

4

HITELINTÉZETI SZEMLE

2015. december
14. évfolyam 4. szám

A Phillips-görbe – elmélettörténet és empirikus összefüggések

Szentmihályi Szabolcs – Világi Balázs

Az alacsony inflációs környezet és a visszafogott beruházási aktivitás lehetséges magyarázatai

Csontos Orsolya – Szalai Zoltán

Mikro- és makroprudenciális szabályozói eszközök európai uniós összehasonlításban

Seregdi László – Szakács János – Törös Ágnes

Kamatszint a változó kamatpolitika tükrében Magyarországon 1924 és 2015 között – Hogyan jutott el a jegybanki alapkamat a historikusan alacsony kamatszintekig?

Madarász Annamária – Novák Zsuzsanna

Bankkontrolling marketing szemléletben – alkalmazott statisztika a kontrolling szolgálatában

Kalmár Péter – Zéman Zoltán – Lukács János

Az egynapos fedezetlen bankközi ügyletek időzítési jellemzői a VIBER-ben

Bodnár László – Luspay Miklós – Pintér Cecília

Hitelintézeti Szemle

A Magyar Nemzeti Bank kiadásában megjelenő tudományos folyóirat

A szerkesztőbizottság elnöke:

BALOG ÁDÁM

A szerkesztőbizottság tagjai:

BÁNFI TAMÁS, BOD PÉTER ÁKOS, HEGEDŰS ÉVA, KATONA ZSOLT, KOCZISZKY GYÖRGY,
KOVÁCS LEVENTE, LENTNER CSABA, NAGY KOPPÁNY, P. KISS GÁBOR, PALOTAI DÁNIEL,
PANDURICS ANETT, PATAI MIHÁLY, SEBESTYÉN GÉZA, SZEGEDI RÓBERT

Főszerkesztő: SEBESTYÉN GÉZA

Felelős szerkesztő: PÁSZTOR SZABOLCS

Olvasszerkesztő: LÁNG ESZTER

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.

4

HITELINTÉZETI SZEMLE

2015. december
14. évfolyam 4. 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:

Sebestyén Géza főszerkesztő e-mail címe: geza.sebestyen@uni-corvinus.hu

Pásztor Szabolcs felelős szerkesztő e-mail címe: pasztorsz@mnf.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

14. évfolyam 4. szám, 2015. december

TANULMÁNYOK

Szentmihályi Szabolcs – Világi Balázs:

A Phillips-görbe – elmélettörténet és empirikus összefüggések. 5

Csortos Orsolya – Szalai Zoltán:

Az alacsony inflációs környezet és a visszafogott beruházási aktivitás
lehetőséges magyarázatai 29

Seregdi László – Szakács János – Tőrös Ágnes:

Mikro- és makroprudenciális szabályozói eszközök európai uniós
összehasonlításban. 57

Madarász Annamária – Novák Zsuzsanna:

Kamatszint a változó kamatpolitika tükrében Magyarországon
1924 és 2015 között – Hogyan jutott el a jegybanki alapkamat
a historikusan alacsony kamatszintekig? 87

Kalmár Péter – Zéman Zoltán – Lukács János:

Bankkontrolling marketing szemléletben – alkalmazott statisztika
a kontrolling szolgálatában. 108

Bodnár László – Luspay Miklós – Pintér Cecília:

Az egynapos fedezetlen bankközi ügyletek időzírási jellemzői
a VIBER-ben. 124

ESSZÉ ÉS FOLYÓIRATSZEMLE

Csillik Péter: Adósságvilág 155

KÖNYVISMERTETÉS

Lieli Róbert – Piroska Dóra: Központi bankok és a munkaerőpiac –
az euróövezet válságának alternatív értelmezése (Bob Hancké: Unions,
Central Banks, and EMU: Labour Market Institutions and Monetary
Integration in Europe c. művéről) 159

Szijártó Norbert: Euró krízis – Hogyan rombolja le az eszközár-infláció a nemzetek gazdagságát (Brendan Brown: Euro Crash – How Asset Price Inflation Destroys the Wealth of Nations c. művéről)	162
Mikó Eszter: Magyarország a változó világban (Patai Mihály – Parragh László – Lentner Csaba: Magyarország a változó világban c. művéről)	168
Éva Ádám: Népiirtás Afrikában: cselekvésképtelenség vagy érdektelenség (Biedermann Zsuzsanna: Genocídium és destabilizáció az afrikai nagy tavak régióban c. művéről).	173
Varga Norbert: Móhandász Karamcsand Gándhí Filozófiai Gondolkodásának Központi Fogalmai (Szenkovics Dezső: Móhandász Karamcsand Gándhí Filozófiai Gondolkodásának Központi Fogalmai c. művéről)	176

KONFERENCIABESZÁMOLÓ

Rózsás Tamás: A bankrendszer jövője a közép- és kelet-európai régióban – Beszámoló a Magyar Közgazdasági Társaság és a Magyar Nemzeti Bank közös konferenciájáról	182
--	-----

SZÁMVETÉS

Pásztor Szabolcs: A Hitelintézeti Szemle 2015-ben	186
--	-----

A Phillips-görbe – elmélettörténet és empirikus összefüggések

Szentmihályi Szabolcs – Világi Balázs

A Phillips-görbe az egyik legismertebb, legtöbbet vitatott és leggyakrabban használt makroökonómia összefüggés. A 2007–2008-as pénzügyi válság következményeként kialakult mély és tartós világgazdasági recesszió hatására kiemelt figyelem irányult a görbe meredekségének a kérdésére. Ugyanis, az elhúzódó recesszió ellenére az infláció csökkenése mérsékelt maradt, bár a korábbiaknál jóval alacsonyabb szintre került, tartós defláció nem következett be. Az empirikus tanulmányok többsége szerint az elmúlt évtizedekben a Phillips-görbe ellaposodása figyelhető meg, azaz a kibocsátási rés együtthatója szignifikánsan csökkent. Bár ez a folyamat a válság előtt kezdődött, de a válság még jobban felerősítette. Ennek a folyamatnak a fő okai a vállalatok árazási viselkedésének a megváltozásában és a globalizációs folyamatban keresendő, illetve abban, hogy a válságot követő alacsony inflációs környezetben a lefelé merev nominális bérek még laposabbá tették a Phillips-görbét.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E52, E32, C53

Kulcsszavak: makroökonómia, gazdaságpolitika, monetáris politika, Phillips-görbe

1. Bevezetés

A Phillips-görbe az egyik legismertebb, legtöbbet vitatott és leggyakrabban használt makroökonómia összefüggés, mely az infláció és a munkanélküliség, illetve az infláció és a kibocsátási rés közti kapcsolatot ragadja meg. Különböző közgazdasági iskolák nézeteiből különböző típusú Phillips-görbéket lehet levezetni, amelyeknek egészen eltérőek a gazdaságpolitikai implikációi: míg az újklasszikus megközelítés szerint a monetáris politika csak az inflációt képes befolyásolni s a reálgazdaságot nem, addig a különböző keynesi alapú megközelítések szerint a gazdaságpolitika képes mindkettőre hatni, de nem egymástól függetlenül.

Ebben az írásban a Phillips-görbe elmélettörténeti hátterének a tárgyalása után, megvizsgáljuk, hogy empirikusan milyen jellemzői vannak a Phillips-görbének, a görbe tulajdonságait miként befolyásolta az elmúlt időszak válsága és ennek milyen következményei vannak a monetáris politikára nézve.

2. A Philips-görbe az 1950-es és 1960-as évek közgazdaságtanában

Az infláció és a reálgazdasági folyamatok közti összefüggést megragadó Phillips-görbe történetileg *Phillips (1958)* tanulmányához visszavezethető fogalom. Az eredeti cikk egy empirikus becslést tartalmaz az Egyesült Királyság 1861 és 1957 közötti adataira. A szerző stabil összefüggést talált a nominális bérinfláció és a munkanélküliség között: minél nagyobb a bérinfláció, annál kisebb a munkanélküliség. Később *Samuelson és Solow (1960)* talált hasonló összefüggést az Egyesült Államok esetében, habár ők gyengébb kapcsolatot dokumentáltak, mint Phillips.

Az, hogy a bérinfláció és a munkanélküliség közti negatív kapcsolatból következik-e hasonló kapcsolat az infláció és a munkanélküliség között, két szempontból volt fontos. Egyrészt az eredeti keynesi elmélet nem foglalkozott az áralkalmazkodás mechanizmusával, így az árinflációra általánosított Phillips-görbét mint a „hiányzó egyenletet” lehetett interpretálni. Másrészt egy stabil összefüggés az infláció és a munkanélküliség között a korszakra jellemző aktivista gazdaságpolitika számára lehetőséget biztosított volna, hogy az aggregált kereslet menedzselésével a munkanélküliséget a kívánt szintre állítsa be, igaz, azon az áron, hogy adott esetben az inflációt az addiginál magasabb szintre emeli.

A korszak közgazdászainak a többsége hajlott arra, hogy a Phillips-görbét az árinfláció és a munkanélküliség közötti kapcsolatként interpretálja, bár ezzel kapcsolatban kezdettől fogva voltak kételyek, s maga Samuelson és Solow is óvatosságra intettek. Phillips ugyanis egy olyan időszakra találta az összefüggését, amikor az infláció relatíve alacsony volt, és nem volt rá garancia, hogy az összefüggés stabil marad magasabb infláció esetén is.

3. A Philips-görbe újklasszikus kritikája

Friedman (1968) és *Phelps (1968)* nagy hatású tanulmányaikban kritizálták a stabil Phillips-görbét abszolutizáló elméleti megközelítést és az azon alapuló gazdaságpolitikát. A kritika teoretikus volt, de pár évvel a közzététel után sejtésüket igazolták a gazdasági fejlemények. Kritikájuk lényege az, hogy az empirikus Phillips-görbe korántsem olyan stabil, mint amilyennek gondolják, mivel az összefüggésből hiányzik egy fontos – nem, vagy nehezen megfigyelhető – változó: az inflációs várakozások.

Gondolatmenetük szerint, a monetáris politika csak azért képes infláció gerjesztésével növelni a foglalkoztatás szintjét, mert a munkavállalók inflációs várakozásai alábecsülik az inflációt, ezáltal pedig felülbecslik a reálbérüket. Ha egy monetáris politikai lazítás hatására az infláció jobban nő, mint a nominális bérek, akkor a vállalatoknak megéri több munkaórát felhasználni a termeléshez, ami növeli a reálgazdasági aktivitást és a foglalkoztatást. Ugyanakkor, pontatlan inflációs várakozásai

miatt a munkavállalók nem érzékelik, hogy csökken a reálbérük, ezért hajlandóak a többletmunkára.

Ez a kimenetel azonban nem a végleges egyensúlyi állapot. A munkavállalók fokozatosan korrigálják az inflációs várakozásaikat, érzékelik, hogy a nagyobb nominális bérek nem jelentenek nagyobb reálbéreket, kikényszerítik a magasabb nominális béreket, ezáltal pedig a reálkibocsátás visszatér az eredeti helyzetbe. Tehát az aktivista gazdaságpolitika eredménye, hogy hosszú távon az infláció magasabb, a reálkibocsátás viszont változatlan.

Összefoglalva: hosszú távon a monetáris politika infláció gerjesztésével nem képes a reálgazdaságot élénkíteni. A reálgazdaságnak, illetve a munkanélküliségnek létezik egy természetes rátája, amit a technológiai haladás, illetve az intézményi környezet határoz meg. A természetes rátájától rövid távon eltéríthető a reálgazdaság meglepetés-infláció gerjesztésével, de a várakozások alkalmazkodásával hosszú távon a gazdaság visszatér a természetes rátájához. Ha a kibocsátási rést a reál-GDP-nek a természetes rátájától való eltérésként definiáljuk, akkor a fentiek alapján a kibocsátási rés—infláció síkban a közöttük fennálló, hosszú távú összefüggést egy függőleges egyenes írja le. Tehát Friedman teóriája szerint a Phillips-görbe hosszú távon függőleges.

Az 1970-es évek elején valóban összeomlott a stabilnak hitt empirikus Phillips-görbe az Egyesült Államokban. Ez volt az úgynevezett stagfláció időszaka. Ekkor a magas infláció ellenére sem gyorsult a gazdasági növekedés. Ebből adódóan Friedman és Phelps érvelésének jelentősen megnőtt a hitelessége.

A náluk is radikálisabb újklasszikus iskola akkor került be a közgazdaságtan főáramába. A gondolataikat *Lucas (1973)* nagy hatású tanulmánya foglalja össze. Az újklasszikus iskola elfogadja Friedman érvelését, de a várakozásokra nézve egy extrém hipotézissel él: a várakozások racionálisak, aminek következményeként a várakozások nem hosszú távon alkalmazkodnak a megváltozott gazdaságpolitikához, hanem azonnal. Míg Friedmannál és Phelps-nél lehetséges, hogy meglepetés-inflációval a gazdaság eltérjen a természetes rátájától, addig racionális várakozások mellett a monetáris politika nem tud meglepetés-inflációt okozni, ezért rövid távon sem lehetséges eltérni a természetes rátától. A monetáris politika lényegében hatástalan.

Formálisan az infláció és reálgazdaság közötti kapcsolatot a következő, újklasszikus Phillips-görbe fejezi ki:

$$\pi_t = \pi_t^e + by_t + \varepsilon_t, \quad (1)$$

ahol y_t a kibocsátási rés a t -ik időszakban, b egy pozitív paraméter, π_t az infláció, π_t^e az inflációs várakozások, ε_t pedig egy véletlen hibatermék. Mivel a racionális várakozások hipotézis szerint a várakozások képzésekor a gazdasági szereplők szisztematikusan

nem hibázhatnak, azért π_t^e eltérése π_t -től csak egy nulla várható értékű valószínűségi változó lehet, ami független a gazdaságpolitikától. Másként fogalmazva, az újklasszikus iskola szerint a Phillips-görbe már rövid távon is függőleges. Bár a monetáris politika befolyásolhatja az infláció nagyságát, a reálgazdaságra hatástalan. A kibocsátási résre csak a monetáris politikától független véletlen faktorok hatnak.¹

4. Az új-keynesi Phillips-görbe

Amint az előző szakaszban tárgyaltuk, az újklasszikus közgazdaságtan a racionális várakozások hipotézisre alapozva azt állította, hogy a Phillips-görbe rövid távon is függőleges, és ennek következményeként a monetáris politikának nincsen hatása a reálkibocsátásra. Azonban az újklasszikus iskola színrelépése után hamarosan több szerző is rámutatott, hogy ha el is fogadjuk a racionális várakozások hipotézist, a monetáris politika hatástalanságát alátámasztó következés csak akkor igaz, ha feltesszük, hogy a gazdasági szereplők az árakat, illetve a béreket rugalmasan alakítják, azaz a keresleti, illetve a kínálati faktorok változására azonnal reagálnak az árak, illetve a bérek.

Ragadós árak, illetve bérek esetén azonban, a monetáris politika hatástalansága nem bizonyítható. Ragadós árakról, illetve bérekről akkor beszélünk, ha az árakat/béreket hosszabb időre rögzítik, és azok bizonyos feltételek mellett változatlanok maradnak akkor is, ha a kereslet vagy a kínálat megváltozik. Fischer (1977) és Taylor (1980) megmutatták, hogy ha az árak/bérek legalább két időperióduson (negyedéven) keresztül rögzítettek, akkor a monetáris politika képes befolyásolni a reálgazdaságot.

Hasonló modellt készített Calvo (1983), amely, mivel technikailag jól kezelhető, az alapjává vált az 1990-es évektől népszerűvé váló új-keynesi dinamikus sztochasztikus általános egyensúlyi (*dynamic stochastic general equilibrium*, DSGE) modelleknek. Calvo modelljéből levezethető az úgynevezett új-keynesi Phillips-görbe, amelynek sajátossága, hogy bár racionális várakozásokon alapul, rövid távon mégis van átváltás a kibocsátás és az infláció között. Ugyanakkor, hosszú távon az új-keynesi modellekben is hatástalanná válik a monetáris politika, mivel tetszőleges monetáris politikai lépés esetén az árak fokozatosan alkalmazkodnak a megváltozott helyzethez.

A fentiek pontosabb megértéséhez érdemes részletesebben megismerkedni Calvo modelljével. A modell alapfeltevése az, hogy egy véletlen folyamat szabályozza, hogy egy adott vállalat hány időperióduson keresztül rögzíti a termékének az árát. Jelöljük γ -val annak a valószínűségét, hogy egy adott vállalatnak a jelenleg érvényes termékára a következő időperiódusban is érvényes marad. Minél nagyobb γ , an-

¹ Hasonló érvelés alkalmazható minden olyan gazdaságpolitikára, amely az aggregált kereslet befolyásolásán alapul. Tehát alkalmazható a fiskális politikára is. Ugyanakkor, az olyan gazdaságpolitikák esetében nem érvényes, amelyek a strukturális tényezőket, az aggregált kínálatot befolyásolják. Tehát még az újklasszikus esetben sem jelenthető ki teljes általánosságban, hogy a gazdaságpolitika hatástalan.

nál ragadósabbak az árak. Értelemszerűen $(1-\gamma)$ a valószínűsége annak, hogy adott vállalat a következő periódusban új árat állapít meg. Feltesszük, hogy γ független attól, hogy az aktuális ár mióta van érvényben.

A fentiekből következik, hogy ha egy vállalat egy adott t időpontban választja meg a terméke árát, akkor az optimálisan meghatározott árat a következő (log-linearizált) formula írja le:

$$p_t = (1 - \beta\gamma) \sum_{i=0}^{\infty} (\beta\gamma)^i MC_{t+i}, \quad (2)$$

ahol $0 < \beta < 1$ a vállalat tulajdonosának a diszkontfaktora. A fenti kifejezés szerint, ha egy vállalat t -ik időpontban választ új árat (p_t), akkor optimális választás esetén az új ár egyenlő a jelenbeli, illetve a jövőbeli várt határkölségek (MC_{t+i}) súlyozott összegével, ahol egy tétel súlya annál kisebb, minél távolabbi időpontra vonatkozik. A súlyok a β és a γ paraméterek függvényei. Ha $\gamma=0$, azaz az árazás rugalmas, akkor az ár = jelenbeli határkölség formulát kapjuk, ami a standard mikroökonómia jól ismert formulája. A Calvo-modell fenti árformulája ennek az általánosítása: mivel a t -ik időpontban megállapított ár valószínűleg érvényben marad a jövőben is, ezért az akkor optimális, ha nemcsak a jelenbeli, hanem a jövőbeli várt határkölségeknek is a függvénye. Viszont minél távolabbi egy jövőbeli időpont, annál kevésbé valószínű, hogy a most választott ár még érvényben lesz akkor, ezért a távolabbi időpontok várt határkölségei egyre kisebb súllyal szerepelnek a formulában.

Megmutatható, ha a gazdaságban hasonló vállalatok vannak, és azok a Calvo-modell szerint áraznak, továbbá mindegyikre ugyanaz a γ vonatkozik, akkor az aggregált inflációra igaz lesz a következő összefüggés:

$$\pi_t = \beta\pi_{t+1}^e + \frac{(1-\gamma)(1-\beta\gamma)}{\gamma} \omega mc_t + \varepsilon_t, \quad (3)$$

ahol π_t a t -ik időpontbeli infláció, π_{t+1}^e a $t+1$ -ik időpontbeli inflációra vonatkozó várakozás, mc_t a reálhatárkölség (a nominális határkölség az árszínvonalal osztva), ω pozitív paraméter pedig azt méri, hogy egy adott vállalat optimális ára mennyire függ az aggregált változóktól, és mennyire a versenytársak árainak relatív pozíciójától.² Ha a vállalat optimális árának a megválasztása döntően az aggregált tényezőktől függ, akkor ω értéke magas, ha viszont a versenytársak helyzete is fontos, akkor ω értéke relatíve alacsony.³

² Rotemberg (1982; 1983) hasonló eredményre jut egy eltérő modell alapján, ahol az árváltoztatás költsége az árváltoztatás nagyságának a négyzetes függvénye.

³ A szakirodalomban gyakran használt terminológia szerint ω a stratégiai komplementaritás mértékének a mérőszáma.

A (3) formula jelentőségét az adja, hogy kapcsolatot teremt a reálgazdaság állapotát jellemző reálhatárkölttség és az inflációs folyamat között. Ilyen értelemben egy kvázi Phillips-görbének tekinthető, még akkor is, ha a kibocsátási rés vagy a munkanélküliség nem szerepel a változók között.

Érdeemes a (3) egyenlet közgazdasági jelentését intuitívan végiggondolni. A (3) egyenletet úgy kapjuk, hogy az egyedi vállalatok árazási viselkedését reprezentáló (2) egyenletet aggregáljuk, majd megfelelően átalakítjuk. A (2) egyenlet szerint ragadós árak esetén az ár megállapításakor a jövőbeli határköltésekre vonatkozó várakozások is számítanak. Az ebből származtatott aggregált (3) egyenletben ezeket a jövőre vonatkozó várakozásokat jeleníti meg kompakt formában a π^e_{t+1} inflációs várakozást reprezentáló tag.

Az inflációs folyamat reálhatárkölttség-érzékenysége, azaz a (3) kvázi Phillips-görbe meredeksége függ az árragadóság mértékétől, azaz γ -tól. Ennek intuitív magyarázata a következő: ha az árazás közel rugalmas, azaz γ 0-hoz közeli, akkor a (2) formulában a jövőre vonatkozó tagok súlya kicsi, ezért ha a jelenbeli határköltés megváltozik, akkor az éppen átárazásra készülő vállalatok új ára nagymértékben reagál a határköltés megváltozására. Továbbá ha az árak rugalmasak, akkor minden időpontban sok vállalat árazza át a termékeit. Ennek a két hatásnak az eredője, hogy az aggregált reálhatárköltés megváltozására nagymértékben fog reagálni az aggregált árindex és így az infláció is.

Ezzel szemben, ha az árak nagyon ragadósak, azaz ha γ 1-hez közeli, akkor a (2) formulában a jelenbeli határköltés súlya relatíve kicsi, az éppen árat változtató vállalatok az új ár meghatározása során csak kicsit reagálnak a jelenbeli határköltés megváltoztatására. Továbbá ilyen esetben tetszőleges időpontban csak kevés vállalat akar árat változtatni. Ezeknek eredőjeként az aggregált reálhatárköltés megváltozására kismértékben fog reagálni az infláció.

A fentieket összefoglalva elmondható, hogy minél ragadósabbak az árak, a reálhatárköltés együtthatója annál kisebb, azaz a kvázi Phillips-görbe annál laposabb. Másként fogalmazva: a reálhatárköltés együtthatója γ -ban monoton csökkenő.

Az árragadóság mellett ω paraméter is befolyásolja a kvázi Phillips-görbe meredekségét. Intuitívan ez is könnyen magyarázható. Ha az optimálisan átárazó vállalatok döntését alapvetően az aggregált gazdasági folyamatok határozzák meg és nem a versenytársak viselkedése, azaz ha ω paraméter értéke nagy, akkor az aggregált reálhatárköltésre erősen reagálnak az új egyedi árak, ebből adódóan pedig az infláció is. Ezzel szemben ha ω kicsi, azaz a versenytársak árai is fontosak az új árat választóknak, akkor azok figyelembe veszik, hogy a ragadós árak miatt a versenytársak egy része nem változtat árat, ezért az aggregált gazdasági mutatók változására ők is kisebbet lépnek (például kevésbé emelnek árat, hogy ne pártoljanak el tőlük

a fogyasztóik a versenytársakhoz). Ennek következményeként ilyen esetben az aggregált reálhatárkölségre relatíve gyengén reagál az infláció.

A (3) egyenletben szereplő reálhatárkölséget a következőképpen definiálhatjuk:

$$mc_t = (1 - \alpha)(\chi_w w_t + \chi_z z_t + \chi_x x_t - A_t) + \alpha p_t^m, \quad (4)$$

ahol w_t a reálbér, z_t a reáltőkeköltség, x_t a vállalat reálkibocsátásának a volumene, és A_t a produktivitás mérőszáma, továbbá p_t^m az importált inputok reálára, α , χ_w , χ_z , χ_x pedig a termelési függvénytől függő nem-negatív paraméterek.

A (4) formula által reprezentált kvázi Phillips-görbe átalakítható a szokásos értelemben vett Phillips-görbévé. Tegyük fel, hogy $\alpha=0$, azaz zárt gazdaságról van szó. Ekkor bizonyos feltételek esetén a (3) egyenlet kifejezhető a kibocsátási rés segítségével,

$$\pi_t = \beta \pi_{t+1}^e + \frac{(1 - \gamma)(1 - \beta\gamma)}{\gamma} \omega \kappa y_t + \varepsilon_t \quad (5)$$

ahol, y_t a kibocsátási rés, κ pedig egy, a munkakínálat berrugalmasságától és az átlagos háztartás preferenciáitól függő pozitív paraméter.

Ha nem zárt gazdaságról van szó, akkor a (4) határkölség közelíthető az $mc_t = \kappa(1 - \alpha)y_t + \alpha p_t^m$ kifejezéssel. Ezt felhasználva a kvázi Phillips-görbe kifejezhető a következőképpen:

$$\pi_t = \beta \pi_{t+1}^e + \frac{(1 - \gamma)(1 - \beta\gamma)}{\gamma} \omega [\kappa(1 - \alpha)y_t + \alpha p_t^m] + \varepsilon_t \quad (6)$$

Az irodalomban az (5) formulát nevezik új-keynesi Phillips-görbének, de mi a továbbiakban a (6) kifejezésre is ezzel a névvel utalunk.

Az új-keynesi Phillips-görbe főbb jellemzői a következők:

- i. Először, az újklasszikus esettől *eltérően*, rövid távon a monetáris politika az infláción keresztül képes hatást gyakorolni a reálgazdaságra. Az újklasszikus Phillips-görbében a kibocsátási rés π_t és π_t^e különbségétől függ, és ha feltételezzük a racionális várakozásokat, akkor a t -ik időpontbeli infláció és a rá irányuló várakozás eltérését csak előre nem jelezhető, a gazdaságpolitikától független sokkok okozhatják. Ezzel szemben az új-keynesi Phillips-görbében a kibocsátási rés a *jelenbeli* (π_t) és *jövőbeli* (π_{t+1}^e) inflációra vonatkozó várakozások különbségétől függ. Márpedig ennek a kettőnek a különbsége még racionális várakozások mellett is eltérhet rövid távon, és nemcsak véletlen sokkok, hanem a monetáris politika is befolyásolhatja ezt a különbséget. Ha a gazdaságpolitika megváltozik, és a gazdasági szereplők várakozásai szerint a jövőbeli infláció el fog térni a je-

lenlegitől, éppen a megváltozott monetáris politika hatására, akkor az új-keynesi Phillips-görbe szerint ennek hatása lesz a reálgazdaságra is.

- ii. Másodsor, hosszú távon az infláció hatása semleges a reálgazdaságra az újklasszikus esethez *hasonlóan*. Ugyanis racionális várakozások mellett (bizonyos stabilitási feltételek megléte esetén), tetszőleges sok esetén a sok bekövetkezte után π_t és π_{t+1}^e ugyanahhoz az értékhez konvergál, ezért hosszú távon a kibocsátási résre nem lesz hatásuk.
- iii. Harmadsor, a Phillips-görbe meredeksége, azaz a kibocsátási rés együtthatója az árragadósság mértékétől függ. Minél ragadósabbak az árak (azaz minél nagyobb γ), annál laposabb a Phillips-görbe. Egy laposabb Phillips-görbe azt implikálja, hogy a reálgazdaság ugyanakkora változása kisebb hatással van az inflációra. Ha viszont az árak rugalmasak, azaz $\gamma=0$, akkor a Phillips-görbe függőleges lesz rövid távon is, azaz várható értékben $y_t=0$. Tehát visszajutunk az újklasszikus esethez, amikor a monetáris politika nem képes a reálgazdaságot befolyásolni.

Az új-keynesi Phillips-görbe intellektuális jelentőségét az adja, hogy sikerült a várakozásokat úgy integrálni az elméletbe, hogy az összhangban legyen a széleskörűen osztott vélekedéssel, hogy a monetáris politika képes befolyásolni a reálgazdaságot. Ugyanakkor fontos megjegyezni, hogy az új-keynesi Phillips-görbe alapvetően egy kínálati összefüggés. Tehát a gazdaság viselkedése önmagában a Phillips-görbe segítségével nem írható le pontosan, azt ki kell egészíteni aggregált keresleti összefüggésekkel és a gazdaságpolitika viselkedését leíró egyenletekkel.

Az új-keynesi Phillips-görbének az (5) és (6) egyenletek által reprezentált formája azonban nem teljesen problémamentes. Ugyanis az a tulajdonsága, hogy nincsen benne visszatekintő inflációs tag (π_{t-1}), nehezen egyeztethető össze az infláció alakulásáról szóló empirikus tapasztalatokkal, nevezetesen azzal, hogy az infláció egy lassan változó, elég perzisztens folyamat.

Ezt a problémát küszöböli ki az új-keynesi Phillips-görbe *Smets és Wouters (2003)* cikkében található változata. Ez a megközelítés a ragadós áraknak egy eltérő koncepcióján alapul. Az eredeti Calvo-modellben egy vállalat vagy optimálisan választ egy új árat, vagy változatlanul hagyja a már meglévő árat. A módosított modellben vagy optimálisan választ egy új árat, vagy egy egyszerű hüvelykujj-szabályt követve. Míg a ragadós árak Calvo-féle megközelítése mögött egy olyan elképzelés húzódik meg, hogy nem érdemes minden időpontban árat változtatni, mert az költséges, addig a módosított megközelítés szerint nem az árváltoztatásnak van költsége, hanem az árak optimális meghatározásának, mivel az ehhez szükséges információ begyűjtése és kalkulációk elvégzése erőforrás-igényes.

Mindezt a következőképpen formalizáljuk: Egy véletlen folyamat szabályozza, hogy egy adott vállalat hány időperiódusonként határozza meg a termékének az árat

optimálisan. Jelöljük $(1-\gamma)$ -val annak a valószínűségét, hogy egy vállalat a következő $t+1$ -ik periódusban optimálisan határozza meg termékének az árát. Ebből adódóan γ a valószínűsége, hogy az árazásnál egy egyszerű hüvelykujj-szabályt követ a $t+1$ -ik periódusban. Feltételezzük, hogy a hüvelykujj-szabály egy, a múltbeli infláción alapuló indexálási séma: $p_{t+1} = p_t(1+\pi_{t-1})^\nu$, ahol $0 < \nu < 1$ az indexálás mértéke. Most is feltesszük, hogy γ független attól, hogy utoljára mikor árazott egy vállalat optimálisan.⁴

Ezen feltevések alapján az infláció és a reálgazdaság kapcsolata a következő összefüggéssel írható le:

$$\pi_t = \frac{\beta}{1+\beta\nu} \pi_{t+1}^e + \frac{\nu}{1+\beta\nu} \pi_{t-1} + \frac{(1-\gamma)(1-\beta\gamma)}{(1+\beta\nu)\gamma} \omega m c_t + \varepsilon_t \quad (7)$$

Az előzőekhez hasonlóan a fenti kvázi Phillips-görbe is kifejezhető mint

$$\pi_t = \frac{\beta}{1+\beta\nu} \pi_{t+1}^e + \frac{\nu}{1+\beta\nu} \pi_{t-1} + \frac{(1-\gamma)(1-\beta\gamma)}{(1+\beta\nu)\gamma} \omega \kappa y_t + \varepsilon_t \quad (8)$$

vagy mint

$$\pi_t = \frac{\beta}{1+\beta\nu} \pi_{t+1}^e + \frac{\nu}{1+\beta\nu} \pi_{t-1} + \frac{(1-\gamma)(1-\beta\gamma)}{(1+\beta\nu)\gamma} \omega \left[\kappa(1-\alpha)y_t + \alpha p_t^m \right] + \varepsilon_t \quad (9)$$

A (8) illetve a (9) egyenleteket hibrid új-keynesi Phillips-görbének nevezzük.

A hibrid új-keynesi Phillips-görbében a hátratekintő inflációs tagnak annál nagyobb a súlya, minél nagyobb az indexálás mértéke ν . Av $\nu=0$ speciális esetben az eredeti új-keynesi Phillips-görbéhez (5, 6 egyenletek) jutunk vissza. A Phillips-görbe meredeksége ugyanazoktól a tényezőktől függ, mint az indexálás nélküli esetben, az egyetlen különbség, hogy az indexálás mértéke is befolyásolja a görbe meredekségét. Minél nagyobb az indexálás mértéke, annál laposabb a Phillips-görbe.

A hibrid új-keynesi Phillips-görbére is igaz, hogy a monetáris politika rövid távon képes hatni a reálgazdaságra, viszont hosszú távon ez a görbe is függőleges, azaz hosszú távon a monetáris politika csak az infláció nagyságára képes hatni. Ez utóbbi állítást némileg módosítja, ha a nominális bérek lefelé merevségét bevezetjük.

A keynesi közgazdaságtan eredetileg nem is az árak, hanem a nominális bérek merevségéből vezette le, hogy a monetáris politikának lehet reálhatása. Továbbá nem

⁴ Christiano és szerzőtársai (2005) tanulmányában hasonló modell található, de a szerzők felteszik, hogy $\nu=1$.

egyszerűen a bérek ragadósságát tételezték fel, hanem a bérek lefelé merevségét, lásd *Tobin (1972)*. A hangsúly később tolódott el az árragadósság irányába.

Ugyanakkor a lefelé merev bérek feltételezése nem szigorú empirikus vizsgálatokon, hanem inkább anekdotikus vélekedéseken alapult. Ezzel szemben az újklasszikus közgazdaságtan határozottan elvette bármiféle nominális merevség feltételezését, bár ezek az érvek sem empirikusak voltak, hanem logikaiak. A lefelé merev bérek koncepciója az 1980-as évek végétől éledt újra, mivel egyre több empirikus evidenciát tudtak felsorakoztatni e feltételezés mellett, lásd *Akerlof és szerzőtársai (1996)* áttekintését ezekről az empirikus vizsgálatokról.

A lefelé merev béreknek az a következménye, hogy a Phillips-görbe hosszú távon sem teljesen függőleges, azaz nem igaz, hogy hosszú távon bármely inflációs szint összeegyeztethető a munkanélküliség, illetve a kibocsátás természetes rátájával. Ha a bérek lefelé merevek, nagyon alacsony inflációs szint hosszú távon csak akkor tartható fenn, ha a munkanélküliség nagyobb, mint a természetes rátája. Ez az egyik oka, hogy a jegybankok nem a teljes árstabilitásra törekednek, hanem alacsony, de nem nulla inflációs célt tűznek ki maguk elé.

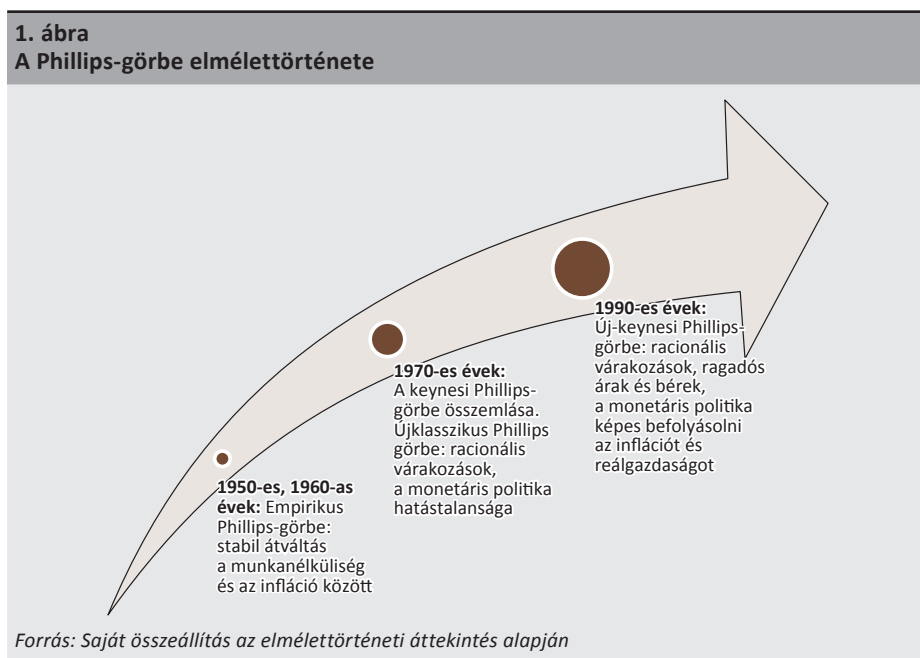
Intuitíven a következőképpen magyarázható mindez: Az egyszerűség kedvéért tegyük fel, hogy az árak alakulását kizárólag a bérek határozzák meg, a reálbér pedig a munkapiaci keresletet és kínálatot hozza egyensúlyba, kivéve ha az egyensúlyi reálbér eléréséhez a nominálbér csökkentésére lenne szükség, ilyen esetben a nominális bér konstans marad, és a munkapiacra mennyiségi alkalmazkodás következik be, illetve ha a mennyiségi alkalmazkodás elég nagy (sokan vesznek el a munkájukat), akkor némi nominális bércsökkenés elképzelhető. Ha relatíve magas az infláció, akkor a nominális bérek lefele merevsége csak nagyon kis valószínűséggel lesz korlátozó tényező. Ugyanis ha egy monetáris politikai szigorítás miatt negatív sokk éri a gazdaságot és a reálbérnek csökkennie kell, akkor az a magas infláció miatt a nominális bér emelése mellett is bekövetkezhet. Tehát ilyen esetben a bérek rugalmasan alkalmazkodnak, hasonlóképpen az árak is, tehát a gazdaság hasonlóképpen fog viselkedni, mint az újklasszikus esetben, és a Phillips-görbe függőleges lesz.

A fenti feltevések mellett gyökeresen eltérő következtetésekre jutunk azonban, ha az infláció nagyon alacsony, nulla közeli. Ilyen esetben, ha egy monetáris politikai szigorítás miatt a munkapiaci egyensúlyhoz szükséges a reálbércsökkenés, akkor az csak csökkenő nominális bérek mellett következhetne be. Ezért a bérek nem változnak, és mennyiségi alkalmazkodás történik, illetve ha ez elég nagymértékű, akkor kismértékű nominális bércsökkenés bekövetkezhet. Ennek eredményeként az infláció kismértékben csökken, de nagy reálveszteség árán. Tehát míg magas infláció mellett a Phillips-görbe csaknem függőleges, addig alacsony infláció esetén majdnem vízszintes.

A fenti intuitív érvelést formális modellek is alátámasztják, mind például *Akerlof és szerzőtársai (1996)* statikus vagy *Benigno és Ricci (2011)* dinamikus modellje.

Összefoglalva: A 1950-es, 1960-as években használt empirikus Phillips-görbe az 1970-es évek stagflációjára során „összeomlott”. Erre a jelenségre az újklasszikus közgazdaságtan adott magyarázatot az inflációs várakozások hatásainak figyelembevételével, és egy új Phillips-görbe-megközelítést javasoltak, ami viszont a monetáris politika hatástalanságát implikálta. Az új-keynesi közgazdaságtan elfogadta, hogy a várakozásoknak kulcsszerepe van, de a nominális rigiditások bevezetésével megmutatta, hogy rövid távon a monetáris politika képes hatni mind az inflációra, mind a reálgazdaságra, sőt ha a bérek lefelé merevek, akkor alacsony inflációs környezetben hosszú távon sem semleges a monetáris politika. Az itt vázolt elmélet-történeti folyamatot foglalja össze az *1. ábra*.

1. ábra
A Phillips-görbe elmélet-története



5. A Phillips-görbe együtthatói változó gazdasági környezetben

A Phillips-görbe együtthatói nagyságának, illetve meredeksége mértékének fontos gazdaságpolitikai implikációi vannak. Alacsony inflációs környezetben a gazdaságpolitikát segíti, ha a Phillips-görbe lapos. Ilyen esetben a gazdaságpolitika úgy ösztönözheti a gazdasági növekedést, hogy közben elhanyagolható méretű többlet-inflációt indukál. Vagy fordított esetben, ha negatív növekedési sokk éri a gazdaságot, akkor az nem vezet deflációs spirálhoz.

Másrésről, magas inflációs környezetben a lapos Phillips-görbe nehézségeket okoz a gazdaságpolitikának. Ilyen esetben, ha a gazdaságpolitika csökkenteni akarja az inflációt, és nem sikerül az inflációs várakozásokat leszorítania, akkor azt csak a reálgazdasági aktivitás nagymértékű csökkentésével érheti el, azaz a deflációnak nagy az áldozati rátája.

A fentiek miatt fontos megérteni, hogy milyen tényezők befolyásolják a Phillips-görbe együtthatóit, a gazdasági környezet változása miként hat rájuk. Ebben a részben két tényezőnek a hatását fogjuk megvizsgálni. Egyrészt az inflációs környezet változásának a hatásait. Másrészt a globalizáció hatásait.

Először azt vizsgáljuk, hogy az inflációs környezet miként befolyásolja az új-keynesi Phillips-görbe három kulcsparaméterét, γ -t, ami az árragadósság mértékét reprezentálja, ν -t, ami az indexálás mértéke, és ω -t, ami azt méri, hogy az árazási döntések mennyire érzékenyek a versenytársak áraira.

Magas inflációs környezetben, amikor az árak gyorsan változnak, nem érdemes sokáig tartani az árakat, tehát viszonylag gyakran érdemes átárzni, azaz γ viszonylag kicsi lesz. Továbbá ha egy vállalat adott időperiódusban éppen nem is áraz optimálisan, tudván azt, hogy az általános árszínvonal emelkedni fog, szintén emelni fogja az árait nagyjából az infláció mértékével, amit, ha éppen nem készít pontos előrejelzést, akkor a múltbeli infláció alapján becsül meg, tehát ν értéke viszonylag magas lesz.

A magas inflációs környezet az ω paraméter értékére is hatással van. *Mackowiak és Wiederholt (2009)* tanulmányában megmutatja, hogy ha az optimális döntéshozatal költséges és választani kell, hogy azt döntően makroökonómiai vagy mikroökonómiai információk alapján hozzák meg, akkor magas és változékony infláció esetén érdekesebb a makroökonómiai faktorokra koncentrálni az optimális árazás során, tehát ilyen esetben az ω értéke viszonylag magas lesz.

A fentieket összefoglalva elmondható, hogy magas infláció esetén a Phillips-görbében várhatóan nagy lesz a visszatekintő tag súlya. Továbbá ha az árak elég rugalmasak, akkor a kibocsátási rés együtthatója is viszonylag magas lesz, ami azt jelenti, hogy viszonylag kis reálgazdasági áldozattal lehet az inflációt csökkenteni. Ez összhangban van azzal az empirikus megfigyeléssel, hogy kétszámjegyű inflációt leszorítani egyszámjegyűre, ha megvan a politikai akarat és hitelesség, általában viszonylag egyszerű és relatíve gyorsan végrehajtható feladat.

Árstabilitás mellett, azaz alacsony és kiszámítható inflációs környezetben nem fontos a múltbeli inflációhoz indexálni, főleg ha a hiteles monetáris politika miatt az inflációs várakozások horgonyoztak. Ezért a ν nullához közeli értéket vehet fel. Mivel az árak változásának az átlagos mértéke kisebb, ezért, ha egy vállalat nem áraz át optimálisan, akkor kisebb hibát követ el, ezért kisebb az ösztönző a rendszeres optimális átárzásra, azaz γ értéke viszonylag magas lehet. Továbbá alacsony infláció

esetén a döntéshozatal során felértékelődnek a szektorspecifikus, a versenytársak viselkedésére irányuló információk, és leértékelődik a makroökómia tényezők súlya. Tehát ω értéke alacsony lesz.

A fentiek alapján, alacsony inflációs környezetben, ha horgonyzottak az inflációs várakozások (például egy sikeres inflációs célkövető rendszer esetében), akkor a Phillips-görbében az előretékelő inflációs tag súlya nagy, a hátratekelő tagé alacsony lesz. Továbbá ha az árak kellően ragadósak, akkor a kibocsátási rés együttthatója alacsony lesz, azaz a Phillips-görbe lapos lesz. Ha a bérek lefelé merevek, akkor a görbe ellaposodása tovább fokozódik nulla közeli inflációs ráta mellett. Mindez összhangban van azzal a megfigyeléssel, hogy viszonylag alacsony inflációt tovább csökkenteni csak jelentős reálálldozat mellett lehetséges.

A következőkben azt vizsgáljuk, hogy a globalizáció miként befolyásolja a Phillips-görbe együttthatóit. A globalizáció következtében megerősödnek a kereskedelmi kapcsolatok, ennek egyik következménye, hogy a termeléshez gyakran az eddigi belföldi input helyett jobb minőségű és/vagy olcsóbb külföldi inputokat használnak fel. Ennek következtében a (4) reálhatárkölség egyenletben α a külföldi input súlya nőni fog, ezért a (6), illetve a (9) új-keynesi Phillips-görbékben az y_t kibocsátási rés együttthatója csökkenni fog, azaz a görbe laposabb lesz.

Ugyanakkor létezik egy másik hatás is, amit *Sbordone (2007)* vizsgál tanulmányában. Eszerint a globalizáció egy másik hatása, hogy egy vállalatnak egy adott iparágban több versenytársa lesz. Ennek egyik következménye, hogy egy adott vállalat egyedi ára változtatásának hatására nagyobb mértékben változik a vállalat termékei iránti kereslet, mint ha kevesebb a versenytárs. (Például áremelés esetén egy monopolista termékei iránt kevésbé esik vissza a kereslet, mint akkor, ha ugyanazt a mértékű áremelést egy kompetitív piacon hajtja végre egy vállalat.) Azaz a globalizációból adódó több versenytárs jelenléte csökkenti ω mértékét, hiszen az aggregált gazdasági mutatók fontossága relatíve leértékelődik az adott vállalat szempontjából, az iparági versenytársak döntéseinek hatásához képest. Ugyanakkor a kereslet árérzékenysége csak annyiban releváns az optimális árazási döntés szempontjából, amennyire a változó kereslet befolyásolja az adott vállalat határkölségét. A határkölséget pedig a kereslet annál kevésbé befolyásolja, minél kevésbé érvényesülnek a csökkenő hozadékok a vállalat termelésében. *Sbordone* amellettt érvel, hogy nagyobb verseny hatására a határkölség keresletérzékenysége csökken, ami viszont növeli ω -t, mivel leértékeli a versenytársak szerepét, és felértékeli a makroökómiai fejlemények súlyát. Ennek a két hatásnak az eredőjét *Sbordone* egy kalibrált modell segítségével vizsgálta, eredményei szerint a második hatás az erősebb, tehát a globalizáció hatására ω nő, a Phillips-görbe pedig meredekebb lesz.

Ugyanakkor *Guilloy-Nefussi (2015)* vitatja *Sbordone* állításainak a helyességét. Szerinte a globalizáció nem írható le egyszerűen azzal, hogy több vállalat lesz a piacon.

A nagyobb piacon ugyanis a termelékenyebb vállalatok nagyobb lehetőségekhez jutnak, és nagy részesedést tudnak kiharítani az exportpiacokon. Ebből adódóan, méretük miatt kevésbé lesznek érzékenyek a versenytársak döntéseire, ami csökkenti ω -t, tehát végső soron a globalizáció mégis a Phillips-görbe ellaposodása irányába hat.

6. Empirikus eredmények

Bár a Calvo árazáson alapuló új-keynesi Phillips-görbéje egy sokoldalúan használható elméleti keretet nyújt, igazán akkor válik a gyakorlatban alkalmazhatóvá, ha sikerül empirikusan megmérni a görbe paramétereit.

Erre az egyik első kísérletet *Gali és Gertler (1999)* tette. Vizsgálatuk fókusza nem gazdaságpolitikai volt, hanem döntően arra voltak kíváncsiak, hogy sikerül-e az elmélettel konzisztens előjelű szignifikáns paramétereket becsülniük. Éppen ezért a becslőt egyenletben nem a kibocsátási rés, hanem a reálhatárkölség szerepelt, amely az elméletet szempontjából alapvetőbb fogalom.

Becslésüket az Egyesült Államokra végezték, és a reálhatárkölséget a bérhányaddal közelítették, az inflációs várakozásokat pedig instrumentális változókkal ragadták meg. Eredményeik konzisztensek voltak az elmélettel. Egyrészt igazolták az inflációs várakozások fontosságát, becsléseik szerint a hátratekintő inflációs tag együttthatója jóval kisebb, mint az előretekintő tagé. Továbbá a reálhatárkölség tag együttthatója szignifikáns és pozitív. Hasonló eredményekre jut európai adatokat használva *Gali és szerzőtársai (2001)* tanulmánya.

Eredményeiknek nagy jelentősége volt az új-keynesi Phillips-görbe tesztelése szempontjából, ugyanakkor sokan bírálták is a módszerüket. Például *Rudd és Whelan (2002; 2007)* felhívja a figyelmet arra, hogy az alkalmazott GMM-módszer hajlamos felülbecsülni az előretekintő inflációs tag együttthatóját.⁵

A továbbiakban olyan tanulmányokat tekintünk át, amelyeknek a fókusza nem a módszertan, hanem az a gyakorlati gazdaságpolitika szempontjából fontos kérdés, hogy az időben miként változtak a Phillips-görbe paramétereit.

Roberts (2006) az Egyesült Államok adataira megbecsülte a redukált formájú Phillips-görbe meredekségét két különböző időszakra, 1960–1983-ig, illetve 1984–2002-ig. Az eredményei szerint a görbe meredeksége csaknem felére csökkent a második időszakra. A görbe csökkenése robusztusnak tekinthető a kibocsátási rés különböző specifikációi esetén is, bár annak mértéke nem. A termelési függvény alapú kibocsátási rés alapján a visszaesés a választott időszaktól (1961–1979, vagy 1961–1983)

⁵ *Lendvai (2005)* tanulmányában hasonló becslést végzett magyar adatokra. Lásd még továbbá *Kucsera (2013)* és *(2014)* tanulmányait.

függően 30 és 40 százalék közé tehető, míg az Amerikai Költségvetési Hivatal által használt kibocsátási rést használva a görbe meredekségének csökkenése csupán 12 és 23 százalék közé tehető.

Williams (2006) szintén az Egyesült Államok adatait felhasználva próbálta megbecsülni a Phillips-görbe meredekségének esetleges változását. A becslést különböző periódusú mintákon végezte el: a minták kezdete 1980-tól 1999-ig terjedt, míg a vége fixen 2006 volt. Az eredmények szerint a 90-es években kezdődő mintáknál a meredekség jóval alacsonyabb lett, mint a 80-as években kezdődőknél.

Boivin és Giannoni (2006) strukturális VAR-modellt becsültek két különböző periódusra az Egyesült Államok adataira, a két periódus 1959–1979 és 1979–2002 voltak. A becslésük alapján a Phillips-görbe meredeksége a két periódus között több mint 25 százalékkal csökkent. A szerzők szerint ennek az oka valószínűleg az árrigiditások növekedése lehet.

Borio és Filardo (2007) 16 fejlett országra és az eurózónára végezték becslésüket 1972-től. A tanulmány felhívta a figyelmet a globális folyamatok fontosságára az infláció alakulása szempontjából. Fontos hangsúlyozni, hogy ez az empirikus felismerés teljesen összhangban van az új-keynesi Phillips-görbe előző szakaszban ismertetett elméleti keretével, amint azt az előző szakaszban tárgyaltuk. Ennek ellenére az empirikus munkák többsége nem élt ennek az elméleti lehetőségnek a vizsgálatával.

Éppen ezért érdekes Borio és Filardo tanulmánya, amely rámutat, hogy az inflációs folyamat szempontjából a globális faktor szignifikáns jelentőséggel bír. Szerintük az infláció előrejelzésére használt modellek túlságosan országspecifikusak, és vizsgálatuk szerint globálisabb megközelítésű modellek képesek jobban megragadni a valós folyamatokat. Eredményeik alapján a világgazdaság ciklikus helyzetének az inflációs modellbe foglalása jelentősen megnöveli annak magyarázó erejét, és ezzel párhuzamosan az adott ország „hazai” ciklikus helyzete kisebb relevanciával bírhat az inflációs folyamatok szempontjából.

A globalizálódó világgazdaság inflációs hatásai több csatornán keresztül is jelentkezhetnek. A távközlési szektor fejlődése jelentősen elősegítette a termelés földrajzi áthelyezését, illetve a termelési folyamat alkotóelemeire való szétszedését. Kibővült azon termékek köre, amelyek kereskedelmi forgalomba tudnak kerülni, és ezzel megnőtt ezen termékek országokon átívelő helyettesíthetősége is. Ezen túl a külkereskedelmi és pénzügyi szabályozás korlátainak lebontása szintén hozzájárult, hogy a gazdasági szereplők a technológiai innovációk előnyeit learathassák. A korábban tervgazdasági alapokon nyugvó országok becsatornázása a világkereskedelemben is komoly hatással járt a világgazdaság termeléspotenciáljára. Ezen hatások mind hozzájárulnak ahhoz, hogy a világgazdasági faktorok erőteljesebben alakítsák az egyes országok inflációs folyamatait. Emellett az alacsonyabb infláció

felé elmozdulás tendenciáját két csatornán keresztül is azonosíthatjuk. A termelés oldaláról megközelítve a bérek mérséklődését okozhatja az alacsonyabb bérszinttel rendelkező országokba történő termelés-relokáció vagy a magasabb bevándorlás, míg a kereslet oldaláról vizsgálva a piacokon kialakuló erőteljesebb verseny szintén alacsonyabb inflációt eredményezhet.

Az *IMF (2006)* tanulmányában alapvetően azt vizsgálta, hogy a globalizációnak milyen hatása lehetett az infláció alakulására az elmúlt évtizedekben. 1960–2004-es időszakra 8 fejlett országra készítettek modellt az infláció folyamatainak leírására. A modell pedig tulajdonképpen a tradicionális Phillips-görbe keretrendszerének kiterjesztése. Az eredmények alapján az árak érzékenysége a kibocsátási résre valóban csökkent az elmúlt évtizedekben. A szerzők *Borio és Filardo (2007)* tanulmányához hasonlóan a globalizációt jelölik meg ennek fő faktoraként.

Ugyanakkor vannak, akik vitatják a globalizáció szerepét a Phillips-görbe ellaposodásában. *Ihrig és szerzőtársai (2008)* tanulmányukban 11 OECD-országra becsülték Phillips-görbe-egyenletet, az 1977–2005-ös időszakra. Az 1977–1990-es időszakra megbecsült Phillips-görbe meredeksége magasabb lett, mint az 1991–2005-ös időszakra becsült, így itt is tetten érhető a görbe laposodása. Ugyanakkor a szerzők szerint semmi bizonyíték nincs arra, hogy ez a csökkenés a globalizációnak lenne köszönhető. Azok az országok, ahol a hazai kibocsátási rés fontossága leginkább csökkent, nem azok voltak, ahol a külkereskedelmi nyitottság a legtöbbet növekedett. Ezen túl, a becslések alapján a külkereskedelmi nyitottság nem befolyásolta szignifikánsan az infláció kibocsátásra való érzékenységét.

Ball (2006) Phillips-görbe-becslése szerint, amelyet a G7-es országokra végzett el 1971–2005-ös időszakra, a külkereskedelem nem játszik szerepet a görbe laposodásában, és ezért elveti annak a lehetőségét, hogy a globalizáció okozná ezt a jelenséget.

A 2007–2008-as pénzügyi válság következményeként kialakult mély és tartós világgazdasági recesszió hatására kiemelt figyelem irányult a Phillips-görbe meredekségének a kérdésére. Ennek oka a következő: az elhúzódó recesszió hatására a fejlett gazdaságokban a kibocsátási rés szokatlan mértékben negatívvá vált, ennek ellenére az infláció csökkenése mérsékelt maradt. Bár a korábbiaknál jóval alacsonyabb szintre került, tartós defláció nem következett be.

Ennek a jelenségnek a megértése szempontjából nagy jelentőséggel bír *Blanchard és szerzőtársai (2014)* tanulmánya. Ez átfogó vizsgálata a kérdéskörnek mind térben, mind időben: 20 országra becsülték meg a Phillips-görbét, 1960-ban kezdődő időszak segítségével, változó paraméteres technikával, ami lehetővé teszi a paraméterek időbeli alakulásának a követését.

A becslt egyenlet a következő:

$$\pi_t = -\theta_t(u_t - u_t^*) + \lambda_t \pi_{t+1}^e + (1 - \lambda_t)\pi_{t-1} + \mu_t \pi_{mt} + \varepsilon_t \quad (10)$$

ahol π_t jelöli az inflációt, u_t a munkanélküliségi rátát, u_t^* a munkanélküliség természetes szintjét (a szerzők nem a kibocsátási rést, hanem az azzal szoros kapcsolatban álló munkanélküliségi rést használják), π_t^e a hosszú távú inflációs várakozásokat, π_{t-1} az infláció egy negyedéves késleltetését, és π_{mt} az importált inflációt jelöli az inflációhoz képest (átlagtól vett eltérésben mérve).

λ_t koefficiense jelöli tulajdonképpen az inflációs várakozások stabilitását, ϑ_t paramétere a Phillips-görbe meredeksége, μ_t pedig az importált infláció fontosságát tükrözi.

Az eredmények szerint egyrészt az 1970-es évek óta jelentősen nőtt a hosszú távú inflációs várakozások stabilitása, másrészt pedig a Phillips-görbe meredeksége jelentősen csökkent az idő előrehaladtával. A várakozások horgonyozottságának növekedése kifejezetten jól látszik az USA eredményein, ahol a 90-es évek kezdetétől jelentősen nőtt ez a koefficiens. A Phillips-görbe meredeksége csökkenésének legnagyobb része az 1970-es évektől az 1990-es évekig terjedő időszakban realizálódott, a koefficiens nem csökkent tovább a legutóbbi válság során.

Az 1. táblázat alapján az is megállapítható, hogy míg 1985-ben a meredekség koefficiense 2 ország kivételével mindenhol szignifikáns volt, addig 2014-ben már a becslésben szereplő 20 országból 16 esetében nem különbözik szignifikánsan nullától ez az érték. Így ez a kapcsolat ma már a legtöbb ország esetében gyakorlatilag statisztikailag inszignifikáns.⁶

Hasonló eredményre jut *Matheson és Stavrev (2013)* tanulmánya, ők az Egyesült Államok adatain becslték a Phillips-görbét 1961-től 2012-ig, változó paraméterű modell segítségével. Eredményeik alapján a Phillips-görbe jól leírja az inflációs folyamatokat ebben az időszakban. A Phillips-görbe meredekségének paramétere a becslési időszakon folyamatosan csökkent, és a minta legvégére csupán a fele volt a 1970-es években mért értékének. Ráadásul a koefficiens csökkenése robusztusnak tekinthető a munkanélküliség természetes rátájának különböző specifikációira is.

Eredményeik szerint az inflációs várakozások az 1970-es években nem voltak horgonyozottak, és az inflációs várakozások egyre inkább hátratekintővé váltak és volatilisak voltak. Ugyanakkor a 80-as évektől kezdve a hosszú távú inflációs várakozások elkezdtek egyre lejjebb kerülni, és egy alacsonyabb szinten sikerült megállapodniuk a 2000-es évekre.

⁶ Blanchard és szerzőtársai a Phillips-görbe paramétereinek alakulása mellett azt is vizsgálták, hogy a válságok utáni recessziók visszavezethetőek-e a hiszterézis jelenségére, és körüljárják ennek a kérdésnek a gazdaságpolitikai vetületeit. Mivel ez túlmutat a tanulmányunk keretein, ezért ezeket a kérdéseket nem szemléljük jelen írásunkban.

1. táblázat

A munkanélküliségi rés koeficiensének változása

Ország	Év	Együttható	Standard hiba	Ország	Év	Együttható	Standard hiba
Egyesült Államok	1985	0,34	0,23	Svájc	1985	3,32	1,6
Egyesült Államok	2000	0,23	0,18	Svájc	2000	0,52	1,05
Egyesült Államok	2014	0,16	0,28	Svájc	2014	0,96	1,24
Japán	1985	4,97	1,67	Svédország	1985	0,73	0,71
Japán	2000	0,78	0,98	Svédország	2000	0,61	0,57
Japán	2014	3,45	2,98	Svédország	2014	0,76	0,94
Németország	1985	0,72	0,18	Belgium	1985	0,67	0,22
Németország	2000	0,17	0,2	Belgium	2000	0,51	0,42
Németország	2014	0,03	0,25	Belgium	2014	0,56	0,76
Egyesült Királyság	1985	0,8	0,37	Norvégia	1985	0,84	0,38
Egyesült Királyság	2000	0,02	0,46	Norvégia	2000	0,43	0,39
Egyesült Királyság	2014	0,24	0,94	Norvégia	2014	0,56	0,64
Franciaország	1985	1,11	0,21	Ausztria	1985	0,59	0,27
Franciaország	2000	0,38	0,33	Ausztria	2000	0,58	0,27
Franciaország	2014	0,65	0,42	Ausztria	2014	0,57	0,28
Olaszország	1985	1,31	0,34	Dánia	1985	0,58	0,29
Olaszország	2000	0,04	0,42	Dánia	2000	0,11	0,3
Olaszország	2014	0,4	0,37	Dánia	2014	0,22	0,39
Kanada	1985	0,56	0,21	Írország	1985	0,72	0,3
Kanada	2000	0,35	0,26	Írország	2000	0,29	0,23
Kanada	2014	0,08	0,47	Írország	2014	0,24	0,4
Ausztrália	1985	0,27	0,31	Görögország	1985		
Ausztrália	2000	0,99	0,5	Görögország	2000	0,15	0,11
Ausztrália	2014	0,08	0,79	Görögország	2014	0,15	0,11
Spanyolország	1985	0,39	0,11	Portugália	1985	1,88	1,12
Spanyolország	2000	0,11	0,14	Portugália	2000	0,38	1,06
Spanyolország	2014	0,18	0,1	Portugália	2014	0,22	0,91
Hollandia	1985	0,33	0,13	Új Zéland	1985	1,07	0,59
Hollandia	2000	0,34	0,13	Új Zéland	2000	0,1	0,76
Hollandia	2014	0,33	0,14	Új Zéland	2014	0,98	1,22

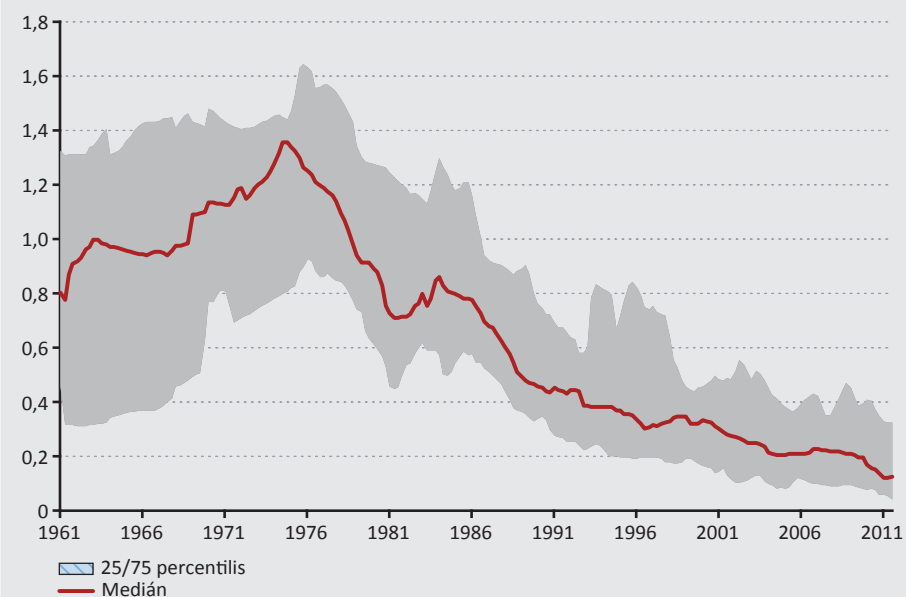
Forrás: Blanchard és szerzőtársai (2014)

Dokumentálták továbbá az importált infláció fontosságának a növekedését, ami nem meglepő a növekvő importpenetráció és globalizáció tükrében, és egybevágg *Borio és Filardo (2007)* tanulmányának megállapításával.

A fentiekkel összhangban vannak az *ECB (2013)* eredményei is. A tanulmányban külön-külön megbecsülték a Phillips-görbe meredekségét az eurózónára 1997 és 2013 között, a bérinflációra és az inflációra is, és az eredményeik alapján mindkettő esetében a reálgazdasági tényezők hatása csökkent a válság eleje óta az inflációra.

Az *IMF (2013)* tanulmánya 21 fejlett ország 1961 és 2011 közötti adatain becsülte meg a Phillips-görbe paramétereit, eredményeik alapján a Phillips-görbe meredeksége folyamatosan csökken az 1970-es évek közepe óta (ahogy az a 2. ábrán is látható), az inflációs várakozások horgonyozottságának a mértéke pedig folyamatosan nő az 1970-es évekbeli mélypont óta, viszont a globális faktorok fontosságát mérő paraméter esetében a szerzők nem találtak egyértelmű trendet a mintaidőszakban.

2. ábra
A Phillips-görbe meredekségének változása



Forrás: IMF (2013)

A fenti, egymást megerősítő eredmények értelmezéséhez érdemes visszautalni az előző szakaszban tárgyalt elméleti keretre. A Phillips-görbe laposabb lesz, ha az árak ragadósabbá válnak (γ nő), az előretekintő tag súlya pedig akkor lesz nagyobb, ha az indexálás mértéke, azaz v csökken. Ahogy azt tárgyaltuk, egy stabil, alacsony inflációjú környezet, ahol a monetáris politika hatásosan befolyásolja a várakozásokat, indukálhatja ezeket a változásokat.

Mindez összhangban van azzal a ténnyel, hogy a fejlett világban az elmúlt két évtizedben egyre több ország adaptálta az inflációs várakozások menedzselésén alapu-

lő inflációs célkövetést, aminek segítségével sikerült alacsony inflációjú gazdasági környezetet teremteni.

Ez a folyamat már a 2007 a válság kitörése elő megkezdődött, de az azt követő elhúzódó recesszió tovább csökkentette az infláció szintjét, ami felerősítette a már korábban elkezdődött folyamatokat. Bár a fenti tanulmányok ezt nem bizonyítják közvetlenül, a válság kezdete óta a bérek lefelé merevsége is vélhetően felerősítette a Phillips-görbe ellaposodásának a tendenciáját. Amint az előző szakaszban bemutattuk, a bérek lefelé merevsége akkor válik fontossá és járul hozzá a Phillips-görbe ellaposodásához, amikor az inflációs ráta nulla százalék közelébe kerül. Az elmúlt időszak recessziója éppen egy ilyen periódus volt.

Ugyanakkor nemcsak a Phillips-görbe ellaposodására vezethető vissza, hogy a válságban a nagy negatív kibocsátási rés ellenére mérsékelt maradt az infláció csökkenése. Az *ECB (2013)* tanulmány szerint az is szerepet játszott, hogy a válság hatására megváltozhatott a foglalkoztatás összetétele, és mivel a recesszió leginkább az alacsonyan képzett rétegeket érintette negatívan, ezért a foglalkoztatottak között magasabb arányban képviseltetik magukat a magasan képzettek, ami értelemszerűen növeli az aggregált bérek szintjét. Emellett az indirekt adók és hatósági árak növekedése a fiskális konszolidáció nyomán szintén emelhetette az infláció szintjét.

Arra, hogy a válság alatt miért nem csökkent jobban az infláció, további lehetséges magyarázat az, hogy a megfigyelt nagymértékű munkanélküliség jelentős része nem ciklikus, hanem hosszú távú hatásokra vezethető vissza. Ebből adódóan a negatív kibocsátási rés kisebb, hiszen a kibocsátási rés a ciklikus tényezőkkel van kapcsolatban. Az *IMF (2013)* tanulmány megvizsgálja empirikus szempontból ezt az érvet, de elveti, és egyértelműen a Phillips-görbe ellaposodása és a várakozások horgonyzottsága mellett foglal állást.

Az eddig tárgyalt eredmények kapcsán érdemes lehet kiemelni, hogy ha a kibocsátási résnek csupán kis hatása van az inflációra, az azt implikálja, hogy az infláció stabilizálásához óriási mozgásokra van szükség a kibocsátási résben. Sőt, ha ez a kapcsolat nemcsak hogy elhanyagolható, hanem bizonytalan, akkor a kibocsátási rés jelentős változásai sem garantálják feltétlenül az infláció kontrollálását. Ez alapján a monetáris politikának a kibocsátásra kellene koncentrálnia az infláció helyett, ugyanakkor jogosan merül fel a kérdés, hogy mi determinálja ez esetben az inflációt. Az eredmények alapján főként az inflációs várakozások, amit pedig a várakozások horgonyzottsága határoz meg.

Az eredmények ugyanakkor ambivalens implikációt mutatnak, ugyanis bár jelentősen nőtt a jegybankokba vetett bizalom az inflációs cél elérésének kapcsán, ezzel egy időben a jegybankok azon képessége, hogy ténylegesen elérjék a céljukat, jelentősen visszaesett, ami kapcsán érdekes kérdés, hogy ez esetben a jövőben majd mi horgonyozza a várakozásokat.

A Phillips-görbe ellaposodásával kapcsolatos összképet árnyalja néhány további empirikus vizsgálat. *Stevens (2013)* tanulmányában *Blanchard és szerzőtársai (2014)*, illetve *Matheson és Stavrev (2013)* cikkeiben használt Phillips-görbe-egyenletet becsülte meg az eurózónára 1980-tól 2013-ig, némiképp más ökonometriai specifikáció segítségével. Főbb megállapításai hasonlóak az említett szerzőkéhez: a várakozások horgonyozottsága nőtt, az importált infláció fontossága növekedett, valamint a Phillips-görbe meredeksége csökkent a vizsgált időszakban. Bár becslésük szerint az időszak végén a Phillips-görbe meredeksége újra növekedni kezd, de ez valószínűleg annak az eredménye, hogy az időszakvégi mozgást az idősorban a HP-filter trendként identifikálja, emiatt pedig a ciklikus munkanélküliségre vonatkozó becslés alulbecsli a jelenlegi válság során a keresletben történő visszaesést. Ez pedig végső soron a Phillips-görbe meredekségének túlbecsléséhez vezet a becslési időszak végén.

Riggs és Venditti (2015) 1999-től 2014-ig az euró zóna adataira készített becslést. Eredményeik alapvetően összhangban állnak az eddig tárgyaltakkal, azaz, hogy hosszú távon a Philips görbe ellaposodása figyelhető meg. Ugyanakkor azt állítják, hogy 2013-ban és 2014-ben változott a helyzet, és nőtt a Phillips-görbe meredeksége. A szerzők szerint ez a gazdaság szerkezetének megváltozásából fakadhat, amelynek lehetséges okaként említik egyrészt az alacsonyabb nominális rigiditásokat (gyakoribb árkorrekciók), ami egyes országok strukturális reformjainak számlájára írható. Ugyanakkor lehetségesnek tartják, hogy nem a Phillips-görbe meredeksége változott meg, hanem a kibocsátási rés nyitottabb lehet a jelenleg becslőtnél.

Oinonen és Paloviita (2014), az 1990-től 2014-ig terjedő időszakra vizsgálta meg az euró zóna esetében a Phillips-görbe meredekségét változó paraméterű becsléssel, három különböző kibocsátási rés változóval. Eredményeik szerint a Philips-görbe meredeksége 2012 óta növekedett. A Phillips-görbe meredekebbé válásával együtt ugyanakkor hangsúlyozzák, hogy az euró zóna inflációját befolyásoló tényezők közül továbbra is a várakozások alakulása az egyik legfontosabb.

7. Következtetések

Az inflációs folyamat és a reálgazdasági folyamatok közti összefüggést megragadó egyenletet szokás Phillips-görbének hívni. A Phillips-görbe eredetileg egy 1950-es években felfedezett stabil empirikus összefüggés volt, ami az 1970-es évek stagflációja során összeomlott, érvénytelenné vált. Ugyanakkor, várakozásokkal kiegészítve a Phillips-görbe mai napig egy hasznos elemzési eszköz. A jelenleg is széleskörűen használt új-keynesi Phillips-görbe az infláció, az inflációs várakozások és a kibocsátási rés közötti összefüggést ragadja meg. Az egyenletben a kibocsátási rés együtthatója, azaz a Phillips-görbe meredeksége kulcsfontosságú a gazdaságpolitika szempontjából. Az empirikus tanulmányok többsége szerint az elmúlt évtizedekben a Phillips-görbe ellaposodása figyelhető meg, azaz a kibocsátási rés együtthatója

szignifikánsan csökkent. Ennek fő okai a vállalatok árazási viselkedésének a megváltozásában és a globalizációs folyamatban keresendőek. Ugyanakkor semmi garancia nincs arra, hogy az ellaposodási folyamat tovább folytatódik, sőt bizonyos körülmények hatására akár a visszajára is fordulhat. A lapos Phillips-görbe a jelenlegi alacsony inflációs környezetben kedvező a gazdaságpolitika számára, mert minimális többletinfláció mellett lehet jelentős növekedést indukálni.

Felhasznált irodalom

Akerlof, G.A – W.T. Dickens - G.L. Perry (1996): *The Macroeconomics of Low Inflation*. *Brooking Papers on Economic Activity*, 1:1996, pp. 1–76.

Ball, L. (2006): *Has Globalization Changed Inflation?* NBER wp 12687.

Benigno, P. – L.A. Ricci (2011): *The Inflation-Output Trade-Off with Downward Wage Rigidities*. *American Economic Review* 101, pp. 1436–1466.

Boivin, J. – Giannoni, M. (2006): *Has Monetary Policy Become More Effective?* *The Review of Economics and Statistics*, 88, August, pp. 445–462.

Borio, C. – A. Filardo (2007): *Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation*. *BIS Working Papers*, 227.

Blanchard, O. – E. Cerutti – L. Summers (2014): *Inflation and Activity – Two Explorations, and Their Monetary Policy Implications*. *Tanulmány az ECB Forum on Central Banking 2014 konferenciára*.

Calvo G. (1983): *Staggered Prices in a Utility Maximizing Framework*. *Journal of Monetary Economics* 12, pp. 383–398.

Christiano, L. – M. Eichenbaum – C. Evans (2005): *Nominal Rigidities and the Dynamic Effects of a Shock to Monetary Policy*. *Journal of Political Economy* 113, pp. 1–45.

ECB (2013): *The Link between Slack and Nominal Developments*, *Monthly Bulletin*, November 2013.

Fischer, S. (1977): *Long-Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule*. *Journal of Political Economy*, pp. 191–205.

Galí, J. – M. Gertler (1999): *Inflation Dynamics: A Structural Econometric Analysis*. *Journal of Monetary Economics* 44, pp. 195–222.

Galí, J. – Gertler, M. – López-Salido, D. (2001): *European Inflation Dynamics*. *European Economic Review* 45, pp. 1237–1270.

Friedman, M. (1968): *The Role of Monetary Policy*. *American Economic Review*, 68, 1–17.

- Guilloux-Nefussi, S. (2015): *Globalization, Market Structure and the Flattening of the Phillips Curve*. Document de Travail, 539, Banque de France.
- Ihrig, J. – Kamin, S.B. – Lindner, D. – Marquez, J. (2008): *Some Simple Tests of the Globalization and Inflation Hypothesis*. International Finance Discussion Paper n. 893.
- IMF (2006): *How Has Globalization Affected Inflation?* World Economic Outlook, Chapter III, April.
- IMF (2013): *The Dog That Didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or Was It Just Sleeping?* In: World Economic Outlook, Chapter III, April, pp. 79–96.
- Kucséra, H. (2013): *Phillips-görbe becslés magyar adatokon a bértarifa adatbázis felhasználásával*. Kézirat, MNB.
- Kucséra, H. (2014): *Phillips-görbe becslés magyar adatokon faktorok felhasználásával*. Kézirat, MNB.
- Lendvai, J. (2005): *Hungarian Inflation Dynamics*. MNB Occasional Papers, 46, Magyar Nemzeti Bank.
- Lucas, R.E. (1973): *Some International Evidence on Output-Inflation Trade-offs*. American Economic Review 63, pp. 326–334.
- Mackowiak, B. – Wiederholt, M. (2009): *Optimal Sticky Prices under Rational Inattention*. American Economic Review 99, pp. 769–803.
- Matheson, T. – Stavrev, E. (2013): *The Great Recession and the Inflation Puzzle*. IMF Working Paper, 13/124.
- Oinonen, S. – Paloviita, M. (2014): *Updating the Euro Area Phillips Curve: the Slope has Increased*. Bank of Finland Research Discussion Papers, 31/2014.
- Phelps, E.S. (1968): *Money-Wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium*. Journal of Political Economy 76, pp. 678–711.
- Phillips, W. (1958): *The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom. 1861-1957*, *Economica* 25, 283–299.
- Riggi, M. – Venditti, F. (2015): *Failing to Forecast Low Inflation and Phillips Curve Instability: A Euro-Area Perspective*. International Finance 18, pp. 47–67.
- Roberts, J. (2006): *Monetary policy and Inflation Dynamics*. International Journal of Central Banking 2, September.
- Rotemberg, J.J. (1982): *Sticky Prices in the United States*. Journal of Political Economy 90, pp. 1187–1211.

- Rotemberg, J.J. (1983): *Aggregate Consequences of Fixed Costs of Price Adjustment*. American Economic Review 73, pp. 433–436.
- Rudd, J. – Whelan, K. (2007): *Modelling Inflation Dynamics: a Critical Review of Recent Research*. Journal of Money, Credit and Banking 39, pp. 155–170.
- Samuelson, P.A. – Solow, R. (1960): *Analytical Aspects of Anti-Inflation Policy*. American Economic Review 50, pp. 177–194.
- Sbordone, A.M. (2007): *Globalization and Inflation Dynamics: the Impact of Increased Competition*. NBER Working Paper 13556.
- Smets, F. – Wouters, R. (2003): *An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area*. Journal of the European Economic Association 1, pp. 1123–1175.
- Stevens, A. (2013): *What Inflation Developments Reveal about the Phillips Curve: Implications for Monetary Policy*. Economic Review, National Bank of Belgium, December 2013.
- Taylor, J. (1980): *Aggregate Dynamics and Staggered Contracts*. Journal of Political Economy 88, pp. 1–23.
- Tobin, J. (1972): *Inflation and Unemployment*. American Economic Review 62, pp. 1–18.
- Williams, J. (2006): *Inflation Persistence in an Era of Well-Anchored Inflation Expectations*. FRBSF Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco, Issue oct13.

Az alacsony inflációs környezet és a visszafogott beruházási aktivitás lehetséges magyarázatai

Csortos Orsolya – Szalai Zoltán

A cikk a globálisan tapasztalható alacsony infláció okaival foglalkozik, ami az elmúlt időszakban számos vezető közgazdász vagy nemzetközi szervezet figyelmének központjába került. Célunk az eltérő szempontok és vélemények összefoglalása, amelyek a kérdés jellegéből adódóan közvetlenül a fejlett országok szempontjait tükrözik, de közvetve az egész világgazdaság jövője szempontjából meghatározóak. A cikkben áttekintjük, hogy milyen rövid, közép, illetve hosszú távú tényezők húzódnak meg a jelenleg is tapasztalható folyamatok mögött. Ennek során hangsúlyozzuk, hogy a visszafogott beruházási tevékenység magyarázatára az eddig elterjedt reáelemzések nem alkalmasak, mivel abban a pénzügyi struktúra, a vállalatfinanszírozás és a vállalatirányítás olyan változásai is alapvető szerepet játszanak, mint például a megtérülési horizont rövidülése, a hozamelvárások emelkedése vagy a külső hittelek felhasználása. Mindezek alapján megállapítjuk, hogy a reáelemzéseken túlmutató, monetáris és pénzügyi elemzésekből következően olyan makrogazdasági keretre és szerkezeti változásokra van szükség, amelyek megteremtik a „türelmes” finanszírozást az alapkutatásokhoz és a fejlesztésekhez, továbbá hosszabb távon is fenntartható növekedést támogató ösztönzőket alakítanak ki.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E31, E43, E44, E52, G32

Kulcsszavak: infláció, gazdasági növekedés, vállalatirányítás, vállalatfinanszírozás, monetáris politika, monetáris elemzés

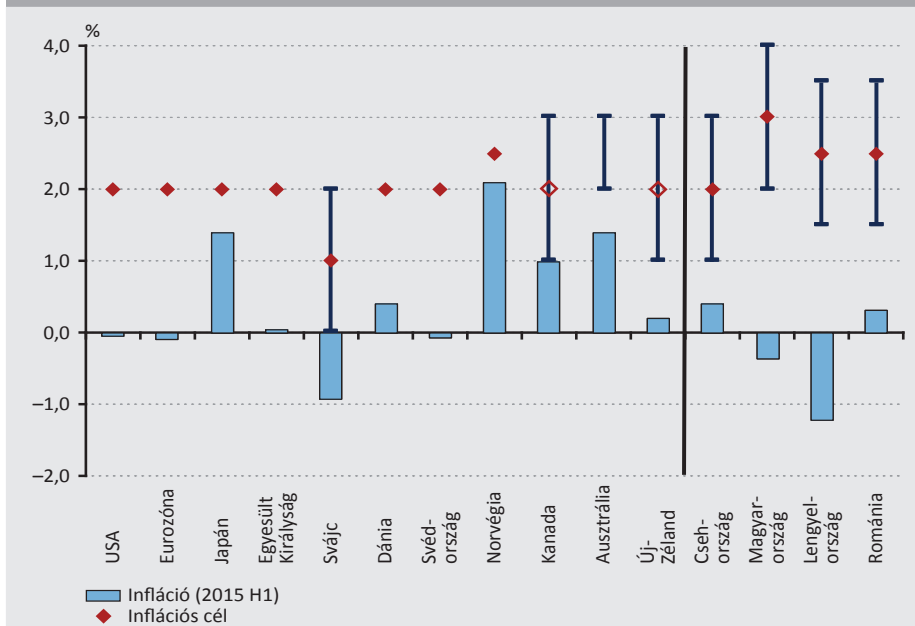
1. Bevezetés

A 2008-ban kiteljesedő válság hatására a gazdasági aktivitás és az infláció alacsony maradt a fejlett országokban, és a lassulás jelei tapasztalhatók a válság első éveiben viszonylag jól teljesítő feltörekvő országokban is. A lassú növekedési ütem és a tartósan alacsony infláció a monetáris politika számára új kihívásokat teremt. A megfelelő gazdaságpolitikai válaszok megtalálásának előfeltétele a jelenség okainak feltárása. Az egyik legnagyobb figyelmet 2015 során olyan rövid távú tényezők kapták, mint az olajárak esése. Megállapítható, hogy más nyersanyagok ára hasonló

változékonyságot mutatott az utóbbi években, ami azt valószínűsíti, hogy nem csak az energiapiac sajátosságai okozzák a rövid távú inflációs meglepetéseket. Továbbá az élelmiszer- és energiaárak alakulását kiszűrő maginflációs mutatók is alacsonyan alakultak, ami felveti azt a kérdést, hogy az infláció alakulásában középtávú vagy hosszú távú tényezők játszanak-e meghatározóbb szerepet. Egy lehetséges magyarázat a gyenge reálgazdasági teljesítményre az, hogy a válságot megelőző években a gazdasági szereplők nagymértékű eladósodottsága mellett valósult meg növekedés, így azok az eszközár-buborék kipukkanását követően mérlegkiigazításra kényszerülnek. Ez több évig elhúzódó folyamat, ami középtávon is alacsony inflációt és növekedési ütemet vetít előre. Mások szerint a jelenlegi lassú növekedés egy, már a válság előtt kezdődött évtizedes trend folytatása, amit a válság és az alkalmazkodás csak megszakított. A hosszú távú magyarázatok egyik csoportja reálgazdasági tényezőkkel, azon belül is a megtakarítások és beruházások egyensúlytalanságával magyarázza az elhúzódó kilábalást („secular stagnation” és „savings glut” elméletek). Ugyanakkor egyre többen hangsúlyozzák ezen reálemzések korlátait, és a visszafogott beruházási tevékenységet a pénzügyi struktúra, a vállalatfinanszírozás és a vállalatirányítás változásaival magyarázzák.

A 2008-ban kiteljesedő válságot követő hét évvel a fontosabb fejlett országok monetáris politikája továbbra is divergál, mivel az Egyesült Államok gazdasága relatíve erősödést mutat Japánhoz és az eurozónához képest. Eközben az olaj- és egyéb

1. ábra
Infláció és inflációs célok a fejlett és régiós országokban

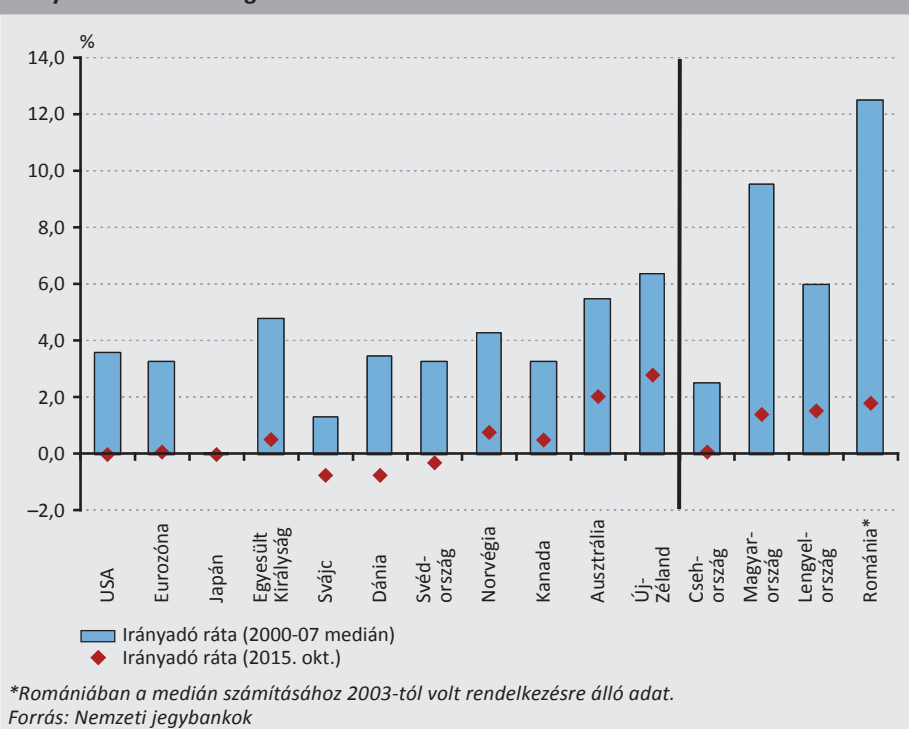


Forrás: Nemzeti jegybankok

nyersanyagárak nagymértékű esése, illetve a gyenge bérdinamika felveti annak kockázatát, hogy az infláció hosszabb ideig elmaradhat a jegybanki céloktól, illetve bizonyos esetekben a defláció kialakulása sem zárható ki (1. ábra).

A lassú gazdasági növekedési ütem és az alacsony infláció miatt historikusan alacsonyok – esetenként negatívak – a kamatok, emiatt a monetáris politika hagyományos – azaz irányadó kamat – eszközének hatékonysága mérséklődik (2. ábra). A monetáris politika számára ez az új környezet új kihívásokat teremt, aminek csak úgy felelhet meg, ha megfelelő diagnózist tud felállítani az alacsony infláció és lassú növekedés magyarázatára, és megtalálja a megfelelő eszközöket, amelyekkel az inflációt a célra emelheti. Az alábbiakban ismertetjük a jelenség közgazdasági vitákban felmerülő legfontosabb lehetséges magyarázatait és a kapcsolódó gazdaságpolitikai kezelési lehetőségeket.

2. ábra
Irányadó ráták a válság előtt és után



2. Rövid távú tényezők: alacsony nyersanyag- és olajárak

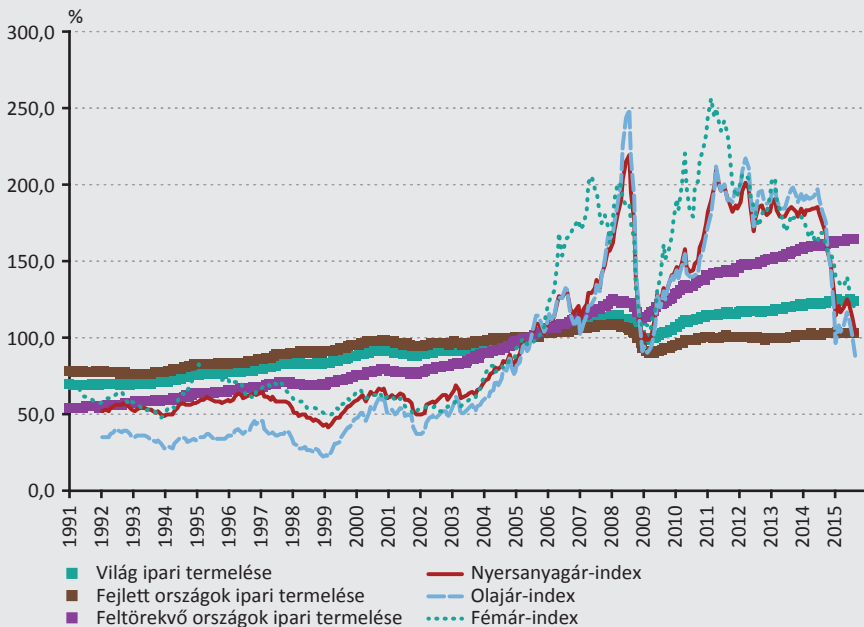
Az utóbbi hónapokban a legnagyobb figyelmet a váratlanul alacsony infláció magyarázatában olyan, rendszerint változókéony áralakulású termékek kapták, mint az olaj vagy más nyersanyagok. Ugyanakkor az élelmiszer- és energiaárak alakulását

kiszűrő maginflációs mutatók is alacsonyan alakultak, illetve a szokásos előrejelzési horizontokon is várhatóan mérsékeltek maradnak, ami felveti azt a kérdést, hogy az infláció alakulásában középtávú (ciklikus, pénzügyi) vagy hosszú távú (tartós, reál-) tényezők játszanak-e meghatározóbb szerepet.

A négy évig tartó, 100 dollár feletti olajár időszakát követően 2014 közepétől erőteljes áresés indult meg, és a Brent olaj ára 2015 év elején 50 dollár alá zuhant. A leggyakrabban említett magyarázatok között szerepel a kínálati oldalon az amerikai palaolaj-kitermelés felfutása, illetve a gyenge ázsiai és európai növekedés miatt visszaeső olajkereslet. *Sokak szerint azonban a reálgazdasági folyamatok önmagukban nem indokolták a megtapasztalt mértékű árváltozásokat, és azok felnagyításában szerepet játszottak az olaj- és a nyersanyagpiacot érintő pénzügyi piaci tényezők is.*

A 3. ábrán a fejlett, a fejlődő és az egész világ ipari termelésének alakulása látható az egyes nyersanyag- és energiaár-indexekkel együtt. Az ábra arra utal, hogy az olajár alakulásában a reálgazdasági tényezők mellett más tényezők is szerepet játszottak. Észrevehető, hogy noha az utóbbi hónapokban az olajár alakulása kapott figyelmet, hosszabb horizonton tekintve a többi energia és nyersanyag ára is az olajéhoz meglehetősen hasonlóan mozgott. Ez a megfigyelés mérsékli azoknak az

3. ábra
Ipari termelés- és nyersanyagár-indexek
(2005=100)

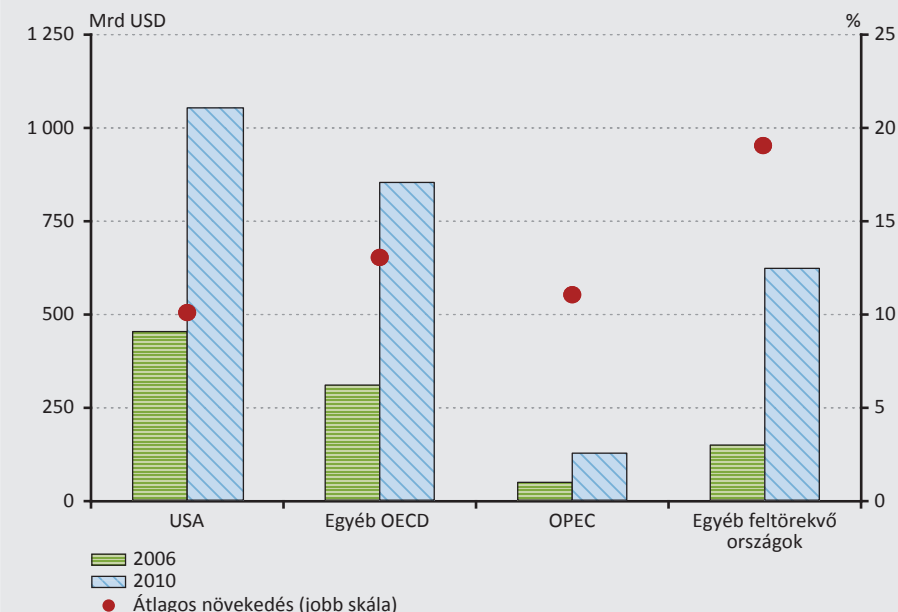


Forrás: IMF (2015c) és Central Planning Bureau (2015)

érveknek a meggyőzőerejét, amelyek olyan olajpiaci tényezőkkel magyarázzák az olajárak alakulását, mint a palaolaj-kitermelés valóban látványos felfutása vagy az olajtároló és -szállító kapacitások sajátosságai. Az is jól látható, hogy a nyersanyag- és energiaár-indexek jóval szélsőségesebben mozognak, mint a felhasználói vagy „reál-” keresletet képviselő ipari kibocsátások. Az olaj- és nyersanyagárak a pénzügyi eszközök árához hasonlóan mind a fellendülés, mind a visszaesés idején túllőnek a saját trendjükhöz képest és az ipari termeléshez képest is. Ez arra utalhat, hogy a nyersanyagok, köztük az olaj árának mozgását nagyban befolyásolják a pénzügyi és spekulatív piacokról ismert várakozások is.

A BIS (2015a) rámutatott arra, hogy 2006-tól kezdve a – jórészt az USA-n kívüli – olajtermelő vállalatok kölcsönfelvétele dinamikusan növekedett, ami alacsony kamatok és gyenge dollár-árfolyam mellett valósult meg. A magas eladósodottság, illetve annak dollár-denominációja és az alacsony olajárak együttesen komoly pénzügyi nehézségeket okozhatnak ezeknek a szereplőknek. Az olajáresés miatt csökken a vállalatok profitabilitása, ami likviditási nehézségeket okoz, így növekszik a csődök és nemteljesítések kockázata. Emellett a dollár erősödése sok vállalat esetében önmagában is növeli az adósságszolgálatot (4. ábra). A kialakult helyzetre a vállalatok többféleképp reagálhatnak. Egyrészt eladhatják meglévő eszközeiket, berendezéseiket, és csökkenthetik tőkekölteiket. Másrészt a jelentősen eladó-

4. ábra
Olaj- és gázvállalatok adósságai



Forrás: BIS (2015a)

sodott kitermelő vállalatok az alacsony olajárak ellenére fenntarthatják, vagy még növelhetik is kitermelésüket a szükséges likviditás és adósságszolgálati kiadások biztosítása érdekében, ami felerősítheti a kezdeti olajáresést és további mérlegal-kalmazkodásra kényszeríthet.

Az olajtermelőkön kívül számos pénzügyi befektető (nyugdíjalapoktól a hedge fundokig) vett fel alacsony kamatok mellett olcsó hitelből finanszírozott pozíciókat az olaj- és más nyersanyag- – határidős és derivatív – piacokon. A Fed kamatemelésére vonatkozó várakozások felerősödésével az így költségessé váló pozíciók zárásába, derivatív kontraktusok eladásába kezdtek, ezzel lefelé nyomva az olaj- és egyéb határidős nyersanyagárakat, így erősítve az azonnal piaci árak esését.¹

További fontos tényező, hogy országonként ugyan eltérő mértékben, de az energiaárak alakulása jellemzően erős és rövid távon meghatározó szerepet játszik a fogyasztóiár-index alakulásában. Ugyanakkor a nyersanyagárak begyűrzésének mértéke a fogyasztóiár-indexbe időben változhat: az 1970-es és 1980-as években a magas olajár egyéb termékek árát is megnövelte, továbbá a maginflációt és az inflációs várakozásokat is emelte. Az utóbbi két évtizedben – annak ellenére, hogy a nyersanyagárak szerepe a fogyasztóiár-indexben tovább növekedett (5. ábra) – ezek a másodkörös hatások mérséklődtek, ugyanis az energiaárak mozgásai egyre kevésbé jelennek meg a maginflációs mutatókban² (BIS 2015b). Ugyanakkor az élelmiszer- és energiaárak alakulását kiszűrő maginflációs mutatók is alacsonyan alakultak, ami arra utalhat, hogy nem kizárólag a nyersanyagárak alakulása játssza a legfontosabb szerepet az alacsony inflációban (6. ábra).

Össességében az alacsony infláció alakulására az egyik nagy figyelmet kapott magyarázat az olajárak alakulása volt. Azonban az olajárak alakulásában olyan egyedi olajpiacot érintő tényezők is szerepet játszhattak, amelyek hatása várhatóan lassan kifut, és hasonló mértékben aligha ismétlődhet meg. Ugyanakkor megfigyelhető, hogy az alacsony inflációs környezet kialakulásában jelentős szerepet játszanak a tágabban értelmezett, visszafogott nyersanyagárak, amelyeket nem érintenek az olajpiaci sajátosságok. A globális gazdaságot meghatározó pénzügyi piaci kondíciók közvetlenül befolyásolják az – egyre inkább a pénzügyi eszközök piacára jellemző – olaj- és egyéb nyersanyagárak alakulását. Emelkedésük vagy csökkenésük önma-

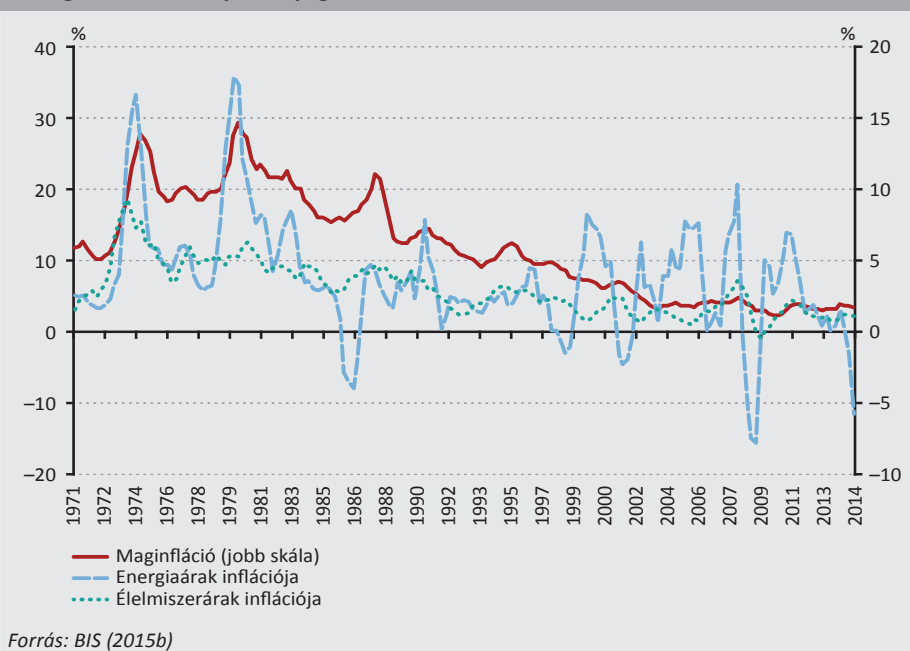
¹ Tovább növeli a nyersanyagárak ingadozását, hogy egyes befektetési bankok fedezetként használták a különféle árukat további hitelfelvételhez, és ezzel nagy mennyiségeket vontak el a fizikai piacokról. Amikor az USA Kongresszusa árrögzítés miatt eljárást kezdeményezett ellenük, akkor ez a fedezet nagy tömegben jelent meg a piacokon, további lefelé ható nyomást gyakorolva az árakra a nyersanyagpiacokon. Azt a folyamatot, amelynek során a nyersanyagárak alakulását egyre inkább a pénzügyi piaci folyamatok határozzák meg és azokra jellemző módon viselkednek, a nyersanyagok „finanszírozottság”-ának („financialisation”) nevezik. Az elnevezést egyes közgazdászok már korábban alkalmazták a modern nagyvállalatokra, a háztartásokra is, sőt, általában a modern gazdaságokra (részletesebben lásd az 4.2 szakaszt).

² A nyersanyagárak mellett az árfolyam alakulása is olyan tényező, amely rövid távon meghatározó szerepet játszik az infláció alakulásában. Ezzel kapcsolatban a tapasztalatok szintén azt mutatják, hogy az elmúlt években az árfolyam-begyűrzés mértéke csökkent (BIS 2015:69–70).

5. ábra
Korreláció a nyersanyagárak és az infláció között



6. ábra
A maginfláció és a nyersanyagárak alakulása



gukban kevésbé tájékoztatnak a reálgazdasági keresleti és kínálati feltételekről, mert az árakat erősen befolyásolják a jövőbeni energia és nyersanyagárakra vonatkozó várakozások. A várakozásokat pedig a reálgazdasági tényezőkön kívül a változékony pénzügyi kondíciók és a monetáris politikai lépésekre vonatkozó várakozások, illetve ezek kölcsönhatása is befolyásolják.³ *Mindazonáltal az élelmiszer- és energiaárak alakulását kiszűrő maginflációs mutatók is alacsonyban alakultak, ami felveti azt a lehetőséget, hogy az infláció alakulásában közép- vagy hosszú távú tényezők játszanak meghatározó szerepet.*

3. Középtávú magyarázat: mérlegválság

Az a tény, hogy az élelmiszer- és energiaárakat nem tartalmazó, úgynevezett maginflációs mutatók is alacsonyban alakultak, erősíti azokat az érveket, amelyek szerint az infláció alakulásában középtávú, ciklikus, pénzügyi folyamatokkal kapcsolatos tényezők is szerepet játszanak. Eszerint a jelenleg tapasztalható, mérsékelt növekedéssel párosuló, alacsony infláció egyik lehetséges magyarázata a mérlegválság, illetve a gazdasági szereplők mérlegkiigazítása.

A mérlegválságok dinamikája a következő: a gazdasági szereplők jövővel kapcsolatos optimista várakozásai mellett túl gyorsan és nagymértékben adósodnak el, ami végül egy eszközár-buborék fújódásához, majd kipukkanásához vezet. Az eszközár-buborék kipukkanása után a gazdasági szereplők jövedelmük nagymértékű visszaesésével és az adósságuk fedezetéül szolgáló eszközök értékének csökkenésével szembesülnek, így felhalmozott adósságaik törlesztése egyre nagyobb kihívást jelent számukra, és megtakarításaik növelésére ösztönzi őket. Ezen mérlegalkalmazkodási folyamat során a hagyományos monetáris politikai élénkítés mindaddig nem lesz hatékony, amíg a magánszektorban nem erősödik meg kellőképpen a hitelfelvételi hajlandósága. Ennek következményeképp a kereslet élénkítésében a megfelelő ideig tartós és jelentős mértékű fiskális stimulus lehet hatékony. Azt követően, hogy a túlzott eladósodástól való félelem oldódik, és a gazdasági szereplőknek élénkülni kezd a forrásigénye, a monetáris politika újra hatékony lehet. Akkor azonban, ha a gazdasági szereplők optimizmusa túlzottá válik, újra pénzügyi buborékhoz vezethet, és újabb válságot okozhat.⁴

Tehát az elhúzódó kilábalást magyarázhatja, hogy az eladósodott gazdasági szereplők mérlegeik kiigazítására törekednek. Ez azt jelenti, hogy a mérlegkiigazítás időszakában a háztartások és vállalatok a többletjövedelmüket adósságaik gyorsabb leépítésére fordítják új hitelek felvétele vagy új beruházások megvalósítása

³ Az ilyen várakozások gyakran csak nagyon áttételes kapcsolatban vannak az úgynevezett fundamentumokkal, amelyeket általában a gazdasági növekedési kilátások által meghatározott fizikai kereslet és a fizikai – termelési és raktár – kapacitások határoznak meg. Lásd röviden például *Thaler (2015)*.

⁴ A mérlegválságok okairól, dinamikájáról és kezeléséről részletesebben ld. *Koo (2014)*, illetve *Csontos–Szalai (2015)*.

helyett, tehát az új forrásokat („flow”-kat) megtakarítják, és mérlegeik helyreállítására, állományi terheik („stock”-ok), adósságuk leépítésére fordítják. Mindezek következményeként minél nagyobb mértékű a mérlegek sérülése, annál tovább tart a tisztítás folyamata. Továbbá, abban az esetben, ha szinkronizált mérlegkiigazítás zajlik – azaz egy gazdaságban több szektor (pl. háztartások, vállalatok, bankok), vagy világgazdasági viszonylatban egyszerre több ország vagy régió törekszik egyidejűleg a mérlegkiigazításra, – az megnehezíti a szereplők ezen törekvését, így az aggregált kereslet nagyobb mértékű visszaeséséhez és a fellendülés további elhúzódásához vezet. A gyenge kereslet végül a kibocsátást is kedvezőtlenül érinti, aminek következményeképp stagnálás közeli állapot alakulhat ki (MNB 2014, I. fejezet).

Koo (2014) szerint ezt a jelenséget mérsékelheti, ha a fiskális politika érdemi szerepet vállal a válságkezelésben, és megfelelő mértékű és ideig tartó fiskális stimulussal – a költségvetés eladósodásának árán – támogatja a gazdasági szereplők jövedelemnövekedését. Ez azért lehet sikeres, mert alacsony kapacitáskihasználtság mellett a fiskális multiplikátor nagyobb, és a magánszektor mérlegkiigazítása miatt nem érvényesül a fiskális politika kiszorítási hatása, illetve az inflációs kockázat is alacsony. Koo hangsúlyozza, hogy a fiskális stimulust még évekkel a mérlegkiigazítás befejezése után is fent kell tartani, mivel annak hirtelen visszavonása újraélesztheti a deflációs kockázatokat. Ez azzal magyarázható, hogy azok a szereplők, amelyek mérlegkiigazításra kényszerültek, még utána is annak pszichológiai hatása alatt állnak, és tartanak az újabb eladósodástól.⁵ Koo mellett Rogoff (2015) is hangsúlyozza, hogy kezdetben a fiskális politika hatékonyan lépett fel a válságkezelésben, de ezt követően idő előtt szigorítóvá vált, emiatt a fellendülés nem „V”, hanem „U” alakú lett.⁶

Borio (2012:16) elfogadja Koo diagnózisát, azaz az elhúzódó kilábalást ő is a mérlegválság következményének tekinti. Ugyanakkor Borio és a BIS munkatársai⁷ hangsúlyozzák, hogy a pénzügyi válság kitörésében kulcsfontosságú szerepe volt a reálgazdasági és pénzügyi ciklusok kölcsönhatásának. A pénzügyi válságot megelőzően alacsony infláció mellett valósult meg – akkor fenntarthatónak tűnő – stabil növekedés. Ekkor a gazdasági szereplők és a döntéshozók nem azonosítottak túlfűtöttségre utaló jeleket a mérsékelt belföldi infláció és béralakulás következtében, melyeknek emelkedése az új termelők tömeges piacra lépése, illetve az intenzív globális munkaerő-piaci verseny miatt nem következett be. Mindeközben a pénzügyi

⁵ Ezt igazolják a korábbi tapasztalatok. Az 1929-es válságot követően például a mérlegkiigazítást végrehajtó szereplők jellemzően életük során nem vettek fel több hitelt. Egy másik példa Japán esete, ahol azt követően, hogy 2005 körül befejeződött a vállalatok mérlegkiigazítása, még ma sem látszik annak a jele, hogy javulna hitelfelvételi hajlandóságuk, még a jelenleg tapasztalható historikusan alacsony kamatszint mellett sem.

⁶ A legtöbb előrejelző úgy gondolta, hogy ha egyszer megindul a fellendülés, akkor az „V”-alakú lesz. Végül azonban „U”-alakú lett, mint amire több olyan akadémiai közgazdász is számított, akik tanulmányozták a korábbi pénzügyi válságokat és hitelciklusokat.

⁷ Borio (2012:14); BIS (2014:65–68); BIS (2015b: III. fejezet).

eszközök, az ingatlanok és a nyersanyagok ára hiába jelzett túlfűtöttséget, ezeket a változókéony áralakulású termékeket nem tekintették megbízható konjunkturális indikátoroknak. A pénzügyi válság tanulságai rámutattak arra, hogy mind a reál-gazdasági, mind a pénzügyi ciklusok mozgását, különösen azok egymásra gyakorolt hatását figyelembe kell venni a gazdaságpolitikai döntéshozatal során.

Ez azt jelenti, hogy az egyes gazdaságpolitikusoknak figyelembe kell venniük a pénzügyi stabilitási megfontolásokat a stratégiaalkotás, illetve a végrehajtás során, azaz a reál gazdasági és pénzügyi ciklusoknak mind a fellendülő, mind a visszaeső szakaszában szimmetrikusabban kell viselkedniük. Ez a makroprudenciális politika esetében például egyszerűen megvalósítható anticiklikus tőkepuffer vagy adósságfék-szabályok megfelelő alkalmazásával. A jegybankok úgy valósíthatnak meg szimmetrikusabb monetáris politikát, ha a túlfűtöttséget már a fellendülő szakaszban megkezdik visszafogni, illetve ha bekövetkezik a visszaesés, akkor arra nem gyors és nagymértékű lazítással reagálnak. Borio és munkatársai szerint a jelenlegi és a korábbi válságok kialakulásában⁸ jelentős szerepet játszott az aszimmetrikus gazdaságpolitika, ugyanis visszaesés idején a határozott lazító, támogató politikák megszüntették az ösztönzést a rossz hitelek leírására és átütemezésére, ezáltal a pénzügyi ciklus következő, fellendülő szakasza magasabb adósságzintről indult, ami folyamatosan erősítette a ciklikus kilengéseket, és növelte a következő visszaesések költségeit.

A szimmetrikus gazdaságpolitikai reakció a fiskális politika tekintetében azt jelenti, hogy a mérlegválság kezelése nem lehet sikeres egyszerűen önmagában, fiskális expanzióval, ugyanis az – a monetáris politikához hasonlóan – az átmeneti hasznos stabilizációs funkción túl még nagyobb jövőbeni buborékok és pénzügyi válságok előkészítője lesz. Emiatt, ha van még rendelkezésre álló fiskális politikai mozgástér, azt nem az aggregált kereslet általános ösztönzésére kell használni, hanem célzottan a magánszektor mérlegkiigazításának támogatásához, azaz például a bankok mérlegeinek tisztítására, feltőkésítésére, átstrukturálására, míg a nem banki szektor esetében adósságenyhítésre vagy átütemezésre. Borio mellett *Rogoff (2015)* is hangsúlyozza, hogy a gazdaságpolitikai döntéshozóknak nagyobb figyelmet kellett volna szentelniük az adósság leírásra, a bankok átszervezésére és feltőkésítésére.

A reál gazdasági és pénzügyi ciklusok kölcsönhatásának továbbá azért is van kiemelt jelentősége, mert pénzügyi fellendülés során, túlfűtöttség mellett a *reál erőforrásokallokációja tartósan eltérhet az optimálistól, sőt a hosszú távon fenntarthatótól is*. Ekkor a válságból való kilábalást és a fellendülést nemcsak a mérlegkiigazítás fékezi, hanem a reál gazdasági alkalmazkodás is; ugyanis ennek során mind a fizikai tőke, mind a humántőke és a munkaerő újraellokálása időigényes folyamat, így hosszabb

⁸ Borio szerint a mostani válsághoz hozzájárultak a korábbi, kisebb buborékokra adott gazdaságpolitikai válaszok, mint például a dot.com válság idején követett politika (*Borio 2012:23; BIS 2014*).

távú alkalmazkodásra van szükség a válságot megelőző növekedési ütem ismételt eléréséhez⁹.

4. Hosszú távú magyarázatok: lehetséges reálgazdasági és pénzügyi tényezők

4.1. Reálgazdasági magyarázatok: megtakarítások és beruházások egyensúlytalansága

Laurence Summers¹⁰ (2014) nagy figyelmet kiváltó tanulmányában egy második világháború előtti, Hansen által „secular stagnation”-nek nevezett hipotézist eleve-nített fel.¹¹ Az előző szakaszban ismertetett mérlegválsághoz kapcsolódó magyarázat fontosságát ő is elismeri, de azzal csak részben tartja magyarázhatónak az aktuális folyamatokat. *Szerinte a fejlett régiók gazdasági dinamizmusa már a válság előtt megtört, és a válság elmúltával évtizedes távlatban is alacsony növekedéssel kell számolnunk. Summers szerint a jelenleg tapasztalható tartós lassulás szerkezeti, reálgazdasági változások miatt következik be.* A válság előtti években a lassuló növekedést okozó reálgazdasági problémákat elfedte, hogy a növekedés pénzügyi buborék, egyensúlytalanság felépülésével együtt ment végbe, miközben az alacsony infláció alapján nem volt jele túlfűtöttségnek. Summers megállapítja, hogy már 2007 előtt is egyre nehezebbnek bizonyult a kielégítő növekedés és a pénzügyi stabilitás együttes fenntartása a fejlett országokban.

A probléma illusztrálására a kongresszusi számvevőszéki hivatal válság előtt, 2007-ben készített becslését idézte, amely szerint az USA kibocsátásának 2014-re 10 százalékkal magasabb szinten kellett volna lennie. Az elmaradás mintegy felét a válság számlájára lehet írni, míg a másik felét elsősorban az elmaradt beruházásoknak lehetett tulajdonítani, és csak kis részt a technikai haladásként értelmezett „teljes tényezőtermelékenység” csökkenésének.¹² A lassuló potenciális kibocsátás az

⁹ Erről részletesebben ld. MNB 2015.

¹⁰ Volt amerikai pénzügyminiszter és vezető közgazdasági tanácsadó, a Harvard egyetem elnöke és a Világbank vezető közgazdásza.

¹¹ Hansen a harmincas években az USA-ban fogalmazta meg tézisé, azonban a rákövetkező évek háborús konjunktúrájának következtében háttérbe szorult.

¹² Summers itt a bevett, termelési függvényen alapuló potenciális kibocsátás-becslések fogalmait használja. Eszerint a kibocsátás változását az alkalmazott tőke és munkaerő változása befolyásolhatja, illetve egy olyan technikai haladásként értelmezett maradvány, ami nem vezethető vissza az előző két termelési tényező külön-külön vett hozzájárulására. Ezt a maradványt a két másik tényező felhasználásának hatékonyságaként szokták értelmezni, és teljes tényezőtermelékenységnek vagy többtényezős termelékenységnek nevezik. Noha elterjedt eljárás és nemzetközi szervezetek, jegybankok, illetve más elemzők is rendszeresen használják, a megközelítést nagyon komoly elméleti és empirikus bírálatok érik már évtizedek óta. Erről hasznos összefoglalót nyújt Felipe and McCombie (2010) cikke, illetve *tanulmánykötete* (2014). Az egyik legfontosabb következtetés az, hogy a teljes tényezőtermelékenységi becslések a termelési függvény koncepcióján alapulnak, amely utóbbi azonban olyan feltevéseket követel meg, amelyek nem teljesülnek a modern gazdaságokban. Ennélfogva az egy főre jutó kibocsátás (munkatermelékenység) felbontása a tényezők pusztá mennyiségi felhalmozása, másrészt a felhasználásuk hatékonyságának hozzájárulására kétséges és sokszor nagyon félrevezető.

egyensúlyi reálkamat¹³ csökkenését eredményezi. Alacsony inflációval párosulva az alacsony kamat megnehezíti a jegybankok dolgát, amelyek amellett, hogy az inflációs cél elérésére törekednek, elő szeretnék segíteni a gazdaság és a foglalkoztatás bővülését úgy, hogy az a pénzügyi stabilitásra se jelentsen fenyegetést. Más megfogalmazásban a cél az, hogy a megtakarítások és beruházások olyan kamat mellett kerüljenek egyensúlyba, amely biztosítja a teljes foglalkoztatást.

Summers szerint a beruházási kereslet hosszú távon el fog maradni a megtakarításoktól, és emiatt tartósan alacsony marad az egyensúlyi kamat, és lassú marad a gazdasági növekedés. *Emiatt az infláció is strukturálisan alacsony maradhat, ami növeli annak kockázatát, hogy negatív inflációs sokkok esetén a jegybankok nem tudnak elégséges mértékű lazítással reagálni. Teulings és Baldwin (2014)* valójában pontosan egy ilyen helyzettel definiálja a tartós stagnálást. Ezt a következő változások magyarázhatják a fejlett országokban (az első három pont a beruházási kereslet visszaesését, míg az utolsó kettő a megtakarítások növekedését magyarázza):

- i. *Lassuló népességnövekedés:* a fejlett országokban, de például már Kínában is csökken vagy stabilizálódik a népesség. Ha csökken a népesség, illetve ezen belül a munkaképes korúak aránya¹⁴, akkor a már meglévő tőkeállomány relatíve nagy lesz a foglalkoztatottakhoz képest. Emiatt csökken a beruházási igény, mert a meglévő tőkeállományt nem kell teljes egészében megújítani. Emiatt mérséklődik a beruházási és hitelkereslet, ami csökkenti a semleges kamatot.
- ii. *Tőkefelhalmozás és beruházások lassulása:* A modern gazdaságban olyan ágazatok súlya növekszik, amelyeknek nincs szükségük nagy tőkeberuházásokra. Ilyenek például az Apple vagy a Google, amely cégek a világ legnagyobb vállalatai közé tartoznak, hatalmas szabad pénzeszközeik vannak, és fejlesztéseik mégsem igényelnek nagymértékű fizikaitőke-beruházásokat, ami szintén csökkenti a beruházási hitelkeresletet.
- iii. *Technológiai innováció és a relatív árak megváltozása:* Részben kapcsolódó okokból – az információs technológia elterjedése miatt – a beruházási javak és a fogyasztási cikkek relatív árára eltolódott. A beruházási javak relatíve olcsóbbá váltak¹⁵, így ugyanazt a kibocsátási szintet kevesebb beruházással (alacsonyabb beruházási hányaddal) is el lehet érni. Az eredmény ismét csökkenő beruházási

¹³ Az egyensúlyi vagy természetes reálkamat az a piaci kamat, amely mellett a gazdaság sem nem túlfűtött, sem nem túlhűtött. Más szóval: a természetes kamat biztosítja a kapacitások teljes kihasználását, miközben az infláció a céllal összhangban alakul. Megjegyzendő, hogy ez a fogalom elválaszthatatlan a termelési függvény koncepciótól, így az előző lábjegyzetben megfogalmazott fenntartások ugyanúgy vonatkoznak rá.

¹⁴ Ha pedig a képzettséget is figyelembe vevő mutatót vesszük alapul (pl. humántőke), akkor is véget érni látszik a magasabb képzettséget elérő korosztályok sora. Emellett a nők aktivitásának növekedése is hamarosan véget érhet, aminek következményeképp nem növekedhet a korábbi dinamikával a munkaképesek aránya.

¹⁵ Egyes becslések szerint az utóbbi harminc évben a beruházási javak ára csaknem húsz százalékkal csökkent a fogyasztási cikkekéhez képest. Ha figyelembe vesszük a minőségi változásokat is, akkor a relatív árcsökkenés még nagyobb. Lásd: *Eichengreen (2015:68)*.

hitelkereslet. Igaz, ezek a cégek többet költenek olyan tényezőkre, mint a „humántőke” vagy szellemi termékek (szoftverek, kutatás és fejlesztés), amelyek nem vagy csak részlegesen számítanak bele statisztikailag számított beruházásokba.

iv. Jövedelemegyenlőtlenségek növekedése: A jövedelemelosztás eltolódik a magasabb jövedelműek irányába, akiknek nagyobb a megtakarítási hajlandóságuk. Ezzel növekszik a gazdaságban a strukturális megtakarítások aránya, ami csökkenti a semleges kamatot.

v. Idősödés: A társadalom előregedésével növekszik a nyugdíjas korban töltött évek száma, ami miatt növelni kell a megtakarításokat, ez pedig csökkenti a semleges kamatot. (Emellett mivel idősebb korban alacsonyabb a fogyasztási hajlandóság, a jelenség a beruházási keresletre is mérséklően hat.)

vi. Bizonytalan makrogazdasági politika: A gazdaságpolitikai döntések gyenge kiszámíthatósága is a megtakarítások növelésére ösztönözheti a gazdasági szereplőket.

A felsorolt tényezők miatt¹⁶ a fejlett országokban a megtakarítások strukturálisan magasabbak, mint a beruházások, ami alacsony semleges (reál)kamatot eredményez. Alacsony inflációval párosulva beszűkült a monetáris politika mozgástere, ami végül negatív reálkamatokhoz (esetenként negatív nominális irányadó kamatokhoz is) vezetett. Azonban a Fed és más vezető jegybankok jelenlegi laza monetáris politikája pénzügyi stabilitási problémákat hordoz. Summers a tartósan lassú növekedésre az alábbi megoldási lehetőségeket látja:

i. Elképzelhetőnek tart olyan megközelítést, amely szerint nincs különösebb tennivaló, mert idővel a kínálati oldal is alkalmazkodik a csökkenő kereslethez. Summers szerint Japán ehhez hasonlóan viselkedett sok éven át, és az USA is az utóbbi három-négy évben. Pontosan ez tükröződik a potenciális kibocsátás becslésekben, amikor annak mérséklődése nagyrészt a tőkeállomány csökkenésére vezethető vissza. Az összehasonlíthatóság miatt, illetve a társadalmi jólét értékeléséhez az egy főre jutó tőkeállomány megfelelőbb mutató, habár az átmenet egy stabil, de kisebb népességgel rendelkező gazdasághoz így sem feltétlenül zökkenőmentes (például a nyugdíjrendszer módosítására lehet szükség).¹⁷

ii. Egy másik megoldás a piaci kamatok hozzáigazítása a mérséklődött semleges kamathoz. A Fed válságban folytatott politikájának pontosan ez az egyik értelmezése. Summers ezt a politikát ésszerűnek tartja bizonyos ideig, de figyelmeztet

¹⁶ Ezekről részletesebben ld. *MNB (2015)*.

¹⁷ Pradhan a Goodharttal készített tanulmányuk eredményeit ismertette egyenesen arról beszél, hogy véget ért az évtizedek óta tartó munkaerő-túlkínálat, ami számos csatornán keresztül mérsékelte az árakat és az inflációt. Előrejelzésük szerint a jövőben munkaerőhiánnyal kell majd szembenézniük a vállalatoknak, ami a jövedelemelosztás visszafordulását fogja eredményezni a tőkejövdelemtől a munkajövedelmek felé, inflációs nyomás válthatja fel a deflációt és a munkaerőhiány termelékenységnövelést fog kikényszeríteni (*Pradhan 2015*).

a hátulütőkre is: az eszközárakban megjelenő buborékok veszélyére, a jövedelem- és vagyoneelosztásra gyakorolt hatásra, illetve arra a veszélyre, amit az okoz, hogy az életképtelen cégek is könnyen életben maradnak a könnyű refinanszírozási feltételek miatt.

iii. A lehetséges gazdaságpolitikai válaszok közül Summers azokat támogatja, amelyek az aggregált kereslet növelésére irányulnak. Ebből a célból például megengedhetőnek tartja a költségvetési deficit növelését is az USA-ban, miközben a költségvetési megszorításokat károsnak ítéli. Az aggregált kereslet támogatásának több módja lehet, például az export elősegítésének különféle eszközeitől kezdve az infrastrukturális közberuházásokig. *Summers (2014:72)* a Fed modelljével végzett szimulációra hivatkozva azt állítja, hogy egy öt éven át fenntartott egy százalékos költségvetési deficitnövelés tartósan növelné a kibocsátást és a kezdeti növekedést követően mérsékelné az adósságrátát.

Summers diagnózisát alapvetően átvette az IMF 2015 tavaszi World Economic Outlookja, és a legfontosabb magyarázó tényezőkkel is egyetértett. Hasonló szellemben nyilatkozott Oliver Blanchard a kiadványt bemutató sajtótájékoztatón. Ugyanakkor mások a tartós stagnálás veszélyét a fejlett országokkal kapcsolatban elvetik.

Bernanke (2015a; 2015b) korábbi Fed-elnök a kiinduló kérdést, a túl alacsony kamatok problémáját nem tartja meggyőzőnek. Logikailag kizártnak tartja, hogy tartósan negatív maradjon a reálkamat, mert ilyen esetben még a nagyon alacsony hozamú beruházási projektek is megtérülnek, és ezért végtelen lesz a hitelkereslet. Bernanke emellett felveti, hogy ha az USA-ban nincs elég beruházási lehetőség, akkor a vállalatok figyelme a külföld felé fordulhatna, főként a kialakult nagyon alacsony kamatok mellett. Tehát az egyik fő különbség, hogy Summers tézisének magyarázatai alapvetően az USA-ra és a fejlett országokra szorítkoznak, és figyelmen kívül hagyják a globális szempontokat. Bernanke szerint a mostani alacsony kamatok a mérlegválság átmeneti utóhatásának tekinthetők, nem tartós stagnálásnak.

A megtakarítások és beruházások egyensúlytalansága Bernanke szerint a megtakarítások túlzott nagyságából – „savings glut” – fakad, nem pedig az elégtelen beruházásokból. Ennek megfelelően, ha a túlzott megtakarítások mérsékelhetők, akkor a túl alacsony kamatok problémája megoldódik. Bernanke szerint a túlzott megtakarítások egyik fő oka egyes országok túlzott folyó fizetési mérleg többlete. A válság előtt Kína rendelkezett a legnagyobb exporttöbblettel, jelenleg pedig Németország, amelyhez társul több kisebb európai ország. Bernanke már látni véli a kiigazodás jeleit. Kína többlete már sokat csökkent, és ezzel párhuzamosan az amerikai dollárban kibocsátott értékpapírok kereslete is mérséklődött. Az euróövezet megnövekedett külső többlete pedig ciklikusnak tekinthető: nagyrészt a piaci nyomás alá került országok kényszerű kiigazításának köszönhetően ugrott meg, ami mérséklődik a kilábalás következtében.

4.2. A reálemelés korlátai: a pénzügyi struktúra, vállalatfinanszírozás és vállalatirányítás változásaihoz köthető magyarázatok

A tartós stagnálásról szóló vitában mind Summers, mind Bernanke a megtakarítások és beruházások egyensúlyi követelményéből indult ki, amelyet az egyensúlyi kamat biztosít. Feltételezik, hogy a szereplők döntéseiket az inflációtól megtisztított reálváltozók alapján hozzák meg. A bankszektor a reálváltozóként felfogott megtakarításokat közvetíti a beruházni szándékozó hitelfelvevőkhöz. Az előző szakaszban ismertetett lehetséges magyarázatok között a vita abban van, hogy az egymáshoz viszonyítva magas megtakarítások vagy alacsony beruházások miatt alacsonyak a kamatok.

Ezt az elterjedt megközelítést az utóbbi években egyre erőteljesebben vitatják már a gazdaságpolitika főáramához tartozó közgazdászok is (*Borio–Disyatat 2011; Nealy et al. 2014*). A bankokat az előzetesen meglévő és általuk összegyűjtött megtakarítások nem korlátozzák a hitelezésben, ennek korlátai máshol keresendők (*Nealy et al. 2014*). A kamatok sem a reálértelemben felfogott megtakarítások és beruházások egyensúlyát biztosítják, hanem a likviditás iránti preferenciát, illetve a hitel- és piaci kockázatok vállalásával kapcsolatos bizonytalanságot tükrözik (*Tily 2012; Szalai 2014*). Ennek a felismerésnek a nemzetközi gazdaságra való kiterjesztéseként a globális egyensúlytalanságok sem vezethetők vissza pusztán vagy akár csak elsősorban a megtakarítások és beruházások, illetve a folyó fizetési mérlegek egyensúlytalanságaira.¹⁸ Mindezek fényében a már a válság előtt is megfigyelt, visszafogott beruházási tevékenységre vonatkozóan a tartós stagnálás, illetve „savings glut” mellett érvelők által hangsúlyozottaktól eltérő magyarázatok is születtek, amelyek jellemzően a pénzügyi struktúra és vállalatirányítás változásaihoz köthetőek.

4.2.1. A megtérülési horizont rövidülése („short-termism”)

A válság bizonytalanságai közepette megnövekedett az igény a likviditásra – a hosszú távú pénzügyi elkötelezettséget jelentő beruházásoktól való tartózkodás viszonylag könnyen magyarázható. Azonban már a válságot megelőzően is megfigyelhető volt, hogy a vállalatok – elsősorban a nagyvállalatok – jelentős mennyiségű likvid eszközzel, vállalati megtakarítással rendelkeztek¹⁹, mert a nyereségük csökkenő részét forgatták vissza a saját fizikai és humán képességeik fejlesztésére és kutatás-fejlesztési tevékenységek finanszírozására. Ehelyett a források növekvő részét fordították pénzügyi piaci tevékenységre, részvényesi osztalékfizetésre, illetve drámaian megnövekedtek a vállalati menedzserek javadalmazását szolgáló

¹⁸ A modern világgazdaságban a tőkeáramlások már nem egyszerűen „passzívan” ellentételezik a folyó fizetési mérleg hiányokat, hanem azoktól függetlenül, vagy éppen azokat meghatározó módon aktív szerepet játszanak, azaz a bruttó áramlások legalább annyira befolyásolják a finanszírozási kondíciókat (*Borio–Disyatat 2011; MNB 2014*).

¹⁹ *IMF (2006)* hozzátette, hogy 2003–2004-ben a G7-országok vállalati megtakarításai a kétszeresét tették ki a kevésbé fejlett országok által felhalmozott folyó fizetési mérleg többleteknek, ami „paradox” tőkeáramlás képviselt a kevésbé fejlettektől a fejlettek irányába.

részvény-visszavásárlásokra fordított összegek is.²⁰ Ez azt mutatja, hogy önmagában nem a pénzügyi források hiánya magyarázza az innovációk visszafogott alakulását és a lassuló beruházásokat. Mind az amerikai, mind az európai nagyvállalatok egy trillió dollárt, illetve eurót meghaladó likvid eszközöket tartanak nagyon alacsony – esetenként negatív kamatot – biztosító bankbetétekben és hasonló, kevésbé kifinomult befektetési eszközökben.²¹

A kockázati tőketársaságok, amelyek az USA-ban fontos szerepet játszanak az innovációk finanszírozásában, egyre kevésbé vállalják a korai fázisban lévő kutatási projektek finanszírozását, és inkább a kevésbé kockázatos, a piacra vitelhez közelebbi fejlesztési fázisokra szorítkoznak (*Mazzucato–Wray 2015*). Így egyre nagyobb szerep hárul az államra mint az innováció finanszírozójára és mint a fejlesztési irányok meghatározójára. A fejlett országokban a fejlesztési bankok azonban fokozatosan megszűntek, vagy szűkítették a tevékenységüket. Az államok a fiskális kiigazítások során gyakran éppen a kutatás-fejlesztési és egyéb, hosszú távú versenyképességet befolyásoló beruházásokat fogják vissza, miközben a magánszektor jelentős forrásai ellenére sem vállalja a korábbi évtizedekhez hasonló mértékben a legkockázatosabb fázisok finanszírozását. *Mazzucato* számos tanulmányban bemutatja, hogy a legsikeresebbnek tartott innovatív termékek kifejlesztésében az államok – főleg az USA – döntő szerepet játszott, és jelentős forrásokat áldozott rájuk²², miközben a sikeres vállalatok adóterheik minimalizálására törekednek. Amikor azonban egyes termékek piaci sikert érnek el, akkor az államok aránylag kevésbé részesülnek a pénzügyi eredményekből. *Mindezek következményeként a szükségesnél kevesebb fejlesztési forrás képződik, mivel a korábbi innovációk piaci hasznosításának eredményeiből nem forgatnak vissza eleget az új alapvető kutatásokra, ami összességében visszafogott beruházási teljesítményhez vezet.*

4.2.2. Az „aktív befektetők” szerepe a vállalatirányításban

Lazonick (1992) nevéhez fűződik az úgynevezett „részvényesi érdek” (shareholder value) menedzsmentkoncepció legkorábbi bírálata, amelyet ma már egyre többen osztanak.²³ *Jensen (1991)* és követői optimizmusát cáfolva adatokon mutatta be, hogy a menedzsment ösztönzése részvényopciókkal nem eredményezte a menedzs-

²⁰ *Lazonick (2014a; 2014b), Mazzucato–Wray (2015)*. Az S&P 500-ba tartozó 449 kilenc vállalat, amelyek 2003 és 2012 között a tőzsdén szerepeltek, az összes nyereségük 54 százalékát fordították nyílt piaci részvény-visszavásárlásra és 37 százalékát osztalékfizetésre. Így nem sok nyereség maradt a fejlesztések finanszírozására. Lásd még az angol jegybank főközgazdászának, *Haldane-nek (2011; 2015)* a megszólalásait a piacok rövid horizontjával kapcsolatban.

²¹ A nagyságrend érzékeltetéséhez megemlíjtjük, hogy az EKB a banki hitelezés és a vállalati beruházások élénkítése érdekében nagyjából éppen egy trillió euró értékű értékpapír-vásárlással kívánja a mérlegét 2016 szeptemberéig megnövelni kibővített eszközvásárlási programmal. Lásd: *Tett (2015), Long (2015), Association of Financial Professionals (2015)*. (Megjegyzendő, hogy a kis- és közepes vállalatoknak – amelyeknek a pénzügyi helyzete nagyon eltérő lehet – a foglalkoztatásban fontos szerepük van, de a beruházások esetében ez nem jellemző.)

²² A számos cég között találjuk a leginnovatívabbnak tartottakat is, mint a Google, Amazon, Apple, Facebook stb.

²³ *Aglietta (1995), Mazzucato–Petta (2014), Mazzucato–Wray (2015), Haldane (2015)*.

ment hosszú távú szemléletének erősödését (Lazonick 1992; 2015). Ellenkezőleg, a menedzsmentnek számos eszköze van a saját cége részvényárfolyamának befolyásolására olyan módszerekkel, amelyek a vállalat hosszú távú érdekeivel akár ellentétesek is lehetnek. A menedzsment javadalmazása a saját vállalatra szóló részvényopciókkal sokkal inkább a menedzserek nyugdíjazását finanszírozta, és nem eredményezte a beruházások növelését, a menedzsmentnek a vállalat hosszú távú életképességében való érdekeltiségének erősödését.

Az OECD (2015) idej, vállalati kilátásokkal foglalkozó jelentése külön fejezetet szentelt a témának. Eszerint elvben az „aktív részvényesek” vagy „türelmetlen” befektetők (nyugdíjalapok és más intézményi befektetők) folyamatos jövedelmezőséget várnak el, így pozitív szerepet játszhatnak a túlzottan elkényelmesedett, az üzleti lehetőségeket megragadni képtelen vállalatvezetéssel szemben. Hozzáteszik azonban, hogy az esetek egy részében ugyanezek az aktív részvényesek a hozamelvárásaikkal magasabb „megtérülési küszöböt” (hurdle rate) állíthatnak a beruházások megtérülésével szemben. A menedzserek olyan alacsony finanszírozási költségekkel jellemezhető környezetben, mint a mostani, hajlandók engedni a rövid távú hozamelvárásokra irányuló nyomásnak, és osztalékot fizetni akár még hitelből, a hosszú távú versenyképességet biztosító beruházások rovására is. Ezt az OECD az effektív kockázati prémium emelkedésével egyenértékű mechanizmusnak tekinti, ami emeli a beruházásokkal szemben elvárt megtérülést, azaz a megtérülési küszöböt. Kimutatják, hogy a vállalatok működési profitjának („operating cash flow”) nagy részét az aktív részvényesek javadalmazására, részvény-visszavásárlásra fordítják, ami kedvezőtlen a beruházási aktivitásra nézve (7. ábra).

Az OECD szerint jelenleg az egyik legfontosabb talány, hogy a válságot követő laza monetáris kondíciók következményként a befektetők a pénzügyi piacokon alacsony kockázatokat, míg a vállalatok beruházási döntéseik meghozatalakor magas kockázatokat érzékelnek. Emiatt az új beruházásokhoz kapcsolódó hozamelvárások (hurdle rate) olyan magasak, hogy a historikusan alacsony kamatok ellenére is több régióban visszafogott a gazdasági növekedés a beruházások hiánya miatt.²⁴ A gazdaságpolitikusok számára jelenleg az egyik legnagyobb kihívást az jelenti, hogy miként érhetik el a beruházások növekedését, és eközben miként kerülhetik el a pénzügyi instabilitások, buborékok kialakulását.

4.2.3. Vállalati hitelfelvételek felhasználása

Az OECD jelentése megállapítja azt is, hogy az USA és Európa vállalatai a beruházásokat képesek lennének nettó bevételeikből (nettó működési profit) finanszírozni, emellett azok osztalékfizetésre és részvény-visszavásárlásra²⁵ is elegendőek (7. ábra)²⁶.

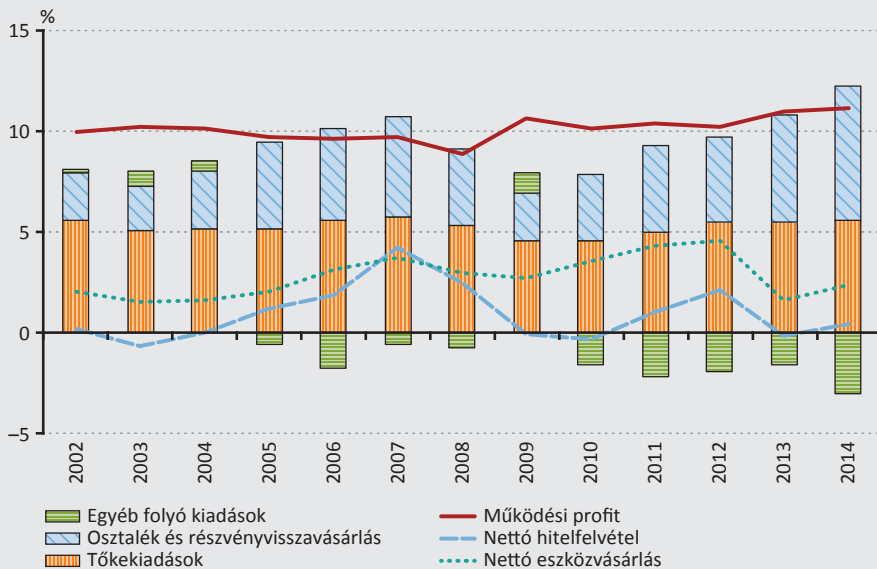
²⁴ OECD (2015:31).

²⁵ A részvény-visszavásárlások különösen nagyok az USA-ban, az Egyesült Királyságban és Svájcban, de Európában többi országában is jelentős tételt képviselnek.

²⁶ Hasonló tendencia érvényes az európai nagyvállalatokra is, ld. OECD 2015:48, 2.12. ábra.

A problémát az jelenti, hogy a vállalati hitelfelvételek – amelyek a válságban jelentősen visszaestek, és csak fokozatosan indulnak ismét növekedésnek – *nem elsősorban a kapacitások bővítését szolgáló beruházásokat finanszírozták, hanem további osztalékfizetést és részvény-visszavásárlást.* Az amerikai nagyvállalatok pénzügyeinek vizsgálatát hosszabb időszakra elvégezve Mason (2015) is arra az eredményre jutott, hogy a korábbi évtizedekhez képest a vállalatok a külső hiteleket egyre kevésbé beruházások finanszírozására, és egyre inkább osztalékfizetésre és részvény-visszavásárlásra fordítják, illetve veszik fel.

7. ábra
Az USA iparvállalatainak kiadásai és forrásai a nettó értékesítések százalékában



Forrás: OECD (2015:47)

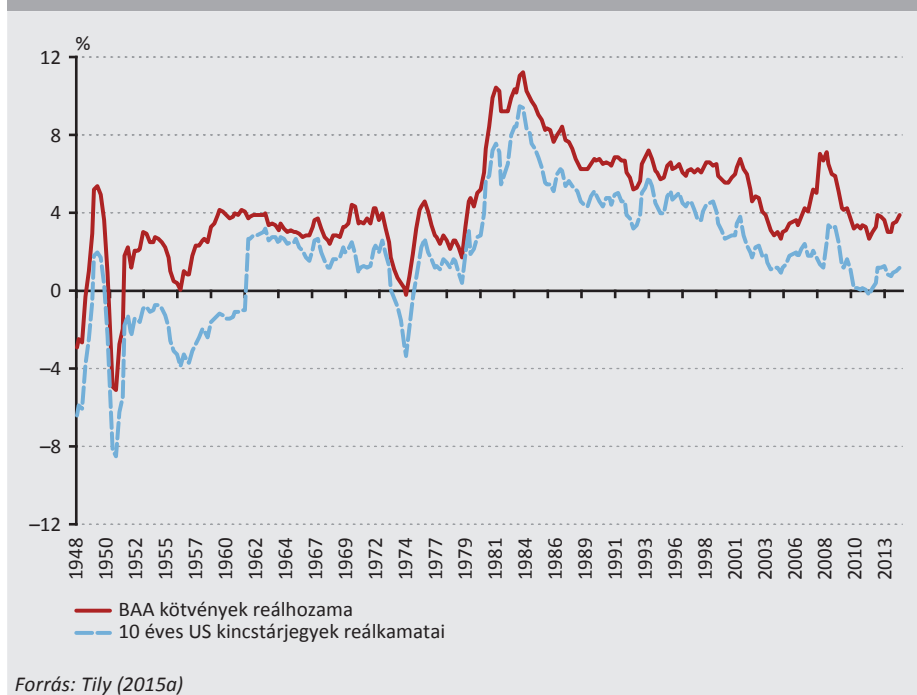
4.2.4. Magas vállalati reál hitelkamatok

Tily arra hívja fel a figyelmet, hogy *ha a nem a legjobb besorolású vállalati kötvények reálkamatait nézzük, akkor egyáltalán nem beszélhetünk kivételesen alacsony tőkeköltségekről.* Számításai szerint még jelenleg is, a historikusan alacsony kockázatmentes nominális kamatok és zéró közeli vagy esetenként negatív irányadó kamatok mellett is, például az USA BAA minősítésű vállalati kötvényeinek reálkamatai 2–3 százalék között vannak, és ezzel csak mostanában tértek vissza a második világháborútól a hetvenes évekig terjedő növekedési „aranykor” maximumához, azaz az „aranykori” gyors gazdasági növekedés időszakát ennél alacsonyabb reálkamatok jellemezték (8. ábra). Ezzel szemben a válságot megelőző években mind a reálkamatok, mind a nominális kamatok magasabbak voltak. Közelebbről megvizsgálva,

a deregulációval, liberalizációval és privatizációval jellemezhető időszakokban voltak magasak a reálkamatok, ami pontosan az ellentéte annak, amitaz intézkedésektől vártak.²⁷

8. ábra

A reálkamatok historikus alakulása



A nyolcvanas években a deregulációtól, liberalizációtól és privatizációtól azt várták, hogy elősegíti a reálerőforrások, illetve a pénzügyi kockázatok optimális allokációját, a verseny növelésével és a forrásköltségek csökkentésével erősíti a motivációt a versenyképesség javítására és a beruházások növelésére. *Visszatekintve azonban látható, hogy a dereguláció, liberalizáció és a privatizáció önmagában, a makrogazdasági politika megfelelő alkalmazkodása nélkül komoly kockázatokat hordoz: a reálgazdaság számára rendelkezésre álló, beruházások finanszírozására fordítható források nem lettek feltétlenül olcsóbbak, és az allokációs hatékonyság is elmaradt a várttól, ami szerepet játszott a 2008-as pénzügyi válság kialakulásában.*²⁸ A fejlett gazdaságok mérséklődő növekedési ütemét ezek az elemzések összefüggés-

²⁷ Tily idézi az IMF 1985. évi rendszeres kiadványát, amely a leginkább megütközést keltő rejtélynek nevezi, hogy a vállalati rövid és hosszú lejáratú reálkamatok az intézkedések ellenére historikusan magas szinten alakultak. (Tily 2015a, 5. lábjegyzet, valamint Tily 2007/2010:293).

²⁸ Cecchetti–Kharroubi (2015); Cournède et al. (2015); Zingales (2015).

be hozzák ezzel az átalakulással.²⁹ A korábbiakban bemutattuk (*IMF 2015b*), hogy a nagyvállalati szektor ma is nagyon jelentős likvid forrásokkal rendelkezik, miközben a beruházási aktivitás még a válság előttitől is elmarad. Ez azonban csak részben írható a mérlegkiigazítás számlájára, mert a magas reálkamatok miatt a válságot megelőzően is jellemző volt az alacsony beruházási aktivitás. *Tily hangsúlyozza, hogy a válság előtti időszakban a magas reálkamatok nem biztosítottak kellő ösztönzést a robusztus beruházási tevékenységhez, miközben a magas nominális kamatok az adósságállományok folyamatos bővüléséhez is hozzájárultak.*

Tily hivatkozik a saját kutatómunkájára (*Tily 2007/2010*), amelyben bemutatja, hogy Keynes a később jellemző interpretációkkal szemben nagyon fontosnak tartotta a monetáris politikát is, és nem csak a fiskális politikára összpontosított. Ez vonatkozik a Keynes-korabeli, stagnálással jellemezhető időszakra, amikor maga *Keynes is olyan monetáris politikai stratégiai keret kialakítására törekedett, amely támogatja a magas beruházási aktivitást. Ehhez a monetáris politikai kereteknek tartósan és kiszámítható módon kell biztosítaniuk az alacsony nominális és reálkamatokat.* Keynes monetáris elemzési keretében a megfelelő monetáris politika képes a reálkamatokat is tartósan befolyásolni. A mai elemzési keretektől – mint például a fentebb ismertetett, tartós stagnálás elméletéről szóló vitákból – ez a megközelítés jellemzően hiányzik, mert ezek szerint a reálkamatokat pusztán reáltényezők határozzák meg (pl. a tőke határtermelékenysége).

A tartós stagnálásról szóló vitában résztvevők által alkalmazott, reálemzésen túlmenő monetáris elemzések – amint a fentebbi, korántsem teljes körű ismertetés is mutatja – további megfontolásokat ajánlanak a tartós és fenntartható növekedés elősegítésére. Olyan szerkezeti változásokat javasolnak, amelyek megteremtik a „türelmes” finanszírozást mind az alapkutatásokhoz, mind ezek piaci terméké fejlesztéséhez és piacra viteléhez, amiben az államnak meghatározó szerepet kell játszania. Továbbá a vállalati profitoknak az alaptevékenységből kellene származniuk, és a vállalati menedzserek ösztönzési rendszerét is úgy kellene átalakítani, hogy az a fenntartható és gyors növekedést eredményező magatartást ösztönözze. A vállalatoknak nem pusztán a részvényesi értéket kellene maximalizálniuk, hanem a többi érdekelt (pl. munkavállaló, vásárló, beszállító stb.) jólétének hosszú távú növekedését is biztosítaniuk kellene.

Jelen cikknek nem lehetett célja, hogy ilyen átfogó változtatásokra fogalmazzon meg javaslatokat.³⁰ Arra akartuk felhívni a figyelmet, hogy már a válság előtt is voltak nem csak reálgazdasági, de pénzügyi és monetáris téren is olyan folyamatok, amelyek a tartósan lassú növekedés vagy akár a stagnálás irányába mutattak. *Ezért*

²⁹ Lásd például *Lazonick (2014a)* és *Mazzucato–Penna (2014)*.

³⁰ Az érdeklődő olvasó ízelítőt kaphat ezekből a javaslatokból többek között *Mazzucato* és szerzőtársai, *Lazonick* és *Haldane* hivatkozott munkáiból.

az egyszerű visszatérés a válság előtti liberalizált pénzügyi és bankrendszerhez, az akkor jellemző pénzügyi ösztönzőkhöz nem jelent garanciát a lassulás vagy stagnálás elkerülésére.

Bár a historikusan laza monetáris kondíciók biztosítása és a nemkovencionális eszközök alkalmazása hasznosak a válság költségeinek mérséklésében, a kielégítő növekedési ütem elérésében csak részleges sikereket képesek felmutatni. *Amint láttuk, a gyenge beruházási tevékenység fő oka makrogazdasági szinten aligha a vállalati pénzügyi források önmagukban vett hiánya. Sokkal inkább a gyenge növekedési kilátásokkal, illetve az alacsony nominális és reálkamatokkal jellemezhető környezet tartós fennmaradásába vetett bizalom hiányával magyarázható a jelenleg tapasztalható visszafogott beruházási aktivitás és a túlzottan alacsony infláció.*

Ez az elemzési keretrendszer olyan átalakulása felé mutat, amelyben a pénzügyi szektor működésének, szereplői magatartásának alapvető jelentősége van a makrogazdasági folyamatokban. Így a pénzügyi válság előtt elterjedt, és még jelenleg is gyakran alkalmazott – alapvetően – reálmodellek nem lehetnek hatékonyak a gazdasági folyamatok leírásában (Buiter 2009; Haldane 2012). Bár a válságot követően egyre elfogadottabbá válik a pénzügyi szektor szerepe, önmagában annak reálmodellekbe való beépítése nem jelenthet megoldást. Az így modellezett súrlódások csupán azt magyarázzák meg, hogy a nem banki magánszektor miért jut kevés hitelhez. Fentebb azonban bemutattuk, hogy a fejlett országok nagyvállalatai gyenge beruházási tevékenységének nem a pénzügyi források hiánya a fő oka. A megoldást a Wicksell, Schumpeter és Keynes nevével fémjelzett monetáris elmülethez való visszatérés jelenthetné, amely elemzési keretben a pénzügyi szektor kölcsönhatásban működik a – nem feltétlen egyensúlyra törekvő – reálszektorral.³¹

5. Összefoglalás

A monetáris politika számára a válságot követő környezet új kihívásokat teremt, aminek csak úgy tud megfelelni, ha megfelelő diagnózist állít fel az alacsony infláció és lassú növekedés magyarázatára, és megtalálja a megfelelő eszközöket az inflációnak a célra emeléséhez. A cikk áttekinti, hogy milyen rövid, közép, illetve hosszú távú tényezők húzódnak a jelenleg is tapasztalható folyamatok mögött.

2015 során nagyobb figyelmet kaptak az olajárak eséséhez köthetően a rövid távú magyarázatok. 2014 közepétől erőteljes áresés ment végbe a Brent olaj árában, amelyet a leggyakrabban például az amerikai palaolaj-kitermelés felfutásával, illetve a visszafogott globális keresleti környezettel magyaráztak. Ugyanakkor többen rámutattak, hogy a reálgazdasági folyamatok önmagukban nem indokolták a megtapasztalt mértékű árváltozásokat, és azok felnagyításában szerepet játszottak az

³¹ Részletesebben: Aglietta (1995/2005), Borio et al. (2011), Borio (2012), Minsky (1986).

olaj- és a nyersanyagpiacot érintő pénzügyi piacitényezők is. Rámutatunk, hogy a nyersanyagok, köztük az olaj árának mozgását nagyban befolyásolják a pénzügyi és spekulatív piacokról ismert várakozások is. Emellett megállapítjuk, hogy más nyersanyagok ára hasonló változékonyságot mutatott az utóbbi években, ami szintén azt valószínűsíti, hogy nem csak az energiapiac sajátosságai okozzák a rövidtávú inflációs meglepetéseket. Továbbá az élelmiszer- és energiaárak alakulását kiszűrő maginflációs mutatók is alacsonyan alakultak, ami felveti azt a kérdést, hogy az infláció alakulásában középtávú vagy hosszú távú tényezők játszanak-e meghatározóbb szerepet.

A középtávú tényezőkhez kötődő megközelítés szerint a 2008-at követő mérlegválság, illetve a gazdasági szereplők azt követő mérlegkiigazítása magyarázza a jelenleg tapasztalható, mérsékelt növekedéssel párosuló alacsony inflációs környezetet. Ez a nézet azt hangsúlyozza, hogy a válságot megelőző években a gazdasági növekedés a szereplők nagymértékű eladósodásával párosult, akik az eszközár-buborék kipukkanását követően mérlegeik mielőbbi kiigazítására törekednek, és a többletjövedelmeket adósságaik leépítésére fordítják, miközben tartózkodnak attól, hogy új hitelek felvétele vagy saját forrásaik felhasználása révén új beruházásokat valósítsanak meg. Koo szerint ezt a jelenséget az mérsékelheti, ha a fiskális politika érdemi szerepet vállal a válságkezelésben, és megfelelő mértékű és ideig tartó fiskális stimulussal – a költségvetés eladósodásának árán – támogatja a gazdasági szereplők jövedelemnövekedését. A BIS munkatársai ezt kiegészítik azzal, hogy a pénzügyi válság kitörésében kulcsfontosságú szerepe volt a reálgazdasági és pénzügyi ciklusok kölcsönhatásának, amelyet ezért a jövőben szisztematikusan figyelembe kell venni a stratégiaalkotás, illetve a gazdaságpolitika végrehajtása során. Ez a gyakorlatban azt jelenti, hogy az egyes szakpolitikáknak a reálgazdasági és pénzügyi ciklusoknak mind a fellendülő, mind a visszaeső szakaszában szimmetrikusabban kell viselkedniük.

A hosszú távú magyarázatok egyik csoportja reálgazdasági tényezőkkel, azon belül is a megtakarítások és beruházások egyensúlytalanságával magyarázza az alacsony inflációt és az elhúzódozó kilábalást. Bár a Laurence Summers nevével fémjelzett tartós stagnálás elmélete a mérlegválság Koo-féle koncepciójának fontosságát elismeri, ezt csak részben tartja alkalmasnak az aktuális folyamatok magyarázatára. Szerinte a fejlett régiók gazdasági dinamizmusa már a válság előtt megtört, és a válság elmúltával évtizedes távlatban is alacsony növekedésre lehet számítani. Summers szerint számos tényező (pl. lassuló népességnövekedés, technológiai fejlődés, stb.) szerepet játszhat abban, hogy a fejlett országokban a megtakarítások strukturálisan magasabbak, mint a beruházások, ami alacsony semleges (reál)kamatot eredményez. Ekkor növekszik annak a kockázata, hogy negatív inflációs sokkok esetén a jegybankok nem tudnak kellő mértékű lazítással reagálni és ezzel élenkíteni a gazdaságot. Summers

szerint a tartós stagnálásra adható egyik lehetséges gazdaságpolitikai válasz az aggregált kereslet élénkítése a költségvetési deficit növelésén keresztül. Summersszel szemben Bernanke nem fogadja el a tartós stagnálás hipotézisét: szerinte logikailag kizárt, hogy tartósan negatív maradjon a reálkamat. Szerinte a megtakarítások és beruházások egyensúlytalansága a megtakarítások túlzott nagyságából fakad, és ha a túl magas fizetési mérleg többletek mérséklődnek, akkor a túl alacsony kamatok problémája megoldódik.

Egyre többen hangsúlyozzák ugyanakkor ezen reálelemzések korlátait. Ezek a megközelítések is arra mutatnak rá, hogy az alacsony beruházási aktivitás már a válság előtt is jellemző volt, azonban azt pénzügyi tényezőkkel, például a pénzügyi struktúra, a vállalatfinanszírozás és a vállalatirányítás változásaival magyarázzák. Egyrészt a vállalatok jelentős mennyiségű likvid eszközzel és megtakarításokkal rendelkeznek, annak azonban csak kis részét forgatják vissza kutatás-fejlesztési vagy beruházási tevékenységbe (megtérülési horizont rövidülése). Ennek fényében egyre nagyobb szerep hárul az államra, mint az innováció finanszírozójára és mint a fejlesztési irányok meghatározójára. Másrészt megváltozott az „aktív befektetők” szerepe a vállalatirányításban, akik ugyan elvárják a folyamatos jövedelmezőséget, azonban hozamvárásaikkal magasabb küszöböt állíthatnak a beruházások megtérülésével kapcsolatban, ami szintén a beruházások elmaradásához vezet. Emellett már a válság előtt is egyre inkább jellemző volt, hogy amikor a nagyvállalatok külső hitelt vettek fel, ezek egyre kevésbé szolgálták a beruházások finanszírozását és növekvő mértékben fordítottak osztalékfizetésre és részvény-visszavásárlásra. Végül rámutatunk arra, hogy bár a nominális kamatok historikusan alacsonyak, a vállalati kötvények reálkamatai mégis relatíve magasak, ami szintén a beruházások bővülésének egyik korlátja.

Összességében elmondható, hogy a reálelemzéseken túlmutató, monetáris és pénzügyi elemzésekből következően olyan makrogazdasági keretre és szerkezeti változásokra van szükség, amelyek megteremtik a „türelmes” finanszírozást az alapkutatásokhoz és a fejlesztésekhez, továbbá hosszabb távon is fenntartható növekedést támogató ösztönzőket alakítanak ki. Ez az elemzési keretrendszer olyan átalakulása felé mutat, amelyben a pénzügyi szektor kölcsönhatásban működik a reálszektorral. A tapasztalatok azt mutatják, hogy elsősorban nem vállalatok pénzügyi forrásainak hiánya fogja vissza a beruházási tevékenységet, hanem a gyenge növekedési kilátások és az alacsony nominális, illetve reálkamatokkal jellemezhető környezet tartós fennmaradásába vetett bizalom hiánya magyarázza az elhúzódozó kilátást és az alacsony inflációs környezetet.

Felhasznált irodalom

- Aglietta, M. (2005): *Macroéconomie financière*, Editions La Découverte, Paris, (első kiadás 1995).
- Association of Financial Professionals (2015): *AFP 2015 Liquidity Survey Report*, <http://www.afponline.org/press/2015-AFP-Liquidity-Report/>
- Bernanke, B. (2015a): *Why are interest rates so low? Part 2: Secular stagnation*, March, <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/03/31-why-interest-rates-low-secular-stagnation>
- Bernanke, B. (2015b): *Why are interest rates so low? Part 3: The Global Savings Glut*. <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/04/01-why-interest-rates-low-global-savings-glut>
- BIS (2014): *84th Annual Report*. <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2014e.pdf>
- BIS (2015a): *Box: Oil and debt*. (February), http://www.bis.org/statistics/gli/glibox_feb15.htm
- BIS (2015b): *85th Annual Report*. <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2015e.htm?m=5%7C24>
- Blanchard, O. (2015): *An assessment of the state of the world economy*. WEO Press Conference, May, <http://www.voxeu.org/print/58898>
- Borio, C. (2012): *The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?* BIS Working Papers No 395., <http://www.bis.org/publ/work395.htm>
- Borio, C. – Disyatat, P. (2002): *Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus*. BIS Working Papers 114, <http://www.bis.org/publ/work346.pdf>
- Borio, C. – Disyatat, P. (2011): *Global Imbalances and the financial crisis: Link or no link?* Appendix, www.bis.org/publ/work346.pdf
- Buiter, W. H. (2009): *The unfortunate uselessness of most 'state of art' academic monetary economics*. Maverecon Blog, Financial Times, 3 February. <https://mpira.ub.uni-muenchen.de/58407/>
- Buttiglione, L. – Lane, Ph. R. – Reichlin, L. – Reinhart, V. (2014): *Deleveraging, What Deleveraging? The 16th Geneva Report on the World Economy*. <http://www.voxeu.org/content/deleveraging-what-deleveraging-16th-geneva-report-world-economy>
- Cecchetti, S. G. – E. Kharroubi (2015): *Why does financial sector growth crowd out real economic growth?* BIS Working Papers No. 490, February, <https://www.bis.org/publ/work490.htm>

- Central Planning Bureau (2015): *CPB World Trade Monitor*, <http://www.cpb.nl/en/number/cpb-world-trade-monitor-including-march-2015>
- Cournède, B. – Denk, O. – Hoeller, P. (2015): *Finance and Inclusive Growth*. OECD Economic Papers, No. 14, http://www.oecd-ilibrary.org/economics/finance-and-inclusive-growth_5js06pbhf28s-en;jsessionid=4h2jppbvo5qgf.x-oecd-live-03
- Cúrdia, V. (2015): *“Why So Slow? A Gradual Return for Interest Rates”*. Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter, 12 October, <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2015/october/gradual-return-to-normal-natural-rate-of-interest/>
- Csortos, O. – Szalai Z. (2015): *A globális pénzügyi válság kezelésének nehézségei: elméleti és gazdaságpolitikai tanulságok*. Hitelintézeti Szemle, 14. évf. 3. szám.
- Domanski, D. – Kerns, J. – Lombardi, M. – Shin, H. S. (2015): *Oil and debt*. BIS Quarterly Review, March. http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1503f.pdf
- Eichengreen, B. (2015): *„Secular Stagnation: The Long View”*. American Economic Review: Papers & Proceedings, 105(5):66–70. <http://dx.doi.org/10.1257/aer.p20151104>
- Felipe, J. – McCombie, J. (2010): *“On Accounting Identities, Simulation Experiences and Aggregate Production Functions. A Cautionary Tale for (Neoclassical) Growth Theorists*. In: M. Setterfield, (ed.), *Handbook of Alternative Theories of Economic Growth*, Cheltenham: Edward Elgar, pp. 189-208., http://www.landecon.cam.ac.uk/research/real-estate-and-urban-analysis/centres/ccepp/copy_of_ccepp-publications/wp01-10.pdf
- Felipe, J. – McCombie, J. (2014): *The Aggregate Production Function and the Measurement of Technical Change ‘Not Even Wrong’*, Cheltenham, UK and Massachusetts, USA: Edward Elgar Publishing. ISBN: 978-1-84064-255-1
- Frankel, J. (2014): *„Why are commodity prices falling?”* Project Syndicate, 15, December, <http://www.project-syndicate.org/commentary/commodities-oil-falling-prices-by-jeffrey-frankel-2014-12>
- Haldane, A. (2011): *The Short Long*. Speech by Andrew G. Haldane, Executive Director, Financial Stability, and Richard Davies 29th Société Universitaire Européenne de Recherches Financières Colloquium: NewParadigms in Money and Finance? Brussels, <http://www.bankofengland.co.uk/archive/Documents/historicpubs/speeches/2011/speech495.pdf>
- Haldane, A. (2012): *What have the economists ever done for us?*, <http://www.voxeu.org/article/what-have-economists-ever-done-us>

- Haldane, A. (2015): *Who owns a company?* Speech Given at the University of Edinburgh Corporate Finance Conference on Friday 22 May 2015, <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/2015/833.aspx>
- Hamilton, J. (2014): *Oil prices as indicators of global economic conditions*. <http://econbrowser.com/archives/2014/12/oil-prices-as-an-indicator-of-global-economic-conditions>
- IMF (2006): *„Awash with Cash: Why are corporate savings so high?“*. World Economic Outlook, Spring Chapter IV, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2006/01/pdf/c4.pdf>
- IMF (2015a): *„Lower Potential Growth: A New Reality“*. In: World Economic Outlook, Ch. 3. IMF, Washington, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/pdf/c3.pdf>
- IMF (2015b): *„Private Investment: What’s Hold Up?“* In: World Economic Outlook, Ch. 4. IMF, Washington, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/>
- IMF (2015c): *Primary Commodity Price Index*. <http://www.imf.org/external/np/res/commod/index.aspx>.
- Koo, R. (2014): *Balance sheet recession is the reason for secular stagnation*, in *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. VOX.EU.org e-book, http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox_secular_stagnation.pdf
- Jensen, Michael C. (1991): *„Corporate Control and the Politics of Finance“*. Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 4, No. 2, pp. 13-33, Summer, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.350421>
- Lazonick, W. (1992): *„Controlling the Market for Corporate Control: The historical significance of the managerial capitalism“*. Industrial and Corporate Change, 1 (3):445-488. <http://web.uconn.edu/ciom/CorpControl92.pdf>
- Lazonick, W.(2013): *“The Financialization of the U. S. Corporation: What Has Been Lost, and How It Can Be Regained”*. Seattle University Law Review, Vol. 36:857, 2013, pp. 857-909., <https://www.conference-board.org/retrievefile.cfm?filename=The-Financialization-of-the-US-Corporation.pdf&type=subsite>
- Lazonick, W.(2014a): *„Profits without prosperity“*. Harvard Business Review, September, <https://hbr.org/2014/09/profits-without-prosperity>
- Lazonick, W. (2014b): *„What Apple should do with its profit“*. Harvard Business Review, October, <https://hbr.org/2014/10/what-apple-should-do-with-its-massive-piles-of-money>
- Long, K. (2015): *Corporates hold on to cash in low-yield environment*. Euromoney, 27 August. <http://www.euromoney.com/Article/3483613/ChannelPage/8959/AssetCategory/9544/Corporates-hold-on-to-cash-in-low-yield-environment.html?copyrightInfo=true>

- Mason, J. W. (2015): *Disgorge the Cash: The disconnect between corporate borrowing and investment*. Roosevelt Institute, <http://rooseveltinstitute.org/disgorge-the-cash-the-disconnect-between-corporate-borrowing-and-investment-1/>
- Mazzucato, M. – Penna, C. (2014): *Mission-Oriented Finance for Innovation: New ideas for investment-led growth*. <http://missionorientedfinance.com/>
- Mazzucato, M. – Wray R. (2015): *Financing the Capital Development of the Economy: A Keynes-Schumpeter-Minsky Synthesis*. Jerome Levy Institute of the Bard College, Working Paper No. 837, May, http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_837.pdf
- MNB (2014): *Növekedési Jelentés*. 1. fejezet, <http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/novekedesi-jelentes>
- MNB (2015): *Növekedési Jelentés*.
- Nealy M., A. Radia – R. Thomass (2014): „*Money Creation in the modern economy*”. Bank of England Quarterly Bulletin, Q1:1-14., <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q1prereleasemoneycreation.pdf>
- OECD (2015): *Business and Finance Outlook 2015*, http://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-business-and-finance-outlook-2015_9789264234291-en
- Pradhan, M. (2015): „*Ageing economies will grow old with grace*”. Financial Times, 13 October, <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2015/october/gradual-return-to-normal-natural-rate-of-interest/>
- Rogoff, K. (2015): *Debt supercycle, not secular stagnation*. <http://www.voxeu.org/article/debt-supercycle-not-secular-stagnation>
- Sandbou, M. (2015): “*Free Lunch: Super cycle suspicions. Are banks behind energy and metals price swings?*” Financial Times, 29 September. <http://www.ft.com/intl/cms/s/3/7893be18-668e-11e5-a57f-21b88f7d973f.html#axzz3nrLTKFs1>
- Summers, L. H. (2014): „*U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound*”. Business Economics, Vol. 49. No. 2., February, <http://larrysummers.com/wp-content/uploads/2014/06/NABE-speech-Lawrence-H.-Summers1.pdf>
- Szalai Z. (2014): *Globális pénzügyi válság és kilábalás: beruházások és megtakarítások*. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/befektetesekmegtakaritasok/Szalai_Zoltan_Globalis_penzugyi_val sag_es_kilabalas_beruhazasok_es_megtakaritasok.pdf
- Teulings, C. – Baldwin, R. (eds, 2014): *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. VOX. EU.org e-book, http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox_secular_stagnation.pdf

- Thaler, R. (2015): "Keynes's 'beauty contest' ". Capital Ideas, 2 September 2015, <http://www.chicagobooth.edu/capideas/magazine/fall-2015/keyness-beauty-contest?cat=business&src=Magazine>
- Tett, G. (2015): *The US economy is infested with zombie corporate cash*. Financial Times, 13 August, http://www.ft.com/intl/cms/s/0/00f5849e-41b4-11e5-b98b-87c7270955cf.html?ftcamp=published_links%2Frss%2Fmarkets_gillian-tett%2Ffeed%2F%2Fproduct#axzz3jzW0CUKI
- Tily, G. (2007, 2010): *Keynes Betrayed. The General Theory, the Rate of Interest and 'Keynesian' Economics*. Palgrave, McMillan
- Tily, G. (2012): "Keynes' Monetary Theory of Interest" In: Threat of Fiscal Dominance? BIS Papers, No. 65, May, pp. 51-81, http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap65c_rh.pdf
- Tily, G. (2015a): "US Council of Economic Advisers gets dynamics of long-term interest rate wrong". Prime Economics, 2 September, <http://www.primeeconomics.org/articles/dynamics-of-the-long-term-rate-of-interest-the-us-council-of-economic-advisers-gets-it-wrong>
- Tily, G. (2015b): "The long-term rate of interest: contrasting the Council of Economic Advisers and Keynes". Prime Economics, 14 September, <http://www.primeeconomics.org/articles/the-long-term-rate-of-interest-contrasting-the-council-of-economic-advisers-and-keynes>
- Yglesias, M. (2015): *Ben Bernanke and Larry Summers are in a blog war over secular stagnation*. <http://www.vox.com/2014/10/28/7078167/secular-stagnation>
- Zingales, L. (2015): *Does Finance Benefit Society?* 2015 Presidential Address, American Finance Association, <http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/Finance.pdf>

Mikro- és makroprudenciális szabályozói eszközök európai uniós összehasonlításban

Seregdi László – Szakács János – Tőrös Ágnes

A tanulmány azt vizsgálja, hogy nemzetközi összehasonlításban mennyire aktív a hazai mikro- és makroprudenciális szabályozás. Az elemzés nemzeti szabályozói bejelentések alapján összefoglalja a nemzeti eltérések típusait, azok alkalmazásának okait, illetve bemutatja, hogy az egyes tagállamok azokat milyen formában alkalmazzák. Áttekintő képet ad továbbá arról, hogy a szabályozói aktivitás milyen viszonyban áll az adott államok kockázati profiljával. Következtetésként megállapítja, hogy Magyarország mind a mikro-, mind a makroprudenciális szabályozás területén kiemelkedő aktivitást mutatott, amit a rendszerkockázatok jelentős száma indokolt.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: F38, G21, G28, N24

Kulcsszavak: bankszabályozás, Európai Unió, nemzeti eltérések

1. Bevezetés

Az Európai Unió az elmúlt 25 évben látványos erőfeszítéseket tett a pénzügyi szektor, ezen belül is különösen a hitelintézetek szabályozásának egységesítésére. Az egységes szabályozást részben a kötelezően implementálandó irányelvek, részben pedig a közvetlenül alkalmazandó rendeletek biztosítják. A hitelintézetek és befektetési vállalkozások prudenciális követelményeit tartalmazó, 2014-től hatályos EU-szabályozás (az ún. CRDIV/CRR¹ szabályozás), valamint az ezen szabályozói erőfeszítéseket szükségessé tevő gazdasági válság tapasztalatai jelentősen átírták a szabályozói környezetet. A válság előtt jellemző túlzott kockázatvállalás és az ebből eredő rendszerszintű kockázatok megelőzése érdekében megnőtt a mikro- és különösen a makroprudenciális szabályozói eszközök jelentősége, a CRDIV/CRR elfogadásával pedig egységes szabályozói keret is létrejött Európában. Továbbra is észrevehetőek azonban eltérések az egyes országok szabályozói gyakorlatában mindkét területen,

Seregdi László a Magyar Nemzeti Bank vezető szabályozási referense. E-mail: seregdil@mbn.hu.

Szakács János a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: szakacsj@mbn.hu.

Tőrös Ágnes a Magyar Nemzeti Bank közgazdasági elemzője. E-mail: torosa@mbn.hu.

A szerzők köszönetet mondanak Fáykiss Péternek és Szombati Anikónak a tanulmányhoz fűzött értékes észrevételeikért.

¹ CRDIV: Az Európai Parlament és a Tanács 2013/36/EU irányelve (2013. június 26.) a hitelintézetek tevékenységéhez való hozzáférésről és a hitelintézetek és befektetési vállalkozások prudenciális felügyeletéről, a 2002/87/EK irányelv módosításáról, a 2006/48/EK és a 2006/49/EK irányelv hatályon kívül helyezéséről, CRR: Az Európai Parlament és a Tanács 575/2013/EU rendelete (2013. június 26.) a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről és a 648/2012/EU rendelet módosításáról, elérhetőek: http://ec.europa.eu/finance/bank/regcapital/legislation-in-force/index_en.htm

elsősorban a különböző intézményrendszereknek és az eltérő kockázatoknak köszönhetően.

Összehasonlító elemzésünk ezen eltéréseket veszi górcső alá: elsősorban az EU-tagállamok tevékenységére fókuszálva azt vizsgáljuk, hogy az egyes országok között milyen különbségek vannak a mikro- és makroprudenciális szabályozói eszközök alkalmazásának tekintetében. A vizsgálat alapján elkülöníthető több országcsoport, amelyek a különböző kockázati profilk miatt más-más aktivitást mutatnak mindkét területen belül. A vizsgálat során elsősorban az európai bankfelügyeleti hatóságok által közzétett információkra támaszkodtunk.

2. Mikroprudenciális nemzeti eltérési lehetőségek

2.1. Előzmények

Az egységes EU-bankszabályozástól való nemzeti eltéréseket szűkebb és tágabb értelemben is vizsgálhatjuk. Szűkebb értelemben a nemzeti eltérések alatt azokat a különbségeket értjük, amelyekre a CRDIV és a CRR kifejezetten lehetőséget ad, és a tagállamok, a nemzeti felügyeleti hatóság, vagy maga a szabályt alkalmazó hitelintézet dönt arról, hogy az eltérési lehetőséggel élni kíván-e. Tágabb értelemben a nemzeti eltérések közé sorolható minden további szabályozási eltérés, amire egységes EU-szabályozás hiányában a tagállamoknak lehetőségük van, és az szorosan kapcsolódik a hitelintézetek működési szabályaihoz (számviteli, társasági, polgári jogi eltérések). Jelen anyag a 2.2 pontban a CRDIV/CRR-ben szereplő nemzeti eltérési lehetőségekre fókuszál, de a 2.3 pontban megemlítsük olyan nemzeti eltérési lehetőségeket is, amelyek a CRDIV/CRR rendszerén kívül esnek.

A CRDIV/CRR-ben szereplő nemzeti eltérések egy része egy vagy csak néhány országhoz köthető, ezek általában azért kerültek be a jogszabályokba, hogy az adott országnak ne kelljen drasztikusan megváltoztatnia egy korábban kialakított pénzügyi termékét (pl. finn lakásépítő társaságok, dán jelzáloglevél-piac, francia értékpapírosító szervezetek). Más nemzeti eltérések azért kerültek be a jogszabályokba, mert azok megalkotása során az előkészítők nem tudtak véglegesen megállapodni egyes kérdésekben, ezért megegyezés hiányában eltekintettek a szabály egységes alkalmazásától.

A nemzeti eltérések, bár gyengítik a versenysemlegességet, ugyanakkor elsimítják az EU és a nemzeti tagállami jogszabályok és gyakorlatok közötti különbségeket. A nemzeti eltérések pozitív hatása, hogy ezáltal minden tagállamban alkalmazhatóvá válik a CRR-ben meghatározott, rendkívül összetett követelményrendszer. Mivel ezek a különbségek várhatóan hosszabb távon is fennmaradnak, ezért kérdéses, hogy az opciók és nemzeti diszkréciók száma milyen ütemben fog csökkenni a közeljövőben.

2015-ben az Európai Bizottság a likviditás szabályozása témakörében egy felhatalmazáson alapuló rendeletet (Delegated Act) tett közzé, amely számos további nemzeti

eltérési lehetőséget tartalmaz. Mivel ezek EU-szintű összesítése még nem történt meg, ezért a jelen anyag ezen eltérési lehetőségekre nem tér ki.²

2.2. A CRDIV és a CRR által biztosított mikroprudenciális nemzeti eltérési lehetőségek

A korábbiakból már kiderült, hogy az EU elfogadja a nemzeti eltérések szükségességét, de azokat megpróbálja szabályozott keretek közé szorítani. A nemzeti eltérési lehetőségek rendszere korábban is működött, de az EU jogszabályrendszere egyértelműen az egységesítés irányába mutat. Ezt mutatja többek között az a folyamat is, hogy míg a bankszabályozás kezdeti időszakában a közös előírásokat minimum harmonizációs irányelvek tartalmazták, addig mára az EU-szabályrendszer túlnyomó része már vagy maximum harmonizációs kötelezettség alá tartozó irányelvekben, vagy közvetlenül hatályos rendeletekben kerül meghatározásra. Az egységes felüyeleti kézikönyv vagy a bankunió létrehozása is egyértelműen az egységes szabályalkotás és jogalkalmazás irányába hatott.

A CRDIV és a CRR alapszabályaitól való eltérésre mindazonáltal több formában is van lehetőség. Ezek közé tartoznak az egyedi intézményeknek³ adható eltérési lehetőségek, a tagállami diszkrecionális döntések, valamint az opciók és nemzeti diszkréciók.

Az egyedi intézményeknek adható eltérési lehetőségek során a CRDIV/CRR-ben meghatározott esetekben egy adott intézmény sajátosságaira való tekintettel lehet az általános szabályokhoz képest eltéréseket alkalmazni, amely eltéréseket általában az intézmény kezdeményezi. A tagállami diszkrecionális döntések közé azok az eltérések tartoznak, amelyek esetében nem a felüyeleti hatóság, hanem maga a tagállam hozza meg a döntést, és az törvényben, vagy alsóbb szintű nemzeti jogszabályban jelenik meg. Az opciók és nemzeti diszkréciók két fő csoportjába a nemzeti felüyeleti hatóságok által meghatározott átmeneti intézkedések, valamint a CRR folyamatos alkalmazásához szükséges nemzeti eltérések tartoznak.

Annak megítélése során, hogy Magyarországon a szabályozó hatóság, valamint az MNB más EU-tagállamokhoz képest mennyire szigorúan alkalmazza a nemzeti eltérési lehetőségeket, összefoglalóan a következők állapíthatók meg:

- i.* Az egyedi esetekben adható eltérési lehetőségek kapcsán érdemi vélemény nem mondható, mert ezek esetében nem áll rendelkezésre az egyes EU-tagállamok által alkalmazott eltérésekről szóló információ, és az MNB gyakorlata sem alakult még ki véglegesen. Az egyedi intézményeknek adható eltérési lehetőségek során a CRDIV/CRR-ben meghatározott esetekben egy adott intézmény sajátosságaira való tekintettel lehet az általános szabályokhoz képest eltéréseket alkalmazni.

² Elérhető: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/HTML/?uri=CELEX:32015R0061&qid=1446538552039&from=EN>

³ Az intézmény kifejezés alatt a CRDIV-ben meghatározott fogalmat értjük, ami a hitelintézeteket és a befektetési vállalkozásokat foglalja magában.

Mivel ezek a döntések nem feltétlenül a tagállam, hanem sokkal inkább az adott intézmény sajátosságainak a figyelembevételével kerülnek alkalmazásra, ezért a jelen anyag ezzel a témával részletesebben nem foglalkozik.

- ii. A tagállami diszkrecionális döntések esetében a fő döntéshozó az NGM, illetve az általa készített törvényjavaslatok alapján a Parlament állapítja meg a szabályokat (emellett a tagállamok a törvény erejénél fogva delegálhatják diszkrecionális jogkörüket más hatóságok számára is). A CRDIV/CRR vonatkozásában egyes esetekben Magyarországon inkább a szigorúbb (pl. saját nemzeti likviditásszabályozás életben tartása, fióktelepektől adatszolgáltatás megkövetelése), más esetekben inkább az enyhébb szabályozás választása a jellemző (pl. 1 millió euró alaptőke lehetővé tétele, egyedi megfelelés alóli mentesítés lehetősége).
- iii. A CRR-hez kapcsolódó átmeneti intézkedések kapcsán az MNB rendelet néhány kivételtől eltekintve (pl. visszavásárolt saját részvények, valamint a szavatoló tőke mesterséges megemelését szolgáló tőkeinstrumentumok levonása) megadja a hazai hitelintézetek számára a CRR által biztosított kedvező lehetőségeket, amelyek esetében az EU tagállamok általában harmada hasonlóan jár el. Az átmeneti intézkedésekre vonatkozó MNB rendelet közelmúltban bekövetkezett módosítása miatt az átmeneti szabályok felülvizsgálatra kerültek, ezért 2016-tól kezdődően ezen a területen egyértelműen a szigorúbb szabályokat alkalmazó EU-tagállamok közé fog tartozni Magyarország.
- iv. A CRR folyamatos alkalmazásához kapcsolódó nemzeti diszkréciók esetében egyelőre csak kevés tagállam alkalmaz az általános előírásokhoz képest szigorúbb eltéréseket. Magyarországon az MNB részéről esetleg a jelzőloggal fedezett kitétségek magasabb kockázati súlyának meghatározása, a kedvezményes súly alkalmazhatóságához szigorúbb feltételek megkövetelése vagy az intézményekkel szembeni nagykockázat-vállalási szabályok szigorítása esetében merülhet fel a szigorúbb irányba való eltérés, de ezekről a kérdésekről egyelőre még nem születtek meg a döntések.

Az Európai Bankhatóság (European Banking Authority – EBA) vezető szerepet tölt be azon nemzeti eltérések koordinálásában, amelyek esetében a döntéseket a nemzeti felügyeleti hatóságok hozzák meg. Ennek egyik legfontosabb eszköze a nyilvánosságra hozatal, amelynek során valamennyi nemzeti felügyeleti hatóság tájékoztatja az EBA-t az adott tagállamban alkalmazott opciókról és nemzeti diszkréciókról. Az EBA összegyűjti ezeket az információkat, majd közzéteszi a honlapján (EBA 2015a). Ezen túlmenően valamennyi nemzeti felügyeleti hatóság, így Magyarországon az MNB is, közzéteszi a saját honlapján is ezeket az eltéréseket.⁴ Bár az EBA elsősorban a felügyeleti döntéseken alapuló eltérések kapcsán koordinál, de a nyilvánosságra hozott információk között egyes tagállami diszkréciók is megtalálhatóak. A nemzeti felügye-

⁴ <http://mnb.hu/en/supervision/regulation/supervisory-disclosure>

leti hatóságok által nyilvánosságra hozandó információk körét és struktúráját külön európai bizottsági rendelet szabályozza⁵. Az EBA által közzétett táblázat összesen 68 ilyen nemzeti eltérési lehetőséget sorol fel⁶, amely mind a CRDIV által megadható tagállami, mind a CRR szerint a nemzeti felügyeleti hatóság által eldönthető eltéréseket tartalmazza. A CEBS (Committee of European Banking Supervisors, az EBA elődintézménye) egy 2009-es jelentésében az akkor hatályos tőkekövetelmény-szabályozásban még 152 ilyen nemzeti eltérési lehetőséget azonosított be (CEBS 2009). Mivel a CEBS jelentése kifejezetten arra irányult, hogy javaslatot tegyen az Európai Bizottságnak a nemzeti eltérések számának a csökkentésére, ezért megállapítható, hogy a számbeli csökkenés az új szabályozásban mindenképpen megvalósult.

A bankunió létrehozatalát követően az Európai Központi Banknak (European Central Bank – ECB) is érdekévé vált, hogy a bankunióhoz tartozó országokban a nemzeti eltérési lehetőségek lehetőleg azonosan kerüljenek alkalmazásra, mivel az egységes európai felügyeleti szerekör hatékonyságát csökkenti, ha a tagállamokban eltérő követelményeknek kell megfelelni. Az ECB ezért összegyűjtötte a CRDIV/CRR-ben szereplő nemzeti eltérési lehetőségeket, és javaslatokat dolgozott ki arra nézve, hogy a tagállamoknak azokat hogyan kellene alkalmazniuk. Az ECB ezen anyaga hamarosan nyilvános konzultációra is megjelenik, és célja az egységes jogalkalmazás elérése a bankunióhoz tartozó országokban.

Az EBA honlapján elérhető információk alapján került összeállításra az *1. táblázat*, amely összefoglalóan bemutatja, hogy a legfontosabb mikroprudenciális nemzeti eltérések az egyes tagállamokban milyen módon kerültek alkalmazásra. A táblázatban sárga színnel jelettek azok a nemzeti eltérések, amelyek az általános EU-szabályhoz képest szigorúbb, zöld színnel pedig azok, amelyek enyhébb követelményeket tesznek lehetővé. Ezeknek az eltéréseknek az összege pedig megmutatja, hogy egy tagállam mennyire aktív a nemzeti eltérések alkalmazásában.

A táblázatban szereplő információk a 2015-ben hatályos előírásokon alapulnak, ezért fontos megjegyezni, hogy az MNB 2016. január 1-i hatállyal módosította az átmeneti rendelkezéseket tartalmazó rendeletét. 2016-tól kezdődően ezért Magyarországon a CRR által az átmeneti intézkedésekre megadott nemzeti felügyeleti hatósági döntések már nem lesznek hatályosak, aminek az lesz a következménye, hogy a CRR lényegében további átmeneti intézkedések alkalmazása nélkül teljes mértékben alkalmazandó lesz Magyarországon (leszámítva néhány olyan átmeneti rendelkezést, amit maga a CRR rögzít). Ezen átmeneti intézkedések hatályon kívül helyezését követően Magyarország a nemzeti eltérési lehetőségeket szigorúbban alkalmazó országok közé fog tartozni.

⁵ A Bizottság 650/2014/EU végrehajtási rendelete (2014. június 4.) az illetékes hatóságok által a 2013/36/EU európai parlamenti és tanácsi irányelvnek megfelelően nyilvánosságra hozandó információk formátuma, szerkezete, tartalma és éves nyilvánosságra hozatali időpontja tekintetében végrehajtás-technikai standardok megállapításáról.

⁶ Bár vannak források, amelyek 103-at említenek, de ez függ a számbavétel módjától is.

1. táblázat
A legfontosabb opciók és nemzeti diszkréciók alkalmazása az egyes EU-tagállamokban

	Legfontosabb diszkréciók	HU	BG	CZ	PL	RO	SK	CI	EE	HR	IT	LV	MT	SI	AT	BE	DE	DK	EL	ES	FI	FR	UK	IE	IT	LU	NL	PT	SE	
CRDIV/CRR által adható tagállami diszkréciók	CRR egyes prudenciális szabályainak való egyedi megfelelés alóli mentesítése	I	N	N	NA	I	N	I	N	NA	N	N	N	N	I	N	N	N	I	N	N	I	N	I	N	I	I	I	N	
	Nemzeti szintű likviditási követelmények fenntartása	I	I	N	NA	I	N	N	N	I	NA	I	I	I	I	N	I	I	NA	NA	N	I	I	I	N	I	I	NA	I	
	A hitelintézetek minimum jegyzett tőkéjére vonatkozó követelmény csökkentése	I	N	I	NA	I	N	I	N	I	I	N	N	N	I	N	N	N	N	I	N	I	I	I	N	N	N	N	I	N
	A más tagállamban bejegyzett hitelintézetek fiókjaitól rendszeres adatszolgáltatás megkövetelése	I	I	I	NA	I	I	I	I	I	I	N	I	I	I	I	I	I	I	I	I	I	I	I	I	N	I	I	N	
CRR szerinti átmeneti rendelkezések	Nem realizált nyereségek fokozatos beszámítása	I	I	N	NA	I	N	N	N	N	I	I	I	I	I	I	I	I	NA	I	I	I	NA	I	I	I	I	I	N	
	Nem realizált veszteségek fokozatos levonása	I	I	N	NA	I	N	N	N	N	I	I	I	I	I	I	I	I	NA	I	I	I	NA	I	I	I	I	I	N	
	Szavatoló tőkéből történő levonások fokozatos bevezetése	I	I	N	NA	I	N	N	N	N	N	NA	I	I	I	I	I	I	I	N	N	I	I	I	I	I	I	I	N	
	Halasztott adó fokozatos levonása a szavatoló tőkéből	I	I	N	NA	I	N	I	N	N	N	N	N	I	I	I	I	I	I	I	I	I	I	I	I	I	I	I	I	N
CRR folyamatos alkalmazásához szükséges opciók és nemzeti diszkréciók	Új szabályoknak meg nem felelő tőkeinstrumentumok gyorsított kivételése	N	I	I	NA	I	N	I	I	I	I	I	N	I	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	
	Lakóingatlanon fedezett kitétségekre magasabb kockázati súly vagy szigorúbb feltételek	N	I	I	I	N	N	N	I	I	I	N	I	I	N	N	N	NA	N	N	NA	N	I	N	N	N	N	N	N	N
	Kereskedelmi ingatlanon fedezett kitétségekre magasabb kockázati súly vagy szigorúbb feltételek	N	I	N	NA	I	N	N	N	N	N	I	N	N	N	N	N	N	N	N	N	NA	I	I	N	N	N	NA	I	I
	Magasabb minimum LGD-érték meghatározása	N	N	N	NA	N	N	N	N	N	N	I	N	N	N	N	N	I	N	N	N	NA	N	N	N	N	N	N	N	N
SREP egyéges alkalmazása több intézmény vonatkozásában (kockázatos portfóliók, CRD 103.cikk)	Alacsonyabb magyokkázat-vállalási határérték az intézményekkel szembeni kitétségekre	N	N	N	NA	N	I	N	I	I	N	N	I	N	N	N	N	N	NA	N	N	N	I	N	N	N	N	N	N	N
	SREP egyéges alkalmazása több intézmény vonatkozásában (kockázatos portfóliók, CRD 103.cikk)	I	N	N	N	I	N	N	N	N	N	N	N	N	N	I	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	I
	Szigorító intézkedések száma	3	4	2	1	4	3	1	2	5	0	4	3	4	2	2	2	3	1	1	0	2	2	5	0	2	1	1	3	
	Lazító intézkedések száma	6	4	1	0	4	0	4	0	1	0	1	2	5	2	3	4	1	2	4	0	5	1	6	2	2	5	5	1	
Intézkedések száma	9	8	3	1	8	3	5	2	6	0	5	5	9	4	5	6	4	3	5	0	7	3	11	2	4	6	6	4		

Forrás: EBA (2015a) alapján

A legfontosabb tagállami diszkrecionális döntési lehetőségek, valamint az átmeneti intézkedések és a CRR folyamatos alkalmazásához szükséges opciók és nemzeti diszkréciók az alábbiakban kerülnek bemutatásra.

2.2.1. Tagállami diszkrecionális döntések

A tagállami diszkrecionális döntések közé azok az eltérések tartoznak, amelyek esetében nem a felügyeleti hatóság, hanem maga a tagállam hozza meg a döntést, és az törvényben vagy alsóbb szintű nemzeti jogszabályban jelenik meg (pl. Magyarországon a hitelintézeti törvény szabályozza, hogy mely tételek hagyhatóak figyelmen kívül a nagykockázat-vállalási korlát alól). A CRDIV/CRR viszonylag szűken szabja meg ezen intézkedések körét, hiszen a tagállami eltérésekre az EU-jogszabályok általában inkább a nemzeti felügyeleti hatóság számára adnak lehetőséget. A legfontosabb ilyen intézkedések közé a következők tartoznak:

A CRR-ben:

- i. A központi szervhez tartósan kapcsolt hitelintézeteknek a CRR egyes prudenciális szabályainak való egyedi megfelelés alóli mentesítésére szolgáló korábbi nemzeti szabályozások fenntartása, amennyiben azok nem ellentétesek a CRR előírásaival. Az EBA által közzétett adatok alapján 11 ország (köztük Magyarország is) jelezte, hogy élni kíván ezzel az eltérési lehetőséggel. Mivel ez a fajta eltérés elsősorban azokban az országokban használt, amelyekben léteznek szövetkezeti hitelintézetek, és azoknak van szabályozott integrációjuk, ezért ez az eltérési lehetőség várhatóan hosszú távon is fennmarad, annak ellenére, hogy csak az EU-tagállamok kevesebb mint fele alkalmazza.*
- ii. A tagállamok jogot kaptak arra, hogy az EU-szintű likviditási szabályok (LCR, NSFR) teljes körű hatálybalépéséig nemzeti szintű likviditási követelményeket tartsanak fent (így a hazai mérleg és betétfedezeti mutató, valamint DMM-mutató előírásai is hatályban maradhatnak még egy ideig). Magyarországon kívül még 15 tagállam van, amely saját likviditási szabályozást tart fent az LCR és NSFR bevezetéséig, ami jól mutatja, hogy a válságot követően megnőtt a likviditási szabályozás jelentősége.*
- iii. Legkésőbb 2028 végéig a tagállamok határozhatják meg, hogy az adott országban milyen kitétségeket mentesítenek a nagykockázat-vállalási korlátok alól, de ezeket csak a CRR-ben meghatározott keretlistából választhatják ki (pl. anyavállalattal szembeni követelések). 2028-at követően is lesz lehetőség ezen tételek mentesítésére, de akkor erről a döntést már a nemzeti felügyeleti hatóságok fogják meghozni. Mivel az EBA által közzétett adatok minden egyes nagykockázat-vállalási mentesítési lehetőséget külön kezelnek, ezért csak az a következtetés vonható le az információkból, hogy a mentesítések nem egységesen történnek.*

Hasonlóság legfeljebb abban fedezhető fel, hogy a kevésbé jelentős mentesítési lehetőségeket kevesebb tagállam alkalmazta.

A CRDIV-ben:

- i. A hitelintézetek minimum jegyzett tőkéjére vonatkozó követelmény általában 5 millió euró, de a tagállamok bizonyos esetekben ennél kevesebbet is meghatározhatnak, de az nem lehet kevesebb, mint 1 millió euró. Ezen pont alapján van lehetőség arra Magyarországon, hogy szövetkezeti hitelintézetet akár 300 millió Ft alaptőkével is lehet alapítani. További 10 tagállamban van még lehetőség hasonló eltérésre, valószínűsíthetően itt is elsődlegesen a szövetkezeti szektor vonatkozásában.
- ii. A tagállamok dönthetnek úgy, hogy a más tagállamban bejegyzett hitelintézetek fiókjaitól továbbra is rendszeres adatszolgáltatást követelnek meg. Magyarországon is küldenek az EU-ban bejegyzett hitelintézetek itt működő fióktelepei rendszeres jelentéseket az MNB-nek, és csak hét olyan EU-tagállam van, amelyek nem alkalmazza ezt az eltérési lehetőséget.

2.2.2. Opciók és nemzeti diszkréciók

Az opciókat és nemzeti diszkréciókat két fő csoportra bonthatjuk. Az első csoportba azok a nemzeti felügyeleti hatóságok által meghatározott átmeneti intézkedések tartoznak, amelyek a CRR fokozatos hatályba léptetéséhez kapcsolódnak, és amelyek tagállamonként eltérőek lehetnek (pl. a szavatoló tőkébe már nem beszámítható elemek fokozatos kivezetése). Ezeket a szabályokat a tagállami felügyeleti hatóságok határozzák meg, így Magyarországon MNB rendelet írja elő az átmeneti intézkedéseket⁷. Az opciók és nemzeti diszkréciók másik csoportjába azok az egyébként szintén a nemzeti felügyeleti hatóságok által meghatározott szabályok tartoznak, amelyek a CRR folyamatos alkalmazásához szükségesek (pl. a nemteljesítés definíciójához a lényegességi küszöbérték meghatározása).

A két csoportba a következő legfontosabb nemzeti eltérési lehetőségek tartoznak:

2.2.2.1. Átmeneti szabályok

A CRDIV/CRR szabályozási keretrendszer olyan nagy módosításokat jelentett a hitelintézetek szabályozásában, hogy nem volt elvárható, hogy valamennyi intézmény azonnal képes legyen megfelelni a lényegesen megemelt tőkekövetelményeknek és egyéb előírásoknak. A Bázeli Bizottság ajánlásához hasonlóan ezért az EU-jogszabályok is lehetőséget adnak a fokozatos bevezetésre. Több esetben az átmeneti szabályokat maga a CRR tartalmazza (pl. likviditási követelmények fokozatos be-

⁷ A Magyar Nemzeti Bank elnökének 10/2014. (IV. 3.) MNB rendelete a tőkekövetelményről, a valós értéken értékelt nem realizált nyereségről és veszteségről, az ezekhez kapcsolódó levonásokról és a tőkeinstrumentumokhoz kapcsolódó szerzett jogokról.

vezetése), de a szavatoló tőke meghatározása során az átmeneti intézkedésekre vonatkozó döntések többségét a nemzeti felügyeleti hatóságok hozzák meg.

Az átmeneti intézkedésekre vonatkozó legfontosabb döntési lehetőségek a következők:

i. Nem realizált nyereségek és veszteségek: A CRR megváltoztatta az intézmények valós értéken értékelt eszközeihez és kötelezettségeihez kapcsolódó, mérlegen belül elszámolt, nem realizált nyereségeinek és veszteségeinek a szavatoló tőkében való figyelembevételét. Korábban az volt az elv, hogy az ilyen nem realizált nyereségek nem kerülhettek be a szavatoló tőkébe, a meghatározható veszteségeket azonban le kellett vonni. Annak érdekében, hogy a szavatoló tőke értéke jobban megfeleljen a tényleges helyzetnek, a CRR lehetővé tette, hogy a valós értéken értékelt eszközökhöz és kötelezettségekhez kapcsolódó nem realizált nyereségek bekerülhessenek a szavatoló tőkébe, de ugyanakkor a hasonló, nem realizált veszteségeket is le kell vonni. Mivel azonban ez a módosítás jelentősen változtatta volna a hitelintézetek szavatoló tőkéjét, ezért az új szabályok hatályba léptetésére a nemzeti felügyeleti hatóságok 4 év átmeneti időt adhatnak, így a szabály teljes hatályba lépése csak 2018-tól kezdődően fog megvalósulni. Az MNB a rendeletében megadta a lehetőséget az átmeneti időszak alkalmazására mind a nyereségek, mind a veszteségek vonatkozásában, 2016-tól kezdődően azonban a nyereségek és veszteségek beszámítása már átmeneti szabályok nélkül fog megvalósulni. Az EU-tagállamok között lényeges különbség volt abban, hogy hogyan jártak el a nyereségek és a veszteségek tekintetében. Csak az EU tagállamok 38%-a adott átmeneti időt a veszteségek levonására (vagyis az EU-tagállamok többségében a nem realizált veszteségeket azonnal, teljes mértékben le kell vonni). A nyereség lépcsőzetes (előbb 40, majd 60, 80%-ban) történő beszámítását a szavatoló tőkébe ugyanakkor a tagállamok 66%-a tette lehetővé, a többi tagállamban csak a három éves átmeneti időszak leteltét követően kerülhet sor a nem realizált eredmény szavatoló tőkébe való beszámítására.

ii. Szavatoló tőkéből történő levonások: A CRR-ben a szavatoló tőke számítása során jelentős szigorítást jelentett, hogy a szavatoló tőkéből történő levonások (pl. évközi veszteségek, immateriális javak) nagy részét már nem a teljes szavatoló tőkéből vagy az alapvető tőkéből, hanem közvetlenül az elsődleges alapvető tőkéből kell végrehajtani. Mivel az új szabályozásban az elsődleges alapvető tőke kiemelt szerepet kap, ezért ez a fajta levonási módszer azokat a hitelintézeteket, amelyek esetében magas a kiegészítő alapvető tőke és a járulékos tőke aránya, hátrányosan érintette. Annak érdekében, hogy ez a jelentős változás ne azonnal, hanem időben elnyújtva jelenjen meg, lehetőség van arra, hogy a nemzeti felügyeleti hatóságok egy 4 éves átmeneti időszakot határozhassanak meg, amíg a levonásoknak csak egy részét kell az elsődleges alapvető tőkéből végrehajtani. Fontos megjegyezni, hogy ez az átmeneti szabály elsősorban azon hitelintézetek

tőke mutatóit javítja, amelyek rendelkeznek kiegészítő alapvető tőkével, mivel a levonást mindenképpen végre kell hajtani, az átmeneti szabály csak azt teszi lehetővé, hogy az ne az elsődleges alapvető tőkéből, hanem az alapvető tőkéből történjen meg. Magyarországon éppen ezért ezt az átmeneti szabályt ugyan bizonyos korlátokkal lehetővé tette az MNB, de annak a tényleges hatása alacsony, mivel csak egy-két olyan hitelintézet van, amely rendelkezik jelentősebb kiegészítő alapvető tőkével, amely fedezetet ad a levonásokra. A hazai átmeneti szabályoknak annyi sajátossága van, hogy egyes levonásokra (így különösen a visszavásárolt saját részvényekre, valamint a szavatoló tőke mesterséges megemelését szolgáló tőkeinstrumentumokra) az átmeneti szabály alkalmazását az MNB nem tette lehetővé, hanem a levonást azonnal az elsődleges alapvető tőkéből kell végrehajtani. 2016-tól Magyarországon ezek az átmeneti szabályok is megszűnnek majd. Az EU-ban a tagállamoknak csak 35%-a alkalmazott átmeneti szabályokat az elsődleges alapvető tőkéből végrehajtandó levonásokra, de ez közel sem jelenti azt, hogy ezen országokban egységesek lennének a szabályok, hiszen a magyar példa is azt mutatja, hogy a részletekben még további eltérések adódnak.

iii. *Halasztott adókövetelések:* Speciális szabályok vonatkoznak a jövőbeni nyereségtől függően érvényesíthető, átmeneti különbözetekekből eredő halasztott adókövetelésekre. Ezeknek a követeléseknek a levonását a bázeli és EU-szabályok azért tették kötelezővé, mert azok ténylegesen csak akkor érvényesíthetőek, ha az intézmény a jövőben nyereségessé válik, és a fizetendő adója számítása során ezeket a tételeket figyelembe veheti. Emiatt a bizonytalansági faktor miatt a halasztott adókövetelést le kell vonni az elsődleges alapvető tőkéből. Több hitelintézetnél az azonnali levonás jelentős tőkevesztést eredményezett volna, ezért a CRR lehetővé teszi, hogy a levonás bevezetésére csak fokozatosan, négy év alatt kerüljön sor. Még hosszabb, tíz éves átmeneti időre van lehetőség azon halasztott adókövetelések esetében, amelyek már 2014. január 1-ét megelőzően is fennálltak. Magyarországon az MNB ezen átmeneti időszak alkalmazását lehetővé tette a hitelintézetek számára, de mivel viszonylag kevés azon hitelintézetek száma, amelyeknél jelentős halasztott adókövetelés van, ezért az átmeneti intézkedés hatása is csak néhány hitelintézetre korlátozódik, 2016-tól pedig a rendelet módosítása miatt ez az átmeneti engedmény meg is szűnik. Az EU-ban a tagállamok 56%-a adta meg a lehetőséget a 4 éves átmeneti időszakra, 74%-uk pedig a 10 éves átmeneti időszak alkalmazására, tehát több olyan tagállam is volt, amely csak a 2014. január 1-e előtt fennálló halasztott adókövetelések esetében biztosította a levonás fokozatos bevezetését.

iv. *Új szabályoknak meg nem felelő tőkeinstrumentumok kivezetése:* A CRR alapjaiban megváltoztatta a szavatoló tőke-elemekkel szemben támasztott követelményeket, és azok nemcsak részletesebbé, hanem sokkal szigorúbbá is váltak.

A szavatolótőke-elemekkel szemben támasztott követelmények a veszteségviselő-képességre, a tartós rendelkezésre állásra és a kifizetések rugalmasságára épülnek. A feltételek szigorítása következtében a korábban alapvető tőkének minősülő instrumentumok egy része már csak a kiegészítő alapvető tőkébe vagy a járulékos tőkébe kerülhet át, kivételes esetben az is előfordulhat, hogy már egyik tőkeelemnek sem feleltethető meg. Az elsődleges alapvető tőke kiemelt szerepe miatt ezért a feltételek azonnali bevezetése egyes hitelintézeteknél azt jelenthette volna, hogy nem képes megfelelni a minimumkövetelményeknek. 2014. január 1-ét követően az intézményeknek meg kellett vizsgálniuk, hogy az általuk korábban kibocsátott tőkeinstrumentumok az új szabályozás szerint mely tőkekategóriába sorolhatók be. A CRR lehetővé teszi a nemzeti felügyeleti hatóságok számára annak engedélyezését, hogy az intézmények által 2011. december 31. előtt kibocsátott és az akkor hatályos jogszabályok alapján a szavatolótőke-számítás során elismert, de a CRR szerinti elsődleges alapvető tőke, kiegészítő alapvető tőke és járulékos tőke feltételeknek már nem megfelelő tőkeelemek egy 8 éves átmeneti időszak alatt, fokozatosan kerüljenek kivezetésre a szavatoló tőke megfelelő kategóriáiból. A 2011-es dátum meghatározására azért volt szükség, mert abban az időben már a hitelintézetek számára is egyértelművé vált, hogy a szavatoló tőke elismerési feltételei szigorodni fognak. Ezt az átmeneti szabályt Magyarországon az MNB a rendeletében lehetővé tette (2016-tól az engedmény megszűnik), és az EU-tagállamok közül is valamennyi alkalmazta, bár öt olyan tagállam is van, amely a normál ütemű (80%-ról indulva évente 10%-kal csökkentett figyelembevételi lehetőséget tartalmazó) kivezetéshez képest gyorsabb kivezetési ütemet határozott meg.

2.2.2.2. A CRDIV/CRR folyamatos alkalmazásához szükséges opciók és nemzeti diszkréciók

A korábban említett, átmeneti rendelkezésekre vonatkozó opciók és nemzeti diszkréciók fokozatosan kivezetésre kerülnek, illetve csökken a jelentőségük. A CRDIV/CRR-ben azonban számos további opció és nemzeti diszkréció található, amelyek a folyamatos alkalmazáshoz szükségesek. A legfontosabb ilyen tételek a következők:

i. Ingatlannal fedezett kitétségek kezelése: A hitelezési kockázatra sztenderd módszer szerint számított tőkekövetelmény szabályai során mindig is kedvező kockázati súlyt kaptak azok a követelések, amelyek mögött biztosítékkal lakóingatlanra vagy kereskedelmi ingatlanra bejegyzett jelzálog állt rendelkezésre. A CRR szabályai szerint, ha egy hitelt lakóingatlanra bejegyzett jelzálog fedez, akkor arra a követelésre 35%-os, kereskedelmi ingatlanra bejegyzett jelzálog esetében pedig 50%-os kockázati súlyt lehet alkalmazni. A CRR nem adja meg pontosan a kereskedelmi ingatlan definícióját, de lényegében minden olyan ingatlan besorolható ebbe a kategóriába, amely nem minősül lakóingatlannak (pl. gyártelep, termőföld, nyaraló). A CRR további részletes feltételeket is szab a kedvező

kockázati súly alkalmazásához, így például, hogy a hitel összegének a fedezet piaci értékéhez viszonyított aránya (LTV) ne legyen 80%-nál magasabb, vagy az ingatlan értéke ne függjön a hitel felvevőjének a hitelképességétől. A nemzeti felügyeleti hatóságok számára azonban a CRR lehetőséget ad arra, hogy ezen követelésekre a kedvezményes kockázati súlynál magasabb, de 150%-ot meg nem haladó kockázati súlyt állapítsanak meg, vagy szigorúbb feltételeket szabjanak meg a kedvezményes kockázati súly alkalmazhatóságához. Ilyen intézkedésekre akkor kerülhetne sor, ha a felügyeleti hatóság álláspontja szerint a 35%, illetve az 50% nem tükrözi megfelelően a tényleges kockázatokat (pl. ingatlanár-buborékok alakultak ki). Magyarországon az MNB-törvény rögzíti is ezt a jogot az MNB számára, azonban eddig a kockázati súly emelésére vagy szigorúbb feltétel megkövetelésére nem került sor. Az EBA által közzétett információk alapján nem volt még olyan tagállam, amely a lakóingatlannal fedezett követelésekre magasabb kockázati súlyt állapított volna meg, de hat olyan tagállam is van, amelyik a CRR-hez képest további követelményeket fogalmazott meg a kedvezményes kockázati súly alkalmazásához. A kereskedelmi ingatlannal fedezett követelések esetében már szigorúbban járnak el a nemzeti felügyeleti hatóságok, mert 4 olyan EU tagállam is van (IE, LV, RO, SE), amelyek az 50% helyett magasabb, 100%-os kockázati súlyt írt elő. Két tagállamban (BG, GB) pedig a kedvezményes súly alkalmazásához szigorúbb feltételeket szabtak. A két országcsoport között nincs átfedés, így összesen 6 EU-tagállamban vannak az általános CRR-szabályokhoz képest szigorúbb előírások, vagy kockázati súlyok a kereskedelmi ingatlanokkal fedezett kitétségekre.

ii. *Magasabb minimum LGD-érték meghatározása:* A CRR előírja a nemzeti felügyeleti hatóságok számára, hogy gyűjtsenek adatokat az ingatlanhitelezéshez kapcsolódó kitétségekről és veszteségértékekről. Ezen adatok alapján, valamint figyelembe véve az ingatlanpiac várható jövőbeli alakulását és bármely egyéb releváns mutatót, legalább évente értékelniük kell, hogy a területükön elhelyezkedő lakó-, illetve kereskedelmi ingatlanokkal biztosított kitétségekre vonatkozó, a CRR-ben meghatározott minimum LGD-értékek⁸ megfelelőek-e. A CRR szerint lakóingatlannal fedezett kitétségek esetében az LGD minimális értéke 10%, kereskedelmi ingatlanok esetében 15%. Amennyiben az információk alapján a felügyeleti hatóság álláspontja szerint az adott tagállamban a CRR szerinti minimum LGD-érték nem megfelelő, magasabb minimumértéket is előírhatnak. Mivel az LGD-értéknek csak a tőkekövetelmény-számításra fejlett belső minősítési módszert alkalmazó hitelintézetek esetében van jelentősége, ezért egy ilyen döntésnek is értelemszerűen csak ezen hitelintézetekre van hatása. Ha a nemzeti felügyeleti hatóság magasabb minimum LGD-értéket állapít meg, akkor arról

⁸ „Nem-telejesítéskori veszteségráta (Loss Given Default, LGD)”: egy partner általi nemtelejesítésből eredő, kitétséghöz kapcsolódó veszteségnek a nemtelejesítés időpontjában fennálló követeléshez viszonyított aránya.

köteles az EBA-t értesíteni, és az EBA közzé is teszi ezeket az értékeket. A CRR nem bízta rá teljesen a nemzeti felügyeleti hatóságokra az erről szóló döntést, mert az EBA javaslata alapján az Európai Bizottság rendeletben fogja majd szabályozni azokat a feltételeket, amelyeket az illetékes hatóságoknak a magasabb minimális LGD-értékek meghatározása során figyelembe kell venniük. Ez a rendelet még nem jelent meg, kiadására várhatóan 2015. második felében fog sor kerülni. Az EBA által közzétett adatok alapján eddig két EU-tagállamban került sor magasabb LGD minimum érték megállapítására a lakóingatlanl fedezett kitétségek esetében (Dániában, azon lakóingatlanok esetében, amelyek Norvégiában találhatóak, illetve Lettországbán), kereskedelmi ingatlanl fedezett kitétségek esetében pedig csak egy ilyen emelés történt (Lettországban 15 helyett 16,12%).

iii. Alacsonyabb nagykockázat-vállalási határérték az intézményekkel szembeni kitétségekre: A nagykockázat-vállalási korlát alapszabálya, hogy az egy ügyféllel vagy ügyfélcsoporttal szembeni összes követelés nem haladhatja meg a bank figyelembe vehető tőkéjének (eligible capital)⁹ 25%-át. Ez az általános szabály, de a bankközi piac sajátosságai, valamint a bankok egymás közti ügyleteinek a megkönnyítése érdekében az intézményekkel szembeni kitétségek esetében a CRR-ben ez a szabály azzal egészül ki, hogy a nagykockázat-vállalási korlát a figyelembe vehető tőke 25%-a és 150 millió euró közül a magasabbik összeg. Ez a szabály a gyakorlatban azt eredményezi, hogy ha egy bank figyelembe vehető tőkéje 600 millió eurónál (kb. 185 mrd Ft) kevesebb, akkor a számára az egy intézménnyel szembeni kitétsége meghaladhatja a 25%-ot, igaz, egy kiegészítő szabály miatt ez semmiképpen sem lehet magasabb, mint a figyelembe vehető tőkéjének a 100%-a. A pontos százalékos mértéket magának az intézménynek kell meghatároznia.

Az EU-tagállamokat megvizsgálva megállapítható, hogy eddig csak négy tagállam vezetett be 150 millió eurónál kisebb határértéket. Magyarországon erről még nem született meg a döntés, amit majd az MNB rendeletben fog meghatározni. Mivel a hazai hitelintézetekre is jellemző, hogy a 600 millió eurónál lényegesen alacsonyabb figyelembe vehető tőke mellett működnek, és Magyarországon csak öt olyan bank van, amelyik esetében a figyelembe vehető tőke meghaladja a 185 milliárd forintot, ezért megfontolandó lehet, hogy Magyarországon is bevezetésre kerüljön egy, a 150 millió eurónál alacsonyabb küszöbérték.

iv. SREP egységes alkalmazása több intézmény vonatkozásában: A CRD és ennek alapján a Hpt. is tartalmaz egy lehetőséget arra a nemzeti felügyeleti hatóságoknak, hogy a felügyeleti felülvizsgálati eljárás során bizonyos szempontokat egységesen alkalmazzanak több intézmény esetében is. Ennek tipikus példája az MNB által a SREP-folyamat kapcsán meghatározott és közzétett kockázatos

⁹ A figyelembe vehető tőke mértéke a szavatoló tőkén alapszik, de a számítása attól kis mértékben eltér.

portfoliók rendszere, amelyekre vonatkozóan az MNB egységesen, valamennyi intézmény vonatkozásában többlet-tőkekövetelményt ír elő (pl. balloon/bullet hitelek, többszöri átstrukturálás). Az EBA-hoz küldött adatok alapján csak kevés felügyeleti hatóság alkalmaz hasonló gyakorlatot, ebből a szempontból tehát a hazai SREP-eljárás mindenképpen szigorúbb és egyben transzparensőbb is, mint más EU-tagállamokban.

2.3. Egyéb nemzeti eltérések

A tágabb értelemben vett nemzeti eltérések közé sorolhatjuk azokat a jogszabályi előírásokat is, amelyek esetében nincs egységes EU-szabályozás, és a tagállamok szabadon dönthetnek kötelezettségek előírásáról.

Magyarország esetében különösen jellemző példa erre a deviza alapú hitelezés problémájának kezelése, amely a többi tagállamban lényegesen kisebb szabályozási jelentőséget kapott. Az EU-nak nincs egységes szabályrendszere a deviza alapú lakossági hitelezés visszaszorítására, arról csak egy Európai Rendszerkockázati Testület (European Systemic Risk Board – ESRB) által jegyzett ajánlás jelent meg, ami ráadásul lényegesen elkészt, és nem volt alkalmas a probléma kialakulásának a megelőzésére. A hazai lépések, ideértve különösen előbb a lakossági devizalapú hitelezés szigorítását, majd felfüggesztését, a végtörlesztést, a gyűjtőszámla bevezetését és a forintosítást, mind önálló kezdeményezések voltak, amelyek a lakosság árfolyam-kockázati kitettségének csökkentésén keresztül pozitívan járultak hozzá a hazai pénzügyi rendszer stabilitásához.

A lakossági deviza alapú hitelezésnek a sok káros hatása mellett azonban volt egy pozitív következménye is, amelynek hatására Magyarországon a korábbiakhoz képest jóval nagyobb figyelmet kaptak a fogyasztóvédelmi előírások, amelyek számos ponton szigorúbbak is, mint az EU-elvárások (pl. a jelzáloghitelezésre vonatkozó közös fogyasztóvédelmi szabályok bevezetésére az EU-ban csak 2016 márciusától lesz kötelezettség, de ezeknek a szabályoknak a túlnyomó többsége Magyarországon már évek óta hatályban van).

A fenti példákból is látszik, hogy az Európai Unióban a közös szabályozás mellett számos terület van, ahol lehet és kell is nemzeti részletszabályokat alkotni.

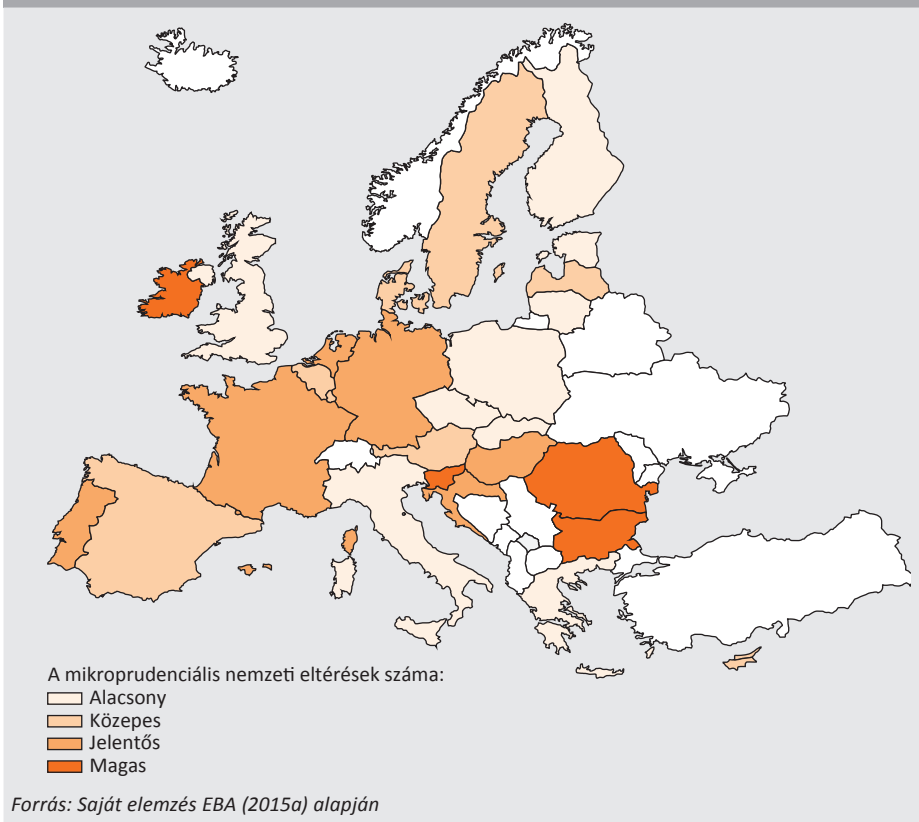
Számos egyéb példa is felhozható, ahol a közös szabályozás mellett lényeges eltérések is tapasztalhatóak a tagállami szabályozásokban, így például:

i. Társasági jog: egyes országokban a hazaihoz hasonlóan külön felügyeleti bizottság és igazgatóság működik, másoknál egyszintű az irányítási rendszer.

- ii. Adózás, illetékek:* a bankadó intézménye vagy a tranzakciós illeték nem minden EU-tagállamban került bevezetésre, és annak mértéke sem egységes, ráadásul a banki profitok adójában, valamint a foglalkoztatott munkaerő terheiben is lényeges eltérések vannak.
- iii. Számvitel:* az EU nem írta elő kötelezően az IFRS alkalmazását, az csak a tőzsdei nyilvános kibocsátók számára kötelező, de egyes országokban megkövetelik a bankoktól az IFRS alkalmazását, másokban továbbra is nemzeti számviteli jogszabályok működnek.
- iv. Polgári jog:* eltérések vannak a jelzálogjogok behajtásában és érvényesítésében, ez azért is fontos, mert a banki kockázatkezelésnek fel kell készülnie arra, hogy egy másik EU-tagállamban nyújtott jelzáloghitel esetében az adott országban érvényes jogszabályok alapján kell mérlegelnie a biztosítékként való elfogadás módját és a fedezet érvényesíthetőségét.
- v. Felügyelt intézményi kör:* különösen a shadow banking szektor fontosságának előtérbe kerülése miatt vált jelentőssé a tagállami felügyeletet által felügyelt intézmények köre. A pénzügyi vállalkozásokat például nem mindenhol felügyelik olyan szorosan, mint Magyarországon, de egyéb intézménytípusok esetében is állnak fent eltérések.
- vi. Pénzügyi és befektetési szolgáltatási tevékenységek elkülönítése:* a globális pénzügyi válság hatására több országban megkezdődött a törekvés e két tevékenység típus elkülönítésére. Az Európai Bizottság szintén foglalkozik a kérdéssel, de egységes és végleges jogszabály még nem alakult ki.
- vii. Harmadik ország hitelintézeti fióktelepe:* az EU-jogszabályok lehetővé teszik, hogy nem EU-tagállamban bejegyzett hitelintézet fióktelepet létesítsen egy tagállamban, de ennek a következményei már nem egyértelműen szabályozottak. Az EU jogszabályai csak azt írják elő, hogy egy ilyen fióktelepet nem lehet kedvezőbben kezelni, mint egy EU-tagállamból érkező fióktelepet. A gyakorlat azt mutatja, hogy az egyes tagállamokban eltérő prudenciális követelmények vonatkoznak a harmadik országból érkező banki fióktelepekre.
- viii. Felügyeleti felülvizsgálati folyamat:* a nemzeti felügyeleti hatóságok komoly eszköze maradt a hitelintézetek tőkekövetelmény-szabályozásában arra, hogy egyedileg mondhassák meg az egyes intézmények tőkekövetelményét. Bankcsoportok esetében a csoport szintű tőkekövetelmény-meghatározása végső soron minden esetben az anyaintézményt felügyelő hatóságnál van, de ha egy fogadó országbeli nemzeti hatóság az egyeztetések során ezt el tudja fogadtatni, akkor egy átlagosnál szigorúbb felügyeleti módszertan alkalmazásával elérheti, hogy

mind a csoporthoz tartozó, mind a csoporthoz nem tartozó intézményekre magasabb legyen a tőkekövetelmény, mint ami az EU valamely más tagállamában hasonló kockázati körülmények között lenne. A fogadó országok számára külön ösztönzést jelent a magasabb tőkekövetelmény előírására az, hogy a többlet tőke nagyobb biztosítékot jelent az intézmény működésében, a tőke felemeléséről azonban általában nem helyi, hanem csoport szinten gondoskodnak. A felügyeleti felülvizsgálati folyamat egységes alkalmazása érdekében az EBA 2014 decemberében ajánlást tett közzé, amely számos kérdésben (pl. a többlet-tőkekövetelmény meghatározását szolgáló határozat formája) egységesíti az EU-tagállamok felügyeleti hatóságainak eljárásait. A bankunió rendszerében pedig az ECB mint egységes európai felügyeleti hatóság biztosítja a felügyeleti felülvizsgálati folyamat egységes alkalmazását, de a bankunión kívül eső országok és hitelintézetek esetében még mindig nagy tér marad nemzeti eltérésekre.

1. ábra
Mikroprudenciális nemzeti eltérések alkalmazása országonként az EU-ban



3. Makroprudenciális intézkedések európai összehasonlításban

1.1. Az EU-tagországok rendelkezésére álló makroprudenciális eszközök köre

A rendszerkockázatok kezelésének alapját a globális prudenciális sztenderdeket meghatározó Bazel III ajánlás teremtette meg. A válság okainak és következményeinek elemzését követően a bázeli ajánlásoknak részévé vált a makroprudenciális eszköztár, amely a rendszerszinten jelentkező fertőző hatások, valamint a prociklikusság kezelését segíti elő. Az új bázeli elvárásoknak az uniós pénzügyi közvetítőrendszer és a belső piac működéséhez való igazítását, valamint a jogrendszerbe történő adaptációját az ajánlások szükséges módosításával, illetve fokozatos bevezetésével a CRDIV/CRR által nyújtott keretrendszer valósítja meg. E szabályozói csomagban jelentek meg először kifejezetten a pénzügyi stabilitást fenyegető rendszerszintű kockázatok megelőzésére vagy megfékezésére dedikált, EU-szinten harmonizált eszközök. Ezt megelőzően tagországi szinten viszonylag korlátozott volt az ilyen jellegű, jogszabályban rögzített beavatkozási lehetőségek köre.

Az egységes európai szabályrendszer keretein belül a következő, deklaráltan makroprudenciális eszközök használata lehetséges:

- i. Anticiklikus tőkepuffer (CRD 130. cikk):* tartása a többi tőkekövetelményen felül a hitelciklus állapotától függően írható elő annak biztosítása érdekében, hogy a hitelintézetek a gazdasági növekedés időszakában visszafogják hitelezési tevékenységüket és elegendő tőkét halmozzanak fel ahhoz, hogy stresszidőszakokban magasabb veszteségviselő képességgel rendelkezzenek, illetve kisebb legyen a hitelezési aktivitásuk csökkenése. A tőkekövetelményt elsődleges alapvető tőkével kell teljesíteni;
- ii. Rendszerkockázati tőkepuffer (CRD 133.cikk):* olyan nem szabályozott, nem ciklikus, rendszerszintű kockázatok megelőzése és csökkentése érdekében alkalmazható többlet-tőkekövetelmény, amelyek a pénzügyi rendszer zavarának veszélyét hordozzák. A tőkekövetelményt elsődleges alapvető tőkével kell teljesíteni;
- iii. Globális és egyéb rendszerszinten jelentős intézményekre (G-SII és O-SII) vonatkozó többlet-tőkekövetelmény (CRD 131.cikk):* a rendszerkockázatilag jelentős pénzügyi intézmények számára előírható tőkekövetelmény, amelynek célja, hogy ellenősztönözze az egyes intézmények túlságosan nagyra növekedését, mérsékelje a „too big to fail” problémából fakadó piaci torzulásokat, és veszteségnyelő kapacitásuk javításával csökkentse nemteljesítési valószínűségüket, illetve a fizetéseképtelenségük esetén bekövetkező lehetséges negatív externáliákat. A tőkekövetelményt elsődleges alapvető tőkével kell teljesíteni;

iv. Likviditási követelmények (Liquidity Coverage Ratio – LCR) előrehozott előrehozott bevezetése (*CRR 412. cikk*).

Amennyiben olyan változás következik be a pénzügyi rendszerszintű kockázatok intenzitásában, amely jelentős negatív következményekkel járhat az adott tagállam pénzügyi rendszerére és realgazdaságára nézve, a következő, különjárásban kezdeményezhető (bizottsági jóváhagyás szükséges) lehetőségek állnak a tagállamok rendelkezésére (*CRR 458. cikk*): (i) minimális szavatoló-tőke-követelmények emelése, (ii) nagykockázat-vállalásra vonatkozó követelmények szigorítása, (iii) tőkefenntartási puffer növelése, (iv) likviditási tartalékok szigorítása, (v) nettó stabil forrásellátottsági követelmények növelése, (vi) a kereskedelmi és lakossági ingatlanpiacon potenciálisan kialakuló eszközár-buborékok kezelésére szolgáló kockázati súlyok növelése, (vii) pénzügyi szektoron belüli kockázati súlyok emelése.

A fentiekén túl nemzeti jogszabályi alapon további makroprudenciális eszközök alkalmazhatók, mint például az adóssághék-szabályok, illetve a CRDIV/CRR szabályozási keretén kívüli likviditási szabályok.

1.2. Az EU-tagállamok makroprudenciális szabályozói aktivitása

Az ESRB a tagállamok, illetve az EGT egyéb országai által megküldött értesítések alapján rendszeresen monitorozza az EU-tagállamok makroprudenciális politikai intézkedéseit, és adatbázisban összegzi azokat. Elemzésünkhöz kiindulópontként az ESRB adatbázisának 2015. júliusi változatát (*ESRB 2015a*) használjuk, amelyben összesen 25 ország adatai szerepelnek.¹⁰

Az ESRB által számon tartott európai makroprudenciális intézkedések¹¹ jogi bázisának megoszlását tekintve az EU-jogszabályon alapuló lépések túlsúlya jellemző. Bár bizonyos európai államok már a harmonizált, EU-szintű prudenciális szabályozási keretrendszer kialakulása előtt is hoztak olyan intézkedéseket, amelyek a pénzügyi rendszer egészének stabilitását fenyegető kockázatokat voltak hivatottak szolgálni, a makroprudenciális politikai aktivitás 2014-től, a CRR/CRD hatályba lépésétől vált dinamikussá.

¹⁰ Az ESRB által kiadott összefoglalásból kimaradt országokról (notifikációt még nem küldők: Ausztria, Görögország, Portugália, Spanyolország, Izland; valamint az EGT-n kívüli Svájc) szóló releváns információkat a vonatkozó jegybankok honlapjairól gyűjtöttük össze. Magyarország esetében szintén kiegészítésre került az adatbázis. Magyarország esetében saját információinkra is támaszkodunk.

¹¹ Mivel a táblázat forrásai egyedi notifikációk, olyan tételek is előfordulnak benne, amelyek az országok makroprudenciális aktivitása szempontjából kevésbé relevánsak (például pufferráta negyedévenkénti szintentartásáról szóló értesítés, reciprocitás bevezetése vagy más, technikai jellegű lépések), ezért az összehasonlíthatósága érdekében az adatok megtisztítása elengedhetetlen. A nyers adatbázis tisztítása után összesen 25 ország közel 90 nemzeti makroprudenciális célú intézkedésének felhasználásával végezzük el a komparatív elemzést. A végső, általunk elemzett mintában az egyes országok által már alkalmazott, aktív vagy alkalmazott, de még nem aktív eszközök szerepelnek.

Ha a bevezetett makroprudenciális intézkedések számára hagyatkozunk, látható, hogy az Európai Unió „régí” tagállamainak aktivitása alacsonyabb a 2004 után csatlakozott országokéhoz viszonyítva: az új tagországok összességében 40%-kal több intézkedést hoztak eddig, mint a régiek. Az eltérést nagyrészt az újonnan csatlakozott országok eltérő kockázata, valamint a pénzügyi és a reálgazdasági ciklus régióként is különböző állása okozza.

A rendelkezésünkre álló, közel 70 db szabályozáson alapuló minta szerint a leggyakrabban addicionális tőkekövetelmény kivetésére kerül sor Európában, e tekintetben a nyugat-európai országok közül kiemelkedően aktív Dánia, Hollandia, valamint az Egyesült Királyság, a később csatlakozók közül pedig Csehország és Horvátország. A túlzott hitelkiáramlás korlátozására irányuló különböző intézkedések a teljes minta több mint egyharmadát teszik ki Európa-szerte, azon belül is a hitelfedezeti korlátok bevezetése a leggyakoribb, jelenleg 10 ország alkalmaz ilyen típusú eszközt. A hosszú távú likviditási kockázatokat célzó eszközök kevésbé elterjedtek Európában, míg a rövid távú likviditási rátákat számos ország alkalmazza.

Az egyes országok makroprudenciális gyakorlatáról a 2. táblázat ad áttekintő képet. A sötétebb cellák a már hatályos eszközöket jelzik, míg a világosabb cellák a már kommunikált, de még nem hatályos eszközöket mutatják. Elsődleges forrásként a lényeges intézkedéseket tartalmazó bejelentések alapján szűrt ESRB-adatbázist használtuk fel, ezenkívül az összeállításnál a hiányzó adatok esetében segítségünkre volt az egyes jegybankok honlapja is. A rövid távú likviditást szabályozó eszközök esetében az EBA nemzeti intézkedésekről szóló adatbázisa is figyelembevételre került. A makroprudenciális politika szempontjából nézve teljes mértékben inaktív országok (görög, portugál, spanyol) nem kerültek bele az összehasonlító táblázatba. A tőkefenntartási és CCB-tőkepufferek kapcsán kiemelendő, hogy 2016-tól minden ország esetében aktiválásra kerülnek, így nem mutatkozik majd lényeges különbség az aktivitásukban ezen a téren. Ezen tőkepufferek kalibrációs munkálatai Magyarországon is megkezdődtek.

2. táblázat

Makroprudenciális intézkedések az EGT országokban

	HU	BG	CZ	PL	RO	SK	CY	EE	HR	LT	LV	MT	SI	AT	BE	DE	DK	FI	FR	IE	IT	LU	NL	SE	UK	CH	IS	NO	
	CRDIV/CRR alapján																												
Tőke																													
Tőkefenntartási puffer																													
Rendszerkockázati tőkepuffer																													
Anticiklikus tőkepuffer																													
Globálisan rendszerszinten jelentős hitelintézetek azonosítása és tőkepuffere																													
Egyéb rendszerszinten jelentős hitelintézetek azonosítása és tőkepuffere																													
Kockázati súlyok szigorítása																													
Likviditás																													
Likviditásfedezeti szabályozás (LCR) szigorítása																													
Nemzeti hatáskörben																													
Adósságfék																													
Hitelfedezeti korlát (LTV)																													
Futamidő-korlátozás																													
Jövedelemarányos törlesztőteher (LTI, PTI, DTI, DSTI)																													
Hitelamortizáció szabályozása																													
Devizanem alapján differenciált adósságfék-mutatók																													
Likviditás																													
A mérlegben belüli denominációs eltérés szabályozása																													
Devizális és lejáratú eltérést szabályozó eszköz (hosszú távú likviditás)																													
Rövid távú likviditási előírás																													
Egyéb hosszú távú likviditási előírás (lejáratú eltérés szabályozása)																													
Intézkedések száma összesen	12	3	3	3	5	4	2	5	5	3	4	1	1	1	1	2	5	3	2	4	2	3	7	5	5	1	1	5	

Forrás: ESRB (2015a) alapján
 Megjegyzés: Görögország, Portugália és Spanyolország az intézkedések hiánya miatt nem szerepel a táblázatban.

1.2.1. A CRDIV és a CRR által biztosított makroprudenciális eszközök

Az EU-s, harmonizált jogszabályon alapuló makroprudenciális eszközök használata inkább a régi tagállamok esetében jellemző. A nyugat-európai országok makroprudenciális eszközeit áttekintve kitűnik a skandináv országok aktivitása. A térségben jelenleg erősek a túlzott hiteláramlásból és tőkeáttételből fakadó kockázatok, ezért számos olyan intézkedés született a közelmúltban, amely ezek mérséklését célozza. Svédország például azon kevés tagállamok közé tartozik, amely élt azzal a lehetőséggel, hogy az anticiklikus tőkepuffer képzését már az Európai Unió által kötelezően megszabott határidő előtt előírja. Az EU-n belül egyedüliként döntött 2015. július 1-jétől a 0%-nál magasabb CCB-ráta mellett, így a svéd bankokra a minimum-tőkekövetelményen felül a kockázattal súlyozott kitettségi értékük 1%-ának megfelelő többlet-tőkekövetelmény vonatkozik.

Az európai viszonylatban kevésbé aktív makroprudenciális politikát folytató Benelux-államok gyakorlatából a holland példát célszerű kiemelni. Hollandia számára – bankrendszere szerkezetéből adódóan – kiemelten fontos, hogy komoly hangsúlyt helyezzen a rendszerkockázatok strukturális dimenziójának kezelésére, ezért elsőként között írta elő a rendszerszempontról meghatározó pénzügyi intézményekre előírható többlet-tőkekövetelményt, az O-SII puffert. A jelentősnek kijelölt bankoknak ezen túl további, a rossz irányba ható ösztönzők ellensúlyozását célzó addicionális puffert is tartaniuk kell, ugyanis a rendszerkockázati tőkekövetelmény bevezetéséről szintén döntés született, már 2014-ben. Miután azonban az SRB nem csak a hazai kitettségekre került előírásra, a két tőkepuffer közül csak az egyik, a magasabb alkalmazandó.

Magyarország az európai szabályrendszer keretein belül bevezetendő többlettőke előírásra vonatkozó eszközöket jellemzően a CRDIV/CRR-ben meghatározott ütemezés alapján fogja alkalmazni. A tőkefenntartási puffer és az anticiklikus tőkepuffer 2016-ban kerül bevezetésre, az ehhez szükséges kalibrációs munkálatok jelenleg is zajlanak. A likviditásfedezeti követelmények (LCR) tekintetében itthon az első országok között kerül emelésre a minimális előírás (2016 áprilisától 100%-ra), valamint a rendszerkockázati tőkepuffer (SRB) is kivetésre kerül a problémás projekthitelekkel eredő kockázatok kezelése érdekében.

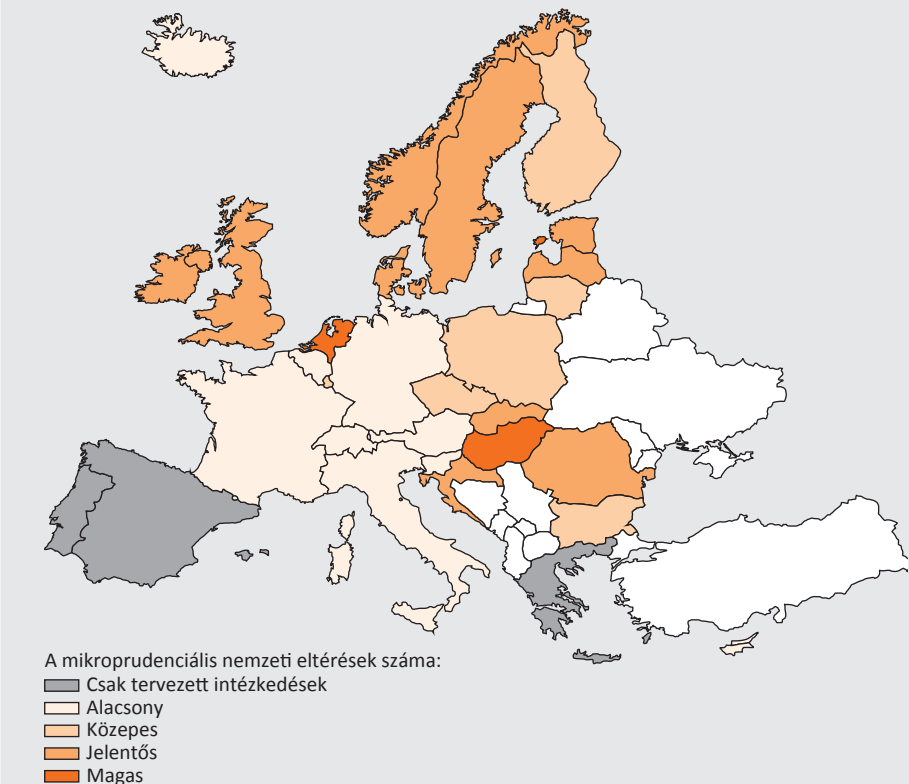
1.2.2. A nemzeti jogszabályi bázison alapuló makroprudenciális eszközök

A nemzeti hatáskörbe tartozó eszközök alkalmazása elsősorban a kelet-közép-európai régióra jellemző, ahol főként az adósságfék-szabályok terjedtek el szélesebb körben. Ez a trend nem új keletű: a fejlettebb gazdaságok a válság előtti időkből is alacsonyabb aktivitást mutattak ezen eszközök alkalmazásában, mint a fejlődő országok, a régió országait is beleértve (*Dumicic 2014*). A válság hatására azonban az adósságfék-szabályok és a likviditási előírások a kelet-közép-európai régió kivül és a skandináv térség országaiban is elterjedtek. Ezekben az országokban főként

hitelfedezeti korlátok bevezetésére, a hitelamortizáció szabályozására és rövid távú likviditási előírásokra találni példát. A pénzügyi válság tapasztalatai tehát minden országot a magasabb szintű szabályozói aktivitás felé tereltek, azonban a keleti régió továbbra is aktívabb maradt a nemzeti hatáskörben alkalmazott eszközök tekintetében, mint a nyugati országok.

Magyarország az elmúlt időszakban aktívan élt a nemzeti hatáskörben rendelkezésre álló makroprudenciális szabályozói eszközökkel. A hitelfelvételi korlátok bevezetése ugyan elterjedt a régió országai között, azonban a visegrádi országok között a jövedelem arányában jelenleg csak Magyarország korlátozza a törlesztő összeg mértékét (miután a lengyelországi szabály visszavonásra került). A leginkább azonban a likviditási előírások tekintetében tűnik ki a hazai szabályozási gyakorlat. Az európai jogszabályi környezetben a likviditásfedezeti mutató (LCR) kivételével még nem kerültek véglegesítésre a likviditási előírások, és a régióban egyelőre nem jellemző sem ezek, sem pedig a devizális eltérést szabályozó intézkedések nemzeti hatáskörben való alkalmazása. A nemzetközi szabályozói környezet ezen ideiglenes

2. ábra
Az EGT országainak makroprudenciális politikai aktivitása



Forrás: Saját elemzés ESRB (2015a) alapján

hiányosságát ellensúlyozó hazai likviditási szabályokkal tehát Magyarország kitűnik a régiós mezőnyből is: a hosszú távú devizalikviditás megfelelő mértékének biztosítása a devizafinanszírozás-megfelelési mutatón (DMM) keresztül, a denominációs eltérésre alkalmazott limit előírása a devizaegyensúly-mutatón (DEM) keresztül, valamint a hazai devizában mért lejárat eltérés kockázatainak kezelése a jelzáloghitelfinanszírozás-megfelelési mutatón (JMM) keresztül egyedi makroprudenciális intézkedéseknek számítanak.

4. Az egyes országok szabályozói aktivitása a kockázatok alakulásához képest

Prudenciális szabályok nemzetközi összehasonlításáról ezidáig viszonylag kevés átfogó tanulmány született, ami egyrészt a téma újdonságával, másrészt a keresztmetszeti adatokhoz való nehéz hozzáféréssel magyarázható. A legtöbb szerző az IMF által jegyzett GMPI (Global Macroprudential Policy Instruments) adatbázisra támaszkodik, amely a felmérésben résztvevő országok hatóságaitól származó információkat tartalmazza. Európai viszonylatban jelenleg az EBA és az ESRB szűkebb fókuszú adatbázisai érhetőek el, s jelenthetnek megfelelő kiindulási pontot. Az utóbbi, tagállami notifikációkból felépülő adatbázisok napjainkra érnek el olyan tartalmi telítettséget, hogy feldolgozásukkal újabb tapasztalatokat lehessen nyerni. Miután az eddig publikált elemzések (*ESRB 2015b; EBA 2015b*) az EU-tagállamok szabályozói magatartását ugyan különböző aspektusból, de csupán önmagukban vizsgálják, jelen fejezetben egy plusz-dimenziót bekapcsolva, nevezetesen az egyes országok kockázati profilját is megvizsgálva osztályozzuk a prudenciális gyakorlatot. A bankszabályozási aktivitást az országok kockázati profiljához viszonyítva az alábbiak alapján értékeljük ki:

Első lépésként a prudenciális szabályozás intenzitását számszerűsítettük, amihez az előzőekben vázolt, szigorító mikroprudenciális (mivel ezek jelentik a kockázatokra adott szabályozói választ), valamint a makroprudenciális intézkedések számát használva egy összefoglaló mérőszámot képeztünk. A szigorító beavatkozások számának függvényében 1-től 4-ig terjedő skálán szabályozási kategóriákat alakítottunk ki, ahol 1 a leginkább szigorú, 4 a legkevésbé szigorú szabályozói aktivitást jelenti. (Az országok osztályozását lásd a mellékletben.) Fontos megjegyezni, hogy ezáltal kizárólag számosság alapján határoztuk meg a szabályozói aktivitást, mintegy egyenértékűnek tekintve az egyes szabályozói eszközök fontosságát. A gyakorlati tapasztalatok alapján a számosság összességében jó viszonyítási alapot ad az összehasonlításra, az egyes szabályozói eszközök fontosság vagy más szempont szerint való súlyozásával szükségtelenül válna bonyolultabbá a módszertan. Ki kell emelni továbbá azt is, hogy a besorolásunk alapját képező források csak a szűkebb értelemben vett prudenciális eszközöket tömörítik.

Második lépésben a kockázatok szintje került meghatározásra, amihez az ESRB kockázati térképének módszertanát követve (*ESRB 2015c*) egy kompozit indikátort állítottunk össze minden ország esetében. Az egyedi indikátorok kiválasztásakor egyfelől az ESRB által definiált négy közbülső makroprudenciális cél (illetve az általuk kezelt piaci kudarcok) lefedésére törekedtünk, másrészt egy, a makrogazdasági kockázatokat megjelenítő mutató is bevonásra került. Forrásként az Európai Központi Bank (*ECB 2015*), valamint a Nemzetközi Valutaalap (*IMF 2015*) statisztikáit használtuk fel, még pedig úgy, hogy az egyes kockázati mérőszámok tekintetében 2012–2014 közötti év végi adatok átlagaival számoltunk.

Az aggregált kockázati mutató összeállításánál a következő indikátorokat használtuk fel: *(i)* a nemteljesítő hitelek aránya a teljes hitelállományhoz képest, *(ii)* a devizahitelek aránya a háztartási és a vállalati hitelportfólió arányában, *(iii)* a nem pénzügyi vállalatok hitelezésének növekedési üteme, *(iv)* a háztartások adósságrátája (a bruttó elkölthető jövedelem arányában), *(v)* a hitel/betét mutató, *(vi)* az ország pénzügyi külső sérülékenysége.

Az így adódó egyedi kockázatok a szabályozói aktivitás besorolásával analóg módon, szintén négy kategóriába kerültek besorolásra, ahol 1 a legmagasabb, 4 pedig a legalacsonyabb kockázati szintet jelenti. Ezen kockázati mérőszámok átlagából került megállapításra a kompozitmutató, amely így szintén 1-től 4-ig kategorizálja az előbbieket szerint az országokat, összesített kockázataik alapján. A jelentős kockázatok megfelelő kezelésének nagyobb fontosságot tulajdonítottunk, ezért a legalább három jelentős (1-es besorolású) kockázattal rendelkező országok automatikusan az 1-es összesített kockázati kategóriába kerültek. (Az országok kockázati profilját tartalmazó összehasonlító táblázatot lásd a mellékletben.)

Elemzési keretként négy országcsoportot különítettünk el, a két dimenzió mentén csoportosítva az országokat. Mindkettő esetében az 1-es és a 2-es kategóriába esőket „magas”, a 3-as és a 4-es kategóriába eső országokat pedig „mérsékelt” kockázatúnak, illetve aktivitásúnak tekintettük. A csoportosítás kapcsán fontos jelezni, hogy a különböző csoportok közötti határok sokszor nem élesek, ráadásul a csoportok összetétele is dinamikusan változhat. Magyarország például napjainkra már inkább a „Proaktív” csoportba tartozik, miután a kockázatok kezelése mára nagyrészt megtörtént, azonban a besoroláshoz a megelőző három év kockázati szintje került felhasználásra. Ennek megfelelően az értékelést leginkább egy „pillanatfelvételnék” érdemes tekinteni.

3. táblázat
A szabályozói aktivitás és a kockázatok szintjének alakulása az EU országokban

		Szabályozói aktivitás			
		Magas		Mérsékelt	
Kockázatok szintje	Magas	Magyarország Bulgária Horvátország Románia	Dánia Írország	Görögország Olaszország Portugália	Spanyolország Ciprus Ausztria
	Mérsékelt	Szlovákia Lettország Észtország	Svédország Hollandia Egyesült Királyság	Csehország Németország Lengyelország Litvánia Szlovénia	Málta Franciaország Finnország Luxemburg Belgium

Forrás: Saját elemzés ESRB (2015a), EBA (2015a), ECB (2015) és IMF (2015) alapján

Az ezen módszertan alapján vizsgált országok között jelentős különbségek láthatóak a relatív aktivitás tekintetében:

i. „Aktívak”: Az első csoportba olyan országok kerültek, amelyek esetében jelentős kockázatok fenyegetik a pénzügyi rendszer stabilitását, és ezen kockázatok kezelése érdekében aktív szabályozói magatartással lép fel a szabályozó. Ide tartoznak a devizahitelezéssel leginkább terhelt és ennek kockázatait aktívan kezelő kelet-közép-európai országok, valamint Dánia és Írország. Az átlagosan magasabb aktivitás a közép-kelet-európai régióban elsősorban a nyugati országokétól eltérő kockázati profilnak köszönhetően alakult ki. A válság előtti időkből a régióban jellemző gazdasági optimizmus, a nagyfokú likviditással és az alacsony nemzetközi kamatkörnyezet miatt kialakult hozamkereséssel („search for yield”) társítva a befektetőket természetesen a látszólag stabil gazdasági növekedést produkáló, de magasabb hozamokkal kecsegtető új EU-tagállamok felé terelte. A beáramló tőke (sokszor anyabanki források formájában) a növekvő hitelkihelyezéssel keresztül hozzájárult a gazdasági növekedéshez, azonban számos kockázattal is járt (*Dumicic 2014*). A túlzott mértékű hitelkiáramlás (amely a régióban jellemzően a jelzálogfedezetű hitelek piacán csapódott le) és a kontrollálatlan kockázatvállalás rendszerszintű kockázatok kialakulásához vezetett: felhajtotta az ingatlanárakat, eszközár-buborékot gerjesztve, valamint a hitelek minőségének erodálódását okozta (*Lim et al. 2011*).

Jelentős kockázatot okozott a régióban a devizahitelezés elterjedése, amely a legtöbb fogyasztó esetében árfolyamkockázati szempontból „fedezetlen” volt: a fogyasztók devizabevétel hiányában nem rendelkeztek természetes fedezettel (*OENB 2010*). Ezek a hitelek tovább fűtötték az amúgy is gyors hitelkiáramlást, valamint egy árfolyamsokk esetében felerősítették a portfólióminőség romlását. Az ennek nyomán a válság óta tartóan fennálló, rendszerszintű nemteljesítési

és túlzott eladósodottsági kockázatok kezelése és megelőzése miatt a régió országaiban számos adósságfék-szabályozás született.

ii. „Passzívak”: Ezen csoport tagjainak szintén komoly rendszerszintű kockázatokkal kell szembenéznük, azonban szabályozói aktivitásuk elmarad a kockázatok megfelelő kezeléséhez szükséges szinttől. Jól jellemzi a csoportot, hogy ide tartoznak a jelentős gazdasági problémákkal terhelt mediterrán országok: Görögország, Olaszország, Spanyolország és Portugália is. A közismert makrogazdasági gondok mellett ezen országok pénzügyi közvetítőrendszerét is számos kockázat terheli. Mindegyik országban problémát jelentett a túlzott hitelkiáramlás a vállalati szegmensben, valamint a lakosság eladósodottsága is sokszor túlzott méreteket öltött. Ennek köszönhetően a nemteljesítő hitelállomány átlagosan jóval 10% (ECB 2015) felett alakul ezekben az országokban is, a közép-kelet-európai régióhoz hasonlóan. Tovább fokozza a pénzügyi közvetítőrendszer sérülékenységét az éven belül visszafizetendő külső adósság jelentős mértéke. Ezen kockázatok ellenére ezen országokban még nem születtek érdemi, a pénzügyi stabilitást erősítő, kockázatkezelő szabályozói lépések. *Houben–Kakes (2013)* kiemeli, hogy a megfelelő makroprudenciális eszközök (pl. addicionális tőkekövetelmények a későbbi veszteségek elnyelésére Olaszországban, Portugáliában és Spanyolországban, illetve adósságfék-szabályok az ingatlanár-buborék megelőzésére Spanyolországban) bevezetése mind a kockázatok kialakulásának visszafogásában, mind pedig a későbbi veszteségek minimalizálásában jelentős szerepet játszhatott volna a csoport tagjainál.

iii. „Proaktívak”: A kevésbé kockázatos országok közt számos olyan van, amely preventív szemlélettel, proaktív módon próbálja megelőzni a kockázatok későbbi kialakulását: ide tartozik a balti országok közül Lettország és Észtország, illetve a nyugat-európai országok közül Svédország, Hollandia és az Egyesült Királyság. Ezen országok természetesen nem teljesen kockázatmentesek, azonban nem terheli őket a közép-kelet-európai régióra jellemző, tartósan magas nemteljesítő hitelállomány, illetve a mediterrán országokat sújtó makrogazdasági sérülékenység sem.

A két balti országban a devizahitelezés súlyos kockázatokat okozott, azonban az eurózónához való csatlakozással a fogyasztókat terhelő árfolyamkockázat is megszűnt. A csoport országaiban a legsúlyosabb kockázatot a túlzott (elsősorban lakossági) hitelkiáramlás jelentette. Ennek megfékezésére azonban jellemzően adósságfék-szabályok is bevezetésre kerültek ezen országokban, így ezen kockázatok is megfelelően kezelve lettek (ECB 2014). Ezenkívül főképp rövid távú likviditási követelményeket írtak elő a likviditási kockázatok kialakulásának megelőzése érdekében.

iv. „Kivárók”: Az alacsonyabb kockázati szinttel rendelkezők között található ugyanakkor olyan országok, amelyek kevésbé fókuszálnak a prevenció intézkedésekre jelenleg. A közép-kelet-európai régió országai közül Csehország és Lengyelország is idetartozik, valamint a jelentős nyugat-európai országok közül Németország és Franciaország.

Az előző csoporthoz hasonlóan itt sem beszélhetünk teljes kockázatmentességről, azonban a kockázatok szintje itt is alacsonyabb. A csoportba tartozó nyugat-európai országok esetében például leginkább a túlzott eladósodottság, illetve a pénzügyi rendszer külső sérülékenysége jelent kockázatokat, azonban jelenleg kezelhető mértékben. Az idetartozó közép-kelet-európai országok pedig szintén a túlzott devizahitelezés problémájával szembesültek, viszont a háztartási jövedelmi viszonyok alakulása, a devizahitelek denominációja, illetve a banki kamatfelár-gyakorlatok miatt nem alakultak ki esetükben a magyarországihoz hasonló kockázatok. Jól mutatja ezt Lengyelország példája, ahol a mintegy 500 ezer fogyasztót érintő svájci frank hitelállomány a háztartások jövedelemnövekedése és a banki kamatok CHF LIBOR-kamatlábval való együttmozgása jelentősen mérsékli a devizahitelekből eredő rendszerkockázatokat (NBP 2015). Emiatt a lengyel parlament által elfogadott konverziós törvény csak bizonyos feltételekhez kötötte, a leginkább rászorulóknak számára teszi lehetővé a háztartási devizahitelek konverzióját.

Annak ellenére, hogy a makroprudenciális mandátummal felhatalmazott hatóságok is megfelelően felálltak a csoporthoz tartozó legtöbb ország esetében, a konkrét kockázatkezelő intézkedések még jórészt váratnak magukra. Ez egyben azt is jelenti ezen országok szabályozói hatóságai számára, hogy a potenciális kockázatok felmerülése esetén gyorsabb és nagyobb mértékű beavatkozás lehet szükséges a jövőben, mint ami megfelelő felkészülés és preventív intézkedések esetén indokolt volna.

5. Konklúzió

Az EU prudenciális szabályozásának újragondolásakor a rendeleti forma a teljes egységesítés irányába hatott, azonban a CRDIV irányelvként maga is ad lehetőséget nemzeti szintű eltérésre, valamint ezenfelül további szabadságot biztosít a tagállamok számára az opciók és nemzeti diszkréciók lehetősége. Ezen nemzeti eltérések célja a finomhangolás az egységes európai kereten belül, a nemzeti piacok és intézményi sajátosságok figyelembevétele mellett.

A nemzeti hatáskörben meghozott szabályozói döntések lehetősége mind mikro-, mind pedig makroprudenciális oldalon adott, illetve gyakran alkalmazásra is kerül a tagállamok által. Nagyobb horderejű azonban a makroprudenciális eszköztár adta differenciálási lehetőség, hiszen itt a piac egészére nézve állapíthatnak meg a tagállamok vagy a nemzeti hatóságok – jelen fázisban a szigorítás irányába ható

– többletkövetelményeket nagyon jelentős nagyságrendekben (lásd többlet-tőke-követelmények kivetésének spektruma).

Az egyes országok kockázati profiljukhoz mért szabályozói gyakorlata jelentős különbségeket mutat az EU-ban, ami alapján jól elkülöníthető országcsoportok jelölhetőek ki. Számos, komoly rendszerkockázat – főként a kelet-közép-európai országban – veszélyezteti a pénzügyi rendszer stabilitását, ezért több eszköz bevezetésre került. Ezzel szemben léteznek olyan tagállamok (például Görögország, Spanyolország, Olaszország, Portugália), amelyek ugyan szintén komoly kockázatokkal szembesülnek, ennek ellenére szerény mértékben avatkoznak be a folyamatokba. A viszonylag alacsonyabb mértékű szabályozói beavatkozás máshol is jellemző, összesen tíz olyan ország azonosítható, melyek esetében a mérsékelt aktivitás ugyan betudható a rendszerkockázatok alacsony szintjének, azonban ez a jövőbeli kockázatok esetleges felmerülésekor nagyobb mértékű beavatkozást tehet szükségessé. Végezetül, több ország (többek közt az Egyesült Királyság, Hollandia és Svédország) inkább preventív szemlélettel törekszik a potenciális kockázatok kialakulásának megelőzésére.

Magyarország mind a mikro-, mind a makroprudenciális szabályozói eszközök terén a legaktívabb országok között van. A mikroprudenciális szabályozásban ez az aktivitás mind enyhíthető, mind pedig szigorító jellegű nemzeti eltérésekben megmutatkozik. Jellegéből fakadóan a hazai makroprudenciális szabályozás jellemzően szigorúbb intézkedések alkalmazását jelenti. Fontos kiemelni azonban, hogy a nemzeti hatáskörben bevezetett előírások magas száma, a régió belüli erőteljesebb aktivitás elsősorban a rendszerkockázatok jelentős számának köszönhető. Annak ellenére, hogy a lakossági jelzáloghitelek konverziója, valamint számos további kormányzati és jegybanki lépés jelentősen mérsékelte a bankrendszeri kockázatokat, a még fennálló kockázatok (pl. a problémás projekthitelek állománya) és a forintosítás után fellépő új kockázatok (a forint lejáratú eltérés számottevő emelkedése és a mérlegen belüli denominációs eltérés magas mértéke) aktív szabályozói hozzáállást indokolnak.

Felhasznált irodalom

CEBS (2009): *CEBS's second advice on options and national discretions*. <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/16106/Follow-up+advice+on+national+discretions.pdf>, Letöltés dátuma: 2015. július 10.

Dumicic, M. (2014): *Macroprudential Policy in Central and Eastern European Countries – Is There Something We Should Learn?* Paper Presented at the 20th Dubrovnik Economic Conference.

EBA (2015a): *Overview of options and discretions set out in Directive 2013/36/EU and Regulation (EU) N° 575/2013*. <http://www.eba.europa.eu/supervisory-convergence/supervisory-disclosure/options-and-national-discretions>, Letöltés dátuma: 2015. augusztus 15.

- EBA (2015b): *Report on the range of practices regarding macroprudential policy measures communicated to the EBA.* <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/950548/EBA+report+on+the+range+of+practices+regarding+macroprudential+policy+measures.pdf>. Letöltés dátuma: 2015. július 31.
- ECB (2014): *Financial Stability Review – May 2014.* <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/financialstabilityreview201405en.pdf?b9ad281efe7751025dd1bb9b6673e07c>, Letöltés dátuma: 2015. szeptember 21.
- ECB (2015): *Statistical Data Warehouse.*, <http://sdw.ecb.europa.eu/> Letöltés dátuma: 2015. október 5.
- ESRB (2015a): *National measures in the EU/EEA notified to the ESRB, or of which the ESRB is aware, and that are of macro-prudential interest.*, <https://www.esrb.europa.eu/mppa/html/index.en.html>, Letöltés dátuma: 2015. szeptember 1.
- ESRB (2015b): *A review of macro-prudential policy in the EU one year after the introduction of the CRD/CRR.* https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/150625_review_macroprudential_policy_one_year_after_intro_crdocrr.en.pdf, Letöltés dátuma: 2015. augusztus 26.
- ESRB (2015c): *ESRB Risk Dashboard - Sept 2015.* https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/dashboard/20150924_rdb_external.pdf?20cf067088a085ef6099272321907898, Letöltés dátuma: 2015. október 26.
- Houben, A. – Kakes, J. (2013): *Financial imbalances and macroprudential policy in a currency union.* DNB Occasional Studies, II. (5.).
- IMF (2015): *Financial Soundness Indicators Database.*, <http://data.imf.org/?sk=9F855EAE-C765-405E-9C9A-A9DC2C1FEE47>, Letöltés dátuma: 2015. október 6.
- Lim, C. – Columba, F. – Costa, A. – Kongsamut, P. – Otani, A. – Saiyid, M. – Wezel, T. – X. Wu (2011): *Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them?* IMF Working Paper, WP/11/238
- MNB (2014): *Pénzügyi Stabilitási Jelentés - 2014.* november. Letöltés dátuma: 2015. október 3.
- NBP (2015): *Financial Stability Report – January 2015.* 35–38., <http://www.nbp.pl/en/systemfinansowy/fsr201501.pdf>, Letöltés dátuma: 2015. szeptember 14.
- OENB (2010): *Financial Stability Report - December 2010.* Oesterreichische Nationalbank. http://www.oenb.at/dms/oenb/Publikationen/Finanzmarkt/Financial-Stability-Report/2010/Financial-Stability-Report-20/chapters/fsr_20_special_topic_01_tcm16-214489.pdf, Letöltés dátuma: 2015. október 3.

Melléklet

1. táblázat
A főbb kockázatok mértéke és a bevezetett szabályozói intézkedések számossága az EU országaiban

	HU	CZ	DE	LV	PL	EE	LT	LU	BG	AT	DK	RO	SK	MT	NL	UK	SE	FR	FI	SI	BE	HR	GR	IT	IE	PT	ES	CY
Szabályozói intézkedések	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red
Kockázati profil	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red
Nemteljesítő hitelek aránya	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red
Vállalati devizahitelek aránya	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red
Háztartási devizahitelek aránya	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red
Nem pénzügyi vállalatok hitelezése	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red
A háztartások adósságrátája	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red
Hite/betét mutató	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red
Külső pénzügyi sérülékenység	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red	Red

Forrás: Saját elemzés ESRB (2015a), EBA (2015a), ECB (2015) és IMF (2015) alapján
Megjegyzés: A nem pénzügyi vállalatok hitelezését a hitelezés növekedési ütemén keresztül vizsgáltuk. A háztartások adósságrátája a bruttó elkölthető jövedelem arányában került mérésre. A külső pénzügyi sérülékenység az éven belüli lejáratú külső adósságnak a GDP-hez mért arányaként értendő.

Jelmagyarázat:

Színkód	Szabályozói aktivitás	Kockázatok
1	erősen aktív	nagyon kockázatos
2	közepes aktivitás	közepesen kockázatos
3	alacsony aktivitás	kevésbé kockázatos
4	nem aktív	nem kockázatos

Kamatszint a változó kamatpolitika tükrében Magyarországon 1924 és 2015 között – Hogyan jutott el a jegybanki alapkamat a historikusan alacsony kamatszintekig?

Madarász Annamária – Novák Zsuzsanna

A tanulmány Magyarország kamatpolitikáját vizsgálja 1924 és 2015 között, különös tekintettel a jegybanki alapkamat szerepére és hatásaira. Bemutatja az időszakot jellemző gazdasági – főként inflációs – környezet változásait, majd három nagyobb időszakra bontva veszi számba az MNB 1924-es alapítása óta megvalósult jelentősebb kamatpolitikai és a jegybanki eszköztárat érintő lépéseket az adott időszak monetáris politikai keretfeltételei között. A tanulmány célja, hogy a megfelelő keretben elhelyezett kamatpolitika vizsgálata alapján rámutasson arra, hogy a jegybanki kamatok szerepe hogyan nyert egyre nagyobb jelentőséget a jegybank antiinflációs politikájában, és történetileg elhelyezze a 2012 augusztusában elkezdett kamatcsökkentési ciklus végén kialakuló és jelenleg is érvényben lévő 1,35 százalékos alapkamat szintet.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E40, E42, E52

Kulcsszavak: monetáris politika, kamatpolitika, historikus kamat

1. Bevezető

Bár alapítása óta a jegybank alapvető, kiemelt feladata az árstabilitás elérése és fenntartása, az utóbbi 90 évben voltak olyan időszakok, amikor nem elsődleges célként tekintett a jegybank a fogyasztói árak visszafogására, illetve nem a jegybanki kamatpolitikával törekedett az infláció stabilizálására. Az MNB alapítását követően a hazai monetáris politika, azon belül is főként a kamatpolitika számos változáson esett át, míg a napjainkban ismert gyakorlat kialakult. A jegybank működésének kezdeti éveiben az MNB kamatpolitikája elsődlegesen a kereskedelmi váltók leszámítolását jelentette, így az irányadó kamatok szerepét a leszámítolási és a kölcsönüzleti kamatlábak töltötték be. A nagy gazdasági világválság miatt bekövetkező kamatemelések korrekcióját követően a második világháborúig stabilan alakultak a kamatok. A szocialista tervgazdaság időszakában nem volt egyértelműen kitüntetett jelentőségű jegybanki alapkamatként megjelölt referenciárata, mint ahogy

független monetáris politika sem létezett. A kétszintű bankrendszer bevezetéséig jegybanki alapkamat hiányában szerteágazó referenciakamatokkal volt jellemezhető Magyarország. A jegybank esetenként ugyan meghatározott vállalati hitelkamatokat, de azok mellett jelentős szerepet töltek be a jogszabályokban államilag rögzített kamatmértékek. 1987 óta egyetlen jegybanki alapkamat létezik, melyet az MNB határoz meg, igaz, a kétszintű bankrendszerre történő áttérés óta az irányadó eszköz többször is megváltozott.

Az elmúlt években alacsony globális inflációs környezettel, mérséklődő inflációs várakozásokkal és döntően lefelé mutató inflációs kockázatokkal szembesült a hazai monetáris politika. Ilyen feltételek mellett az inflációs cél elérése érdekében a Magyar Nemzeti Bank 2012 óta expanzív monetáris politikát folytatott. A 2012-ben megkezdett kétéves kamatcsökkentési ciklust 2015 márciusában a jegybank újraindította, majd júliusban lezárta, így az irányadó ráta – az összehasonlíthatóság módszertani korlátai mellett – elérte az MNB 90 éves történetének legalacsonyabb, 1,35 százalékos szintjét.¹

2. Jegybanki kamatok és infláció 1924 és 1947 között

A Magyar Nemzeti Bank törvényileg a létesítéséről és szabadalmáról rendelkező 1924. évi V. törvény cikk 1924. április 26-ai hatálybalépésével jött létre. Az *önálló jegybank létrehozását* a háború után az újjáépítés és gazdasági stabilizáció céljára folyósított népszövetségi kölcsön feltételül szabták, melynek gondozása az állami számlák vezetésével és a fennálló államadósság kezelésével együtt az MNB feladata lett. Az MNB az egyensúlyteremtő intézkedések részeként az angol fonthoz kötötte a hazai fizetőeszköz árfolyamát, melyet 1925-ben aranyalapra helyeztek, amivel a korona (majd 1926-tól a pengő) is aranyalapú valutává vált (*MNB 2002*). A jegybank feladatai között megjelent a *nemzeti fizetőeszköz stabilizációjának megteremtése és fenntartása* mellett a pénz- és hitelkínálat, ezen belül a kereskedelmi bankok által felszámított kamatok monetáris eszközökkel történő befolyásolása. A jegybank hitelpolitikája keretében elsődlegesen a kereskedelmi váltók leszámítolását használta² monetáris politikai eszközként, és a *leszámítolási, valamint a kölcsönüzleti kamatlábak*³ töltötték be az irányadó kamat szerepét (*Botos 1999:41*). Ezek a kamatlábak a mai terminológia szerinti jegybanki fedezett hitelek kamatlábjának feleltethetőek

¹ Jelen tanulmány a „Madarász Annamária – Novák Zsuzsanna: Historikus mélyponton a magyar alapkamat” szakmai cikke alapul.

² A jegybank nem áruügyleten alapuló ún. pénzügyi váltók leszámítolását csak meghatározott esetekben vállalta, de kereskedelmi váltókat nem kizárólag pénzintézetek nyújthattak be leszámítolásra a jegybankhoz (hanem cégek adott köre is). 1925-től közraktári jegyek leszámításával és kézizálog fedezete mellett folyósított hitelekkel egészült ki a jegybank kihelyezési tevékenysége.

³ A leszámítolási kamatláb a 92 napnál rövidebb lejáratú váltókra, közraktári zálogjegyekre és értékpapírokra vonatkozott, míg a kölcsönüzleti kamat az államjárdékok, kincstári utalványok, királyi állami pénztárjegyek fedezetére felvett lombardhitelekre.

meg. A kereskedelmi bankok kamatpolitikáját azonban a jegybanki kamatdöntéseken felül behatárolták az 1919-től érvényben lévő és időről időre megújított ún. Bankközi Megállapodások is – melyek előzményeül az 1908-ban megkötött kartell jellegű megállapodás szolgált –, melyet a legnagyobb tőkeerővel rendelkező bankok és takarékpénztárak kötöttek meg az üzleti feltételek, elsősorban a betéti kamatok és általában az ügyfeleknek nyújtott kedvezmények korlátozása céljából.

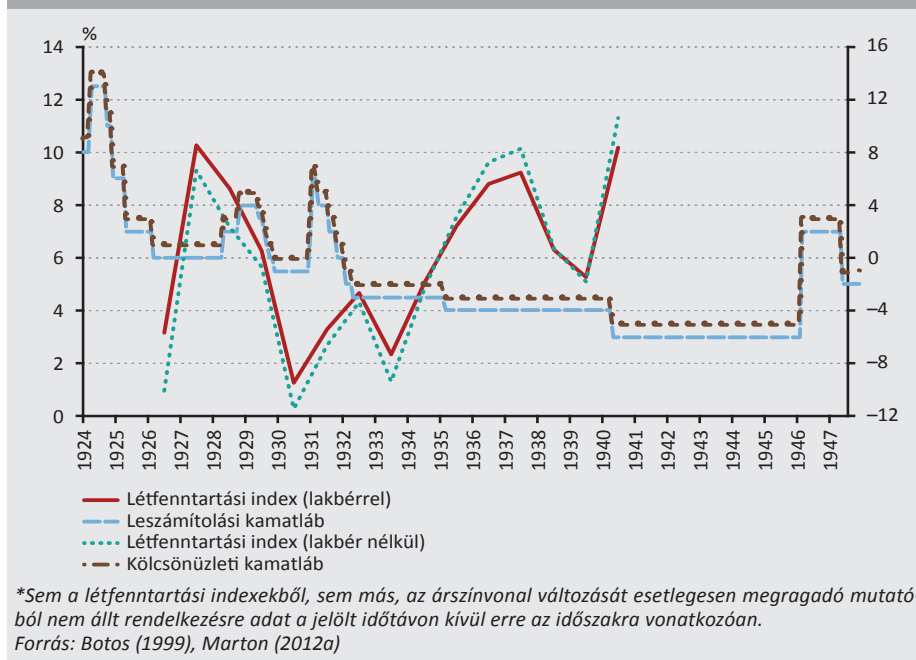
Létrehozásától egészen az 1929–1933-as nagy gazdasági világválságig 10–12 százalékos kamatszintekről⁴ indulva, az MNB *folyamatos csökkentést hajtott végre a hitelezés élénkítése érdekében (1. ábra)*. A gazdasági stabilizáció első éveiben az államháztartás közvetlen finanszírozását megtiltó jegybanki szabályozás és a költségvetés kiegyensúlyozása érdekében hozott intézkedések miatt megnövekedett közterhek és általában a gazdaság újjáépítéséhez szükséges beruházások finanszírozási igénye miatt rendkívüli pénzkereslet jelentkezett. Így 1924-ben, tekintettel a gazdaságban kialakuló irreális piaci kamatszintekre, a jegybank megemelte a leszámítolási kamatlábat. A korlátozottan érvényesülő kamatszabályozás keretei között a jegybank ezzel a jelzéssel akarta figyelmeztetni az érintett gazdasági szereplőket a hiteligénylések mérséklésére. A hitelezés mennyiségi korlátozására végül nem került sor, sőt, a korona nemzetközi elismerése és a devizakorlátozások feloldásának köszönhetően lehetővé vált a gazdálkodó szervezetek számára, hogy rövid lejáraton külföldi hitelt is igénybe tudjanak venni. A korona iránti bizalom megerősödése következtében a Magyar Nemzeti Bank egy év alatt megtöbbszörözte érczkészletét, így lehetővé vált a kamatok fokozatos mérséklése. Az 1925-től kezdődő kamatcsökkentések során a jegybank tekintettel volt arra, hogy a külföldi hitelek kamata néhány ágazat számára meghaladta azt a mértéket, amely mellett nyereségesen folytathatták volna tevékenységüket, így fokozatosan a magyar városok és vármegyék által elérhető külföldi kamatszint mértéke alá süllyesztette saját leszámítolási kamatát. 1926-ban a népszövetségi kölcsön kamata 7,5 százalék volt, a városok és vármegyék 7 százalékon jutottak külföldi hitelhez, így a jegybank a kamatszint 6 százalékra mérséklése mellett döntött (*MNB 1925–1947*). A jegybank hangsúlyt fektetett arra, hogy a pénzintézetek a továbbadott hitel lehetőleg minél alacsonyabb felár mellett helyezték ki. Ennek értelmében többek között 1926-ban a jegybank hitelosztálya megszabta, hogy a vele kapcsolatban álló pénzintézetek maximum 14 százalékos