek már ebből következnek. Természetesen az összetett társadalmi és gazdasági rendszerek megkövetelnek egy kellően részletes normarendszert, ugyanakkor fenn kell maradnia annak a strukturális áttekinthetőségnek, hogy bármely bonyolultnak tűnő viszonyrendszerben is megragadhatók maradjanak az alapvető értékek.

Válságidőszakban a lényegre kell koncentrálni. Ez a szándék jogszabályban is testet ölt. Olyan szabályozási rendszer szükséges, amely csökkenti a társadalom terheit, fenntartja a rugalmasságot és az állampolgárok választási szabadságát. Senki nem szeret szabályok dzsungelében élni, hát még akkor, ha a válság okozta problémák és terhek amúgy is behálózzák és nyomasztják az életünket. Rendet kell rakni a problémák özönében. A rendet persze nem rakni, hanem tartani kell. De előfordulhat olyan helyzet, hogy a rendtartás megbillen, előáll a rendtelenség, ilyenkor elkerülhetetlen a rendrakással járó nehézség vállalása.

Sunstein az egyszerű, alacsony költségeket eredményező és a szabadságot megőrző megközelítésmód híve. A valóság ismeretére alapozó kormányzást tekinti olyannak, amely érdemben képes az emberi élet minőségi javítását elérni. Figyelembe veszi a viselkedési közgazdaságtan eredményeit. A viselkedési közgazdaságtan komplex módon vizsgálja a gazdasági, társadalmi folyamatokat befolyásoló tényezőket, tanulmányozza a szociális, kognitív és érzelmi tényezőket, ezek hatását a gazdasági döntésekre az egyének és az intézmények szintjén egyaránt. Integrálna a pszichológiai és az újklasszikus közgazdasági elméleteket, viselkedési modelleket állít fel. Elemzi, hogy milyen tényezők befolyásolják az embereket, amikor alternatív lehetőségek közül választanak, arra is figyelemmel van, hogy az emberek ténylegesen miként cselekszenek, nemcsak arra, hogy a közgazdaságtani elméletek szerint milyen cselekvés feltételezhető, modellezhető. A döntések tapasztalati tények általi megalapozása legalább annyira fontos, mint a józan ész figyelembevétele a döntésekben.

Tapasztalati tények alapján hozunk döntést, dogmák, megérzések és anekdotikus információk helyett. Ha dogmák alatt olyan berögződöttségeket értünk, amelyeknek kapcsolata a valósággal legalábbis ellenőrizetlen, akkor természetesen jogos időnként döntögetni őket. De kérdés, hogy minden megváltoztatható-e? Miért kapcsolódik a megváltoztathatatlanság a dogmákhoz? Nem spórolható meg, hogy a dogma tartalmát is vizsgálat alá vegyük. Ha ezt feltárjuk, szembe találhatjuk magunkat olyan értékekkel, amelyek megőrzésre, továbbvitelre érdemesek. Hűség és kreativitás soha nem egymást kizáró fogalmak, hanem szerencsés esetben, együttesen alkalmazva őket, a legjobb eredményt hozhatják.

Sunstein az indokolatlan komplexitás, a halmozódó terhek és költségek ellen kívánt fellépni a szabályozás egyszerűsítésével. Ahányszor törvény lehetővé tette, az OIRA-ban végzett munka során mindig ragaszkodtak az új jogszabállyal járó várható költségek és hasznok körütekintő elemzéséhez. A gazdasági növekedést és a munkahelyteremtést állították középpontba, biztosítva azt, hogy egyik cél se rendelődjön alá a másiknak.

A már meglévő jogszabályokat is időszakonként felül kellett vizsgálni, hogy valóban betöltik-e még funkciójukat. A dereguláció alapja annak vizsgálata, hogy szükségese-e, s ha igen, a meglévő formában hatékonyak-e, vagy a szabályozói célt megtartva módosítani kell őket. A szabályalkotónak fel kell tennie azokat a kérdéseket, hogy a szabályozás mit fog eredményezni, mit akarok, hogy eredményezzen? Ezek megválaszolására ma már egyre szélesedő tudományos eszköztár áll rendelkezésre. A jogalkotást megelőző és a hatályos jogszabály utólagos értékelését el kell végezni, ezen munka során jó vezérfonal lehet az egyszerű, de a lényegyet kifejező elv: a jót meg kell tenni, a rosszat kerülni kell. Természetesen jókora bátorság kell mindkettőhöz.

A Sunstein által bemutatottak szerint az Egyesült Államokban az OIRA a szabályozási küzdőtér. A szövetségi végrehajtási jogszabályokat nem lehet kibocsátani az OIRA gondoskodó részvétele nélkül. A törvények végrehajtásáról rendelkező, a részletszabályokat meghatározó rendeletek az amerikai jogrendszerben sokszor nélkülözhetetlen jogszabályok, mert számos törvény önmagában még szinte alkalmazhatatlan, annyi kérdést utal a végrehajtó kormányzati szervek hatáskörébe. A törvényhozó persze nem lustaságból hagyja a részletszabályok megalkotását másra, hanem azért, mert tudja, hogy alapvető dolga a stratégia, a koncepcionális kérdések eldöntése, s azt is tudja, hogy a részletszabályokat azon a szinten kell meghozni, ahol a szabályalkotónak az ehhez szükséges információ rendelkezésére áll.

Az OIRA ezen végrehajtási jogszabálytervezeteket felülvizsgálja a kibocsátás előtt. Az OIRA szakapparátus átnézi a tervezeteket és véleményezésre megküldi a témában érintett minisztériumok és hivatalok részére is. Ez egy széleskörű közigazgatási

egyeztetési folyamat, ami biztosítja az érintett felek részvételét, az információk megfelelő megosztását.

Feltehetjük azonban azt a kérdést, hogy mire való mindez? Miért költjük a pénzt szabályozó hatóságokra? A polgárok az elvárásaikat tartják fontosnak. Legyen biztonságos élelmiszer, tiszta levegő, iható víz stb. Ehhez azonban szabályok is kellenek. Persze nem mindegy, hogy mennyi és hogy milyen.

Egy társadalom sem működőképes szabályok nélkül. Friedrich Hayek gondolata szerint egyetlen társadalmi rendszerben sem lehet az állam passzív. Az állam legyen legalább reflektív, de sokszor proaktív is. A világ dolgairól az államnak kell legyen véleménye, s ott, ahol szükségesnek tartja, szabályozás által is befolyásolja azokat. Egy hatékony, versenyképes rendszernek szüksége van ésszerűen megtervezett és folyamatosan karbantartott jogi keretrendszerre. A jól megválasztott szabályozási keretrendszer a szabályozókat is szabályozza, kordában tartja. Tehát a választási lehetőségek megalkotói számára is szükség van a választási lehetőségek architektúrájára.

Sunstein nem a jelen könyvben foglalkozik először az ösztönző, befolyásoló szabályok („nudges”) világával. Richard Thalerrel együtt nagyszerű könyvet írtak a boldogságot, egészséget előmozdító ösztönző szabályokról¹. A befolyásoló, ösztönző szabály nem kényszeríti a döntésre, hanem megtartja a választás szabadságát, de felkínálja a lehetőséget, hogy az ember a saját érdekének legmegfelelőbb döntést hozza meg. Olyan szabályok ezek, amelyek megkönnyítik a választást, információval látnak el, felhívják a figyelmet a választási lehetőségekre, s ösztönöznek is a választás megtételére. Tedd a dolgokat egyszerűvé és átláthatóvá, hogy mindenki megtalálja a neki megfelelőt a felkínált lehetőségek közül.

A szabadpiac és az egyéni szabadság a választás szabadsága. Ez a tipikus amerikai életelv. Az egyén tudja, mit akar, mi a jó neki. Engedni az embereket, hogy a maguk útját járják. Ez a tévedés szabadsága is. Ez az amerikai életérzés a kezdeti „honfoglalás” időszakára nyúlik vissza, de a világ azóta sokszorosan bonyolult lett, legalábbis ami a minket körülvevő technikai, technológia fejlődés vívmányait illeti. Az emberek mindig is igénybe vettek segítséget döntéseik meghozatalához, bölcs emberek tanácsait kérték ki, mások tapasztalatára is hagyatkoztak. Ma fokozottan szükségünk van erre, döntéseinkben a legtöbben segítséget is igénybe veszünk. A befolyásoló, ösztönző szabályok is ilyen állami segítségnyújtási funkciót töltenek be, informálnak, de meghagyják a döntés lehetőségét. Az ösztönzők világa az emberi gondolkodás és cselekvés pontos megértésén alapul. A legjobb ösztönzők alacsony költség mellett jelentős haszonnal járnak.

¹ Richard H. Thaler, Cass R. Sunstein, *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness* (New Haven, CT: Yale University Press, 2008).

Az emberi gondolkodás két kognitív rendszerből áll. Az első automatikus, ösztönös, intuitív, a második megfontoló, értelmező, képes kezelni az összefüggéseket, bonyolult helyzeteket. Amikor költség-haszon elemzést végzünk, akkor lelassítjuk a gyors, automatikus döntéshozatalt, elgondolkodunk a lehetőségen, értékeljük a költségeket és a várt hasznokat.

Az emberek hajlamosak halogatni döntéseket. A halogatásban benne van az is, hogy csak rövid távra gondolunk, a hosszú távra szóló tervezés nehézségeibe ütközünk. A jövő mintha beláthatatlan lenne. Ez attól is függ, hogy tudunk-e távlatokban gondolkodni, van-e jövőképünk? Tágabb perspektívába helyezzük-e a mai döntéseinket? Merünk-e elköteleződni? Érvényesek ezek a kérdések egyéni és társadalmi szinten egyaránt. A jövőre kiható döntéseket is a jelenben kell meghozni. A modern kor embere számára elveszett a horizont. Mai rövidlátásunk azonban veszélyeket hordoz. Fel kell derítenünk, mi az, ami eltakarja előlünk a távlatot. Azonosítanunk kell ezeket a szemünk elé tornyosuló dolgokat, meg kell vizsgáljuk, hogy valóban szükségesek-e, vagy eltávolíthatók.

Az automatikus szabályozásnál az a kiinduló feltételezés, hogy az emberek érdekében áll, jogaikat védi. Ilyen automatikus szabály például, ha egy szolgáltató nem küld reklámokat, nem adja ki adatainkat más szolgáltatónak marketingcélokra, csak akkor, ha ezt kifejezetten kérjük tőle. Ha nem kérjük, akkor az automatikusan érvényesülő szabály alapján nem teheti meg. Egy másik példa szerint az egyik európai országban a szervadományozási ráta 99 százalék, a másikban pedig csak 12 százalék. A különbség oka az, hogy az egyik országban automatikusan érvényesülő szabály szerint minden elhunyt esetében lehetőség van ép szerveinek felhasználására szervátültetés céljából, hacsak az illető korábban kifejezett rendelkezéssel ki nem zárta ennek lehetőségét. A másik országban pedig csak akkor használhatók fel a szervek, ha az illető ehhez korábban kifejezett hozzájárulását adta. Szignifikáns különbség ez a módszer és az eredmény tekintetében.

Az emberi természet eredendő hibái között előkelő helyet foglal el a lustaságra való hajlam. Örülünk egy előírásnak, ha nem kell semmit csinálni. Megerősít bennünket abban, hogy az előírás biztosan helyes, hiszen ez a többség, illetve az irányítók által helyesnek tartott irány. Ez a megfelelőbb választási alternatíva, nem a másik.

Milyen tehát a jó automatikusan érvényesülő szabály? Azt tükrözi, amit a legtöbb jól informált ember választana. Viszont olyan esetekben, amikor túlságosan megoszlanak a vélemények egy adott kérdésben, ne alkalmazzunk automatikus szabályt, akkor tehát, ha több egyaránt jó, versengő alternatíva létezik.

Az egyén jobban azonosul a társadalmi normakövetéssel, mint az állam előírásaival. Az állam távol van, az állami jogszabály helyes voltáról, megfelelőségéről még nem mondott senki ítéletet. De ha a társadalmi többség követi az állami normát,

akkor az feltehetően helyénvaló szabály, az egyén is a társadalom tagja, közelebb érzi magához, jobban otthon érzi magát ebben a közegben. A normakövetéshez elvárt belső azonosulás jobban kialakul, ha a társadalom nagy része követi a normát. A szankciótól való félelemből, külső kényszer hatására történő normakövetés is végső soron a szabály érvényesülését eredményezi, de hiányzik a belső motiváció. A társadalmi presszió is persze egyfajta külső kényszer, de mégis csak a velem egy közösségbe tartozók igazolták a norma helyességét.

A normatív szabályozásnak a társadalmi elvárást kifejező funkciója is van. A jogalkotó – a társadalom képviselőjében – ismeri fel a szabály szükségességét, fogalmazza meg a normát és kéri számon az alkalmazását. Ez alkalmazkodást követel meg mindenkitől, végső soron egymáshoz.

A jogszabályok a társadalmi normák kifejező eszközei. Egyrészt artikulálják a társadalmi közmegegyezést a szabályozás tárgyával kapcsolatban, másrészt szerepük van a kormányzati értékválasztás közvetítésében, a dolgok társadalmi megítélésének formálásában.

Mit jelent az egyszerűsítés a jogalkotásban? Kevesebb szabály, több józan ész. Azonban a Wall Street megreformálását célul tűző Dodd-Frank törvénycsomag sem az egyszerűségéről, rövidegéről híres, noha céljai között a pénzügyi visszaélések megelőzése és fogyasztóvédelmi szempontok is szerepelnek fő helyen. Nem az a cél, hogy visszaszoruljanak a szövetségi kompetenciák, hanem az, hogy az állam feladatainak jelentős csökkentése nélkül a kormányzás legyen hatékonyabb, sokkal kevésbé rendezetlen és kontraproduktív, és ahol lehet, legyen egyszerű. Ez lehet önmagában is eléggé forradalmi célkitűzés. Az egyszerűsítés egyes területeken több döntési szabadságot, más területeken akár a korábbinál több és részletesebb szabályt is eredményezhet. A sikeres működést a szakmailag felkészült közigazgatás és az értékválasztásokat közvetítő politika együttesen adja. Minél inkább egyetértés van egy társadalomban a követendő értékrendről, annál kisebb az esélye és szüksége a bürokratikus szabályozásnak. Az Amerikai Egyesült Államok büszke alkotmányos rendjére, az alkotmány rendelkezéseit, tekintélyét nem kérdőjelezi meg. Természetesen nem a betű érdemel tiszteletet, hanem a több évszázados jogi kultúra, amely hordozza az írott szabályt és életté változtatja.

Új Selyemút a jövőbe Beszámoló a 2017. január 23-i Lámfalussy Lectures konferenciáról*

Tóth Ferenc

A Magyar Nemzeti Bank (MNB) 2017. január 23-án – mintegy 450 fő részvételével – immár negyedik alkalommal rendezte meg a Lámfalussy Lectures Conference nevű találkozót Lámfalussy Sándor kiemelkedő, magyar származású európai közgazdász emlékére. A konferencián az üzleti szféra képviselői, számos neves közgazdász és politikus vett részt – köztük *Orbán Viktor* miniszterelnök, *Jacques de Larosière*, az IMF volt vezérigazgatója, a Banque de France egykori elnöke, az EBRD korábbi vezérigazgatója, *Tien Gouli*, a Bank of China elnöke és *Sir Paul Tucker*, a Bank of England korábbi alelnöke.

A konferenciát hagyományosan megelőző Lámfalussy Gála – tekintettel az olaszországi busztragédia magyar áldozatainak emlékére elrendelt hétfői nemzeti gyásznapra – elmaradt, így a Magyar Nemzeti Bank által alapított Lámfalussy- és Popovics-díjak átadására – kivételesen – a Lámfalussy konferencia keretében került sor. A Lámfalussy-díj odaítélésével az MNB olyan, nemzetközileg is kiemelkedő szakmai teljesítményeket díjaz, amelyek befolyással vannak a nemzetközi monetáris politikára. A Lámfalussy-díjat idén *Jacques de Larosière* kapta. Az MNB első elnökéről elnevezett Popovics-díjjal a közgazdaság és a pénzügyek területén végzett kiemelkedő szakmai munkát jutalmazza a jegybank. A Popovics-díjat *Virág Barnabás*, a Magyar Nemzeti Bank Monetáris politikáért, pénzügyi stabilitásért és hitelösztönzésért felelős ügyvezető igazgatója kapta.

Matolcsy György, a Magyar Nemzeti Bank elnöke nyitóbeszédében elmondta, a konferencia célja, hogy erős politikai, intellektuális, gazdasági, pénzügyi és emberi hidakat építsünk Európa és Ázsia között, konkrétan az Európai Unió és Kína között. Európa egy furcsa kontinens: az elmúlt ötszáz évben egy egyedi európai sikertörténetet sikerült felépíteni. A múlt század első felében azonban romba döntöttük Európát, második felében sikerült újjáépíteni és nagyon erős együttműködést kialakítani az Európai Unió keretében. Az euro bevezetése is ígéretes vállalkozásnak indult, és először nagy sikernek bizonyult, de 2008 után kiderült, hogy nagy hibá-

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Tóth Ferenc a Magyar Nemzeti Bank Monetáris politikáért és hitelösztönzésért felelős ügyvezető igazgató tanácsadója. Email: tothf@mnbb.hu.

kat követtek el Európai Unióban és az eurozónában. Ennek következtében romba dőlt az eredeti európai jövőkép, sok munkahely megszűnt. Az európai közös pénz pozíciója is meggyengült, aminek egyik oka az Európai Unió gazdaságpolitikájának hibáiban gyökerezik. Lámfalussy Sándor számos alkalommal hangsúlyozta a pénzügyi stabilitás fontosságát, amelyre nagy szükségünk van ahhoz, hogy növekedés és munkahelyek legyenek, hogy újra felépítsük a válságban megtépázott Európa jövőjét. Ezt azonban nem megszorító intézkedések segítségével kell elérni, mert ezek munkahelyek és a GDP-növekedés megszűnéséhez és bizalomvesztéshez vezetnek, és egy fenntarthatatlan makrogazdasági utat eredményeznek. Annak érdekében, hogy újraépítsük Európát és sikeressé tegyük az eurót, pénzügyi stabilitásra van szükség, hogy újra legyen gazdasági növekedés, európai jövőkép és munkahelyek. A nyitóbeszéd fő üzenete az a javaslat, hogy építsünk erős hidakat az Európai Unió és Ázsia között, elsősorban Kínával. Az „Egy Övezet, Egy Út” kínai koncepciónak az Európai Unió, azon belül a közép-kelet-európai régió – és különösen Magyarország – lehet az egyik nyertese.

Az európai integráció jövőjével kapcsolatban *Jacques de Larosière* szerint hiányzik a hosszú távú jövőkép, az egyértelmű stratégia. Erőteljesebb konvergenciára, homogenitásra lenne szükség az eurozóna tagállami között a gazdasági teljesítmény tekintetében, mivel jelenleg versenyképességi mutatóik jelentősen eltérnek. Ennek érdekében egy „konvergencia-minisztériumot” kellene létrehozni, amely elősegítené a szükséges gazdasági kiigazítások megvalósítását. Az Európai Unió nem tudja kiegyenlíteni a strukturális különbségeket a tagállamok között. Ez lehetett volna a cél, de ezt már a letelején kizárták, pedig nagyon fontos a legalább minimális szintű konzisztencia, ami az Európai Unió egyik oszlopának kellene lennie. Az igazi kérdés, hogy az európai rendszer időben megkongatta-e a harangokat, hogy figyelmeztessen a problémákra. A válasz: nem, ez az EKB figyelmeztető jelzései ellenére sem történt meg. Végül, de már későn, a piaci jelzések váltották ki a reakciókat. Összességében az Európai Unió tagállamainak konvergenciája bukás. Nem olyan Európára van szükség, ahol egyre több a szabályozás, és egyre több korlátozással terhelik a befektetőket, hanem ahol a tőke mindkét irányban szabadon áramolhat. Emellett fontos, hogy nem kérhetünk további fiskális megszorításokat olyan országokban, ahol most is nagy a munkanélküliség.

Tien Gouli, a Bank of China elnöke előadásában elmondta, hogy az „Egy Övezet, Egy Út” kínai kezdeményezés jövőképet és számos lehetőséget tartogat. Összekapcsol két kiemelkedő fontosságú piacot. Az egyik végén Európa büszkélkedhet a fejlett technológiájával és nagy tapasztalataival, a másik végén Ázsia áll, a rá jellemző gyors növekedéssel, óriási kereslettel és a bőséges munkaerővel. Kölcsonösen kiegészítik egymást, és ha egyszer ez a két piac integrálódik, a világ leghosszabb gazdasági folyosóvá válik majd, a legnagyobb potenciállal. Ezt a kezdeményezést Xi Jinping kínai elnök 2013-ban javasolta, és az ENSZ is nagyra értékelte. Magyarország volt az első európai ország, amely aláírta Kínával a vonatkozó együttműködési megállapodást.

Az első hangsúlyos terület az infrastruktúra, azzal a céllal, hogy megvalósítsa az infrastrukturális összeköttetéseket. Kiemelte a – várhatóan 2017-ben befejezésre kerülő – Budapest-Belgrád vasútvonal fejlesztését, amely kulcsfontosságú kapcsolatot jelent a kínai-európai szárazföldi és tengeri expressz útvonalon, és amely elősegíti, hogy Magyarország regionális közlekedési és logisztikai központtá váljon.

A második hangsúly a termelésen van, azon, hogy támogassák a kínai-európai kapacitási együttműködést, valamint gazdasági és kereskedelmi együttműködési zónák létrehozását. Az európai és kínai vezetők konszenzusra jutottak abban, hogy összehangolják a kínai kezdeményezést az európai Juncker-féle beruházási tervvel. A harmadik fókuszpontot az intézményekre és rendszerekre helyezik, a kereskedelem és a beruházások megkönnyítése érdekében.

A pénzügyi források tekintetében nagy szerepe lesz a projekt keretében az Ázsiai Infrastrukturális Beruházási Banknak (AIIB) és az Európai Újjáépítési és Fejlesztési Banknak (EBRD). Utóbbihoz Kína 2016-ban csatlakozott.

Orbán Viktor miniszterelnök beszédében felidézte Lámfalussy Sándorhoz fűződő emlékeit, aki tanácsadóként munkatársa volt, és aki különbséget tudott tenni az aktuális politikai rezsim és a haza között, ami nagy bölcsességre vall. Lámfalussy Sándor nyitott szellemű, egyenes jellemű ember volt. A miniszterelnök kifejtette, hogy mi az érvelés alapú demokrácia hívei vagyunk. Az euróhoz szilárd politikai akaratra volt szükség. Lámfalussy Sándor azt mondta, hogy a politikusok előbb-utóbb be fogják látni, hogy a monetáris unió mögé muszáj létrehozni egy fiskális és politikai uniót.

Lámfalussy Sándortól megtanultuk, hogy a sikeres gazdaságpolitika alapja a politika, annak is a stabilitása. Az erős gazdaságnak előfeltétele, hogy a pénzügyi világ és a politika képviselői egy irányba húzzák a szekeret. Amikor az MNB ellenzékben volt, Magyarország sokat szenvedett, feleslegesen. Mióta nincs ellenzékben az MNB, és keresi az együttműködést a mindenkori vezetéssel, azóta látványos a gazdasági fejlődés.

2008 óta paradigmaváltás zajlik a világgazdaságban és a politikában. A sikeresség fokmérője, hogy ezt a változást mennyire tudják követni az egyes országok. 1990 után 20 éven át egypólusú volt világ. Az új paradigma több erőközpontú világról szól, de nincs erről közmegegyezés.

Az egyik kiemelt kérdés: Hogyan értelmezzük a mai világhelyzetet? A legnagyobb állam, az USA elnöke nagy változásokat célzott meg. Egyik kulcsmondata: „Minden nemzetnek joga van ahhoz, hogy saját magát tegye az első helyre”. A multilaterizmusnak vége van, és a bilaterális kapcsolatok időszaka köszöntött be. Ez jó hír nekünk. Több pólus, több modell lesz, ezért megnyílik a tér a bilaterális megoldások előtt. Ma az tartja fenn a világgazdaságot, hogy különböző gazdasági modellek vannak. Ez lehetőségeket tartogat.

Oroszország túlélte a nyugati izolációs és rendszerbuktató kísérleteket, az alacsony olajárát, a szankciókat, a civil szervezetek működését. Európában különösen nem ésszerű figyelmen kívül hagyni az Oroszország jelentette erőt és egyben lehetőséget.

Fontos figyelni arra, hogy rég elfeledett kereskedelmi útvonalak élednek újra. Ennek első lépése a kínai „Egy Övezet, Egy Út” kezdeményezés.

A másik fontos kérdés: Hogyan fest Európa Közép-Európából nézve? A válasz: alig ismerünk rá. Négy nagy válsággal küzd egyszerre, de eddig egyiket sem tudta megnyugtatóan rendezni:

1. növekedési, versenyképességi válság,
2. demográfiai válság,
3. biztonsági/közbiztonsági (terror) válság,
4. külpolitikai válság (Szíria, Ukrajna).

Az európai kontinens egyre gyengébb, fuldoklik az adósságban, lassú a gazdasági növekedés. Globális szereplőből regionális szereplővé vált, és ezért a státuszért is meg kell küzdenie. Európa nagy célokat tűzött ki, de egyiket sem tudta megvalósítani (pl. hogy az euro legyen a világ egyik tartalékvalutája, saját önerőre épülő biztonságpolitikát építsen ki, az Eurázsia gazdasági térséget kialakítsa). Nem általános hanyatlásról, hanem konkrét célok nem teljesüléséről van szó. Az ok: Brüsszel a nemzetek feletti Európa utópiájának rabja lett. Ez egy illúzió. Európa mindig akkor volt erős, amikor több erőközpontból irányították.

Az alapkérdés: hogyan tudjuk Európát versenyképessé tenni:

1. El kell ereszteni a föderalizmus illúzióját.
2. Európát több pólusúvá kell tenni. A visegrádi országok pontosan ezt a célt tűzték ki maguk elé és az egyik pólussá kívánnak válni, versengve a többi európai pólussal is.
3. Az európaiak kössenek új típusú együttműködésekkel, pl. az USA-val (az elhalt szabadkereskedelmi megállapodás helyett) és Kínával. Vegyük elő újra Oroszország kérdését. Vegyünk részt a szerződéskötési versenyben, amiből mi folyamatosan kimaradunk.
4. Át kell gondolni az egyes európai nemzetgazdaságok finanszírozását. Az EBRD jól érti ezt a problémát, tudja a helyes irányt, Magyarországnak érdekében áll ennek a banknak a tevékenységét növelni, főleg Közép-Európában. Itt van a Bank of China is, amely támogat minket finanszírozási kérdésekben.

5. Európai léptékben nagyobb hangsúlyt kell helyezni az innovációra. Magyarország ebben jól áll, de növelni kell az erre költendő összegek arányát a magyar költségvetésben is.

De Larosière úr gondolataihoz kapcsolódva a demográfia kérdését illetően elmondható, hogy az a nemzet vagy közösség, amelyik magát nem képes újratermelni, az nem hisz a saját jövőjében. Ami a közös kül- és biztonságpolitikát illeti, súlyos kérdés, hogy Amerika nélkül meg tudjuk-e védeni a kontinenst. A megoldás a német-francia biztonsági együttműködés, hogy a közös európai védelmi szövetség jöjjön létre.

Magyarországról elmondható, hogy fekete bárányból sikertörténétté vált. 2010-ben nem volt gazdasági növekedés, az államadósság meghaladta a GDP 85 százalékát, az infláció nem tudott 6 százalék alá csökkenni, az államháztartási hiány elszállt, 7 százalék volt, a munkanélküliség 11,5–12 százalék közötti sávban volt. Most a GDP-arányos államadósság csökkenő pályán van, az államháztartás deficitje tartósan 2 százalék körül mozog, a gazdaság 3 százalék körüli mértékben növekszik, a munkanélküliségi ráta 4,5 százalék körül van, közelít a teljes foglalkoztatottsághoz. Ehhez politikai stabilitás kellett, enélkül nincs gazdasági siker. Szigorú, igazságos fiskális politikára, a munkaalapú társadalom megteremtésére, duális képzési rendszer kialakítására van szükség. A magyar recept része a keleti nyitás is.

A délelőtti szekció, amelynek moderátora *Palotai Dániel*, a Magyar Nemzeti Bank Gazdaságtudományi és kiemelt ügyekért felelős ügyvezető igazgatója, főközgazdásza volt, arról szólt, hogy “Képes-e a Selyemút felerősíteni a növekedést? Az Európa és Ázsia közötti gazdasági együttműködés lehetőségei”. Emellett kitért az európai integráció jövőjére is.

Dr. CHEN Zhimin, a Fudan Egyetem dékánja, professzora az „Új Selyemút” koncepciót és Kína Európát érintő három szintű elkötelezettségét ismertette. A három szint: az állami szint, a szubregionális szint és az Európai Unió szintje. Véleménye szerint az új „Egy Övezet, Egy Út” kezdeményezés lényege egy gazdasági hálózat létrehozása. Kapcsolati projektekre van szükség: közlekedési kapcsolatokra, kereskedelmi és pénzügyi szakpolitikák közötti kapcsolatokra, emberek közötti kapcsolatokra. Olyan rugalmas megállapodásokra van szükség, amelyek alkalmazkodnak a helyi viszonyokhoz.

Dr. YAN Xuetong, a Tsinghua Egyetem dékánja, professzora véleménye szerint a bilaterális megállapodásokat könnyebb létrehozni, mint a multilaterálisokat. Az együttműködés nemcsak a gazdaságra terjed ki, hanem a politikára, a biztonságra és a kultúrára is kell fókuszálnia, egyébként csak korlátozott hatású lesz. Nem elég az állami szintű együttműködés, a magánszektorban is fontos, hogy kialakuljanak a kapcsolatok. Az országoknak nem kell és nem is tudják lemásolni más országok modelljeit, mert annyira mások. A kínai-magyar együttműködésben a magyarok

meg tudják tartani sajátosságaikat, egyediségüket. A külföldi tapasztalatokat úgy kell hasznosítani, hogy át kell alakítani a saját országunknak megfelelő módon, és nem szabad egy az egyben átvenni.

Erik F. Nielsen vezető közgazdász, a CIB Research globális vezetője (UniCredit Bank AG) elmondta, hogy az eurozóna jelentős részének egy főre jutó GDP-növekedése még mindig hasonló az USA-éhoz. Természetesen az eurozónának vannak problémái, ahogy más országoknak is. A kínai kezdeményezést nagyszerű ötletnek tartja, egyebek között azért, mert segíti előmozdítani az állami szektor beruházásainak növekedését. Ez az egyik olyan terület, amiben a nyugat-európaiak elég gyengék, különösen az államok közötti infrastruktúra kiépítésében. A kezdeményezés azért is üdvözlendő, mert erősíti a versenyt. Kiemelte a magánszektor szerepét a Kínával való együttműködésben. Hangsúlyozta, hogy teljes mértékben tiszteli és csodálja Kínát azokért az eredményekért, amelyeket az elmúlt 40 év alatt elért, különösen a növekedés, valamint a szegénység és nyomor valaha is megtörtént legnagyobb mértékű felszámolása terén. Emellett bámulatos fejlődést értek el az irányítási eszközök és intézmények terén.

Ezt követően *Ivo Maes*, a Belga Nemzeti Bank főtanácsadója és a Louvaini Katolikus Egyetem Robert Triffin-programjának tanára bemutatta az általa szerkesztett „Alexandre Lamfalussy – Selected Essays” című könyvet, és ismertette Lámfalussy Sándor szakmai életútját.

A *Jacques de Larosière* által moderált délutáni szekció vitafórumának címe “Az európai integráció jövője. Milyen centrifugális erők veszélyeztetik, és mi a teendő?” volt.

Sir Paul Tucker, a Bank of England korábbi alelnöke vitaindító beszédének témái a bankunió, a monetáris unió, a tőkepiaci unió és az EU politikai intézményei voltak. Elmondta, fontos, hogy az uniós törvények összhangban legyenek az adott tagállam értékrendjével, érdekeivel. A bankunió kialakítása nagy eredmény, de sokkal korábban kellett volna létrehozni. Ugyanakkor nem mondható befejezettnek. Hiányzik például az európai betétbiztosítási rendszer, amely a pénzügyi stabilitás előfeltétele. Emellett bizonyos fokú fiskális unióra is szükség van. Az alapvető versenyképességi problémából többféle kiút lehet: 1. a német bérinflációnak jelentősen meg kellene haladnia a perifériaországok szintjét; 2. Németországból és az északi országokból jelentős forrástranszfernek kellene megvalósulnia a déli országok felé; 3. néhány országnak el kellene hagynia az eurozónát.

A tőkepiaci unió azáltal segítheti az eurozóna jobb működését, hogy a kockázatokat átruházza a privát piacokra, és azok árazzák be a felmerült kockázatokat.

Paul De Grauwe, a London School of Economics and Political Science John Paulson-programjának európai politikai közgazdaságtan tanára az euro jövőjéről osztotta meg gondolatait: az eurozónában alacsony a növekedés és magas a mun-

kanélküliség, hibásan alakították ki a rendszert már a tervezésénél. A megoldás a politikai és költségvetési unió, valamint a nemzeti államadósságok egyfajta konszolidációja. A fiskális politikának az állami beruházásokra kellene fókuszálnia, miután az eddig szigorítási programok az állami beruházások zuhanásához vezettek. Főleg Németországnak kellene több ilyen beruházást indítania, mivel gyakorlatilag ingyen tudja finanszírozni magát. Nehéz megérteni, hogy a kormányzatok miért nem tudnak olyan beruházásokat találni, amelyeknek a megtérülési rátája meghaladja a 0 százalékot. Integrációs „fáradtság” érzékelhető, és habár a politikai unió nagyon messzinek tűnik, azért apróbb lépéseket kellene tenni ebben az irányban.

Thomas Mayer, a Flossbach von Storch Research Institute alapító-igazgatója prezentációja „Az európai integráció jövője – a centralizáció megosztja Európát” címmel hangzott el. Az előadó két nagy problémát lát: a hatékony ellenőrzés hiányát a schengeni határokon, és az eurót, mint az eurozóna egyetlen pénznemét. Az euró születésekor két tulajdonsággal ruházták fel: 1. árupénz (a csere eszköze és érték-megőrző); 2. állami pénz (pénzügyi eszköz, a központi bank nemcsak a bankok, hanem az államok „utolsó mentővára”, végső hitelezője). El kell döntenie, hogy a kettő közül melyik az euro igazi identitása.

Európának egy szerényebb jövőképre van szüksége: az EU-t csak a több, különálló nép politikai közösségeként lehet létrehozni úgy, hogy az alapvető szuverenitás nemzeti szinten marad, meghatározott területeket uniós szintre kellene delegálni, érdemes lenne különböző integrációs köröket létrehozni az Európai Unióban.

Szapáry György, a Magyar Nemzeti Bank elnöki főtanácsadója elmondta, hogy most van az első alkalom az Unió történetében, hogy többdimenziós politikai kérdések osztják meg Európát, és nem technikai jellegű gazdasági kérdések, mint a maastrichti kritériumok, pénzügyi előírások, amelyek bonyolult és időigényes vitákat generáltak, de nem jelentettek ilyen mély megosztottságot. Szólt a migrációról, a Brexitről, az orosz szankciókról, a török kérdésről. Kiemelte, hogy az eurót megelőző árfolyam-megállapodások rosszabbak voltak, mint az euro. Ahhoz, hogy megerősödjön az európai gazdasági integráció, felelős kormányokra, erősebb intézményekre van szükség, amelyek tiszteletben tartják a szabályokat.

Matolcsy György a konferenciát azzal zárta, hogy Magyarország a jövőben is hidat kíván képezni Európa és Ázsia között, amelynek egyik fontos állomása a Lámfalussy konferencia. Számos értékes gondolat hangzott el és nagyon sok fontos kérdés merült fel, amelyekre együtt választ is tudunk adni.

Konferencia a pénzügyi piacok likviditásáról*

Csóka Péter – Havran Dániel

7th Annual Financial Market Liquidity Conference (AFML2016)
BCE Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék – MTA KRTK Játékelméleti
Kutatócsoport
Budapest, 2016. november 17–18.

A Budapesti Corvinus Egyetem Pénzügyi, Számviteli és Gazdasági Jogi Intézetének a Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszékén 2014-ben megalakult *Financial Research Centre* az MTA-KRTK „Lendület” *Játékelméleti Kutatócsoportjával* együttműködve 2016. november 17–18-án nemzetközi konferenciát szervezett a Budapesti Corvinus Egyetemen.¹

A konferenciát a pénzügyi piaci likviditás témakörében 2016 őszén hetedik alkalommal rendeztük meg, mintegy 170-en regisztrált résztvevővel, akik között a nemzetközi és a hazai tudományos élet szereplőin kívül érdeklődő vállalati partnereink és diákjaink is ott voltak. A konferencia kiemelt előadója *Anthony Saunders* (NYU Stern School of Business) volt, a pénzügyi intézmények és nemzetközi bankolás neves kutatóprofesszora, 1995–2006-ig a Department of Finance (Stern) tanszékvezetője. További meghívott előadó volt *Carlo Acerbi* (MSCI), *Nihat Aktas* (WHU Otto Beisheim School of Management), *Jonathan A. Batten* (Monash University), *Zsuzsa R. Huszár* (National University of Singapore), *Christoph Kaserer* (Technische Universität München), *Andrew Kalotay* (Andrew Kalotay Associates, Inc), *Dimba Kier* (Morgan Stanley), *Rosario N. Mantegna* (Palermo University), *Balázs Szentés* (London School of Economics), *Niklas Wagner* (Passau University). A 11 meghívott előadón túl 39 olyan előadó volt, aki a felhívásra jelentkezett és a konferencia tudományos bizottsága elfogadta jelentkezésüket, közülük 8-an poszterrel vehettek részt.

A konferenciát Zoltayné Paprika Zita dékán asszony nyitotta meg. Kiemelte, hogy idén először van triplán párhuzamos szekció is, és a résztvevők cikkeinek idén kiemelt figyelmet szentel a *Studies in Economics and Finance* (főszerkesztő Niklas

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Csóka Péter a Budapesti Corvinus Egyetem Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszékének docense és az MTA KRTK KTI tudományos főmunkatársa. Email: peter.csoka@uni-corvinus.hu.
Havran Dániel a Budapesti Corvinus Egyetem Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszékének docense. Email: daniel.havran@uni-corvinus.hu.

¹ <http://www.uni-corvinus.hu/index.php?id=conference2016>

Wagner), valamint a Finance Research Letters folyóirat (szerkesztő: Jonathan A. Batten).

Büszkén mondhatjuk, hogy a konferencia idén is elérte a célját, amely a tudományos és a gyakorlati pénzügyi élet szereplőinek összekapcsolása volt a legfrissebb, likviditáshoz kapcsolódó eredmények barátságos, interaktív környezetben történő megvitatására. Köszönjük szponzoraink (Befektetések és Vállalati Pénzügyi Tanszék Alapítványa, Pallas Athéné Domus Scientiae Alapítvány, BÉT, CFA Society Hungary, KELER KSZF, MSCI, Magyar Nemzeti Bank, Morgan Stanley, MTA Lendület Program, OTP Bank) támogatását!

A következő konferencia 2017. november 16–17-én lesz, Andrew Karolyi (Cornell) főelőadóval. Olyan gyakorló szakembereknek és vezetőiknek ajánljuk, akik érteni és ismerni szeretnék a piaci igények által generált kérdésekre a tudomány által adott legfrissebb válaszokat, így kerülve versenyelőnybe mind az operatív, mind a stratégiai döntéshozás során.

További hasznos információ található a konferencia honlapján:

<http://liquidityconference.uni-corvinus.hu/>

TISZTELT (LEENDŐ) SZERZŐINK!

Kérjük, hogy a kéziratukat a következő előírások szerint nyújtsák be:

- Folyóiratunkban a tanulmányok átlagos hossza 1 ív (40 000 leütés szóközzel), ettől legfeljebb ± 50 százalékkal lehet eltérni. A kéziratokat magyar és/vagy angol nyelven is el lehet küldeni.
- A tanulmányok minden esetben körülbelül 800–1000 karakteres tartalmi összefoglalóval kezdődnek, amelyben a főbb hipotéziseket és állításokat kell ismertetni.
- Az összefoglalót követő lábjegyzet tartalmazza a tanulmány elkészítésével kapcsolatos információkat és köszönetnyilvánításokat. Ezután következik a szerző foglalkozása (beosztása), munkahelye és e-mail címe magyar és angol nyelven is.
- Az összefoglalót követően kérjük megjelölni a tanulmány JEL-kódját (minimum három szükséges).
- A főszöveg legyen jól strukturált. A fejezetek élén vastag betűs címek álljanak!
- A tanulmánynak minden esetben tartalmaznia kell a hivatkozási listát a szerzők teljes nevével (külföldiek esetében elegendő a keresztnév monogramja), a megjelenés évszámával, a mű pontos címével, kiadójával, kiadási helyével, illetve a folyóirat pontos címével, évszámával, kötetszámával, oldalszámmal. A szövegben elegendő a vezetéknevével, évszámmal és oldalszámmal hivatkozni. Szó szerinti hivatkozás esetén az oldalszám feltüntetése nélkülözhetetlen.
- A táblázatokat és az ábrákat a tanulmányban folyamatosan kell számozni (a számozás az új alfejezetekben, alpontokban nem kezdődik újra). Mindegyik táblázatnak és ábrának címet kell adni, és a bennük szereplő mennyiségi értékek mértékegységét fel kell tüntetni. A táblázatokat és az ábrákat a Word és az Excel program segítségével el kell készíteni magyar és angol nyelven is. A táblázathoz és az ábrához tartozó megjegyzéseket és az adatok forrását közvetlenül a táblázat alatt kell elhelyezni.
- A képleteket a jobb oldalon, zárójelben folyamatosan kérjük számozni (tehát az egyes alfejezetekben ne kezdődjön újra a számozás).
- Fel kívánjuk hívni továbbá a szerzőink figyelmét, hogy csak olyan kéziratot küldjenek, amelyet más szerkesztőségnek egyidejűleg nem nyújtottak be közlésre. A tanulmányt minden esetben két független, anonim lektor bírálja el.
- A tanulmányokat e-mailben kérjük eljuttatni a szerkesztőségbe Word for Windows formátumban. A közölni kívánt ábrákat és táblázatokat Excel-fájlban is kérjük magyar és angol nyelven.
- Kérjük, hogy a további szerkesztési szabályokkal kapcsolatosan tájékozódjanak az alábbi oldalon: <http://www.hitelintezetiszemle.hu/letoltes/szerzoi-utmutato.pdf>

Köszönettel:

A Hitelintézeti Szemle szerkesztősége
1054 Budapest, Szabadság tér 9.
Tel.: 06-1-428-2600
E-mail: szemle@hitelintezetiszemle.hu



Hitelintézeti Szemle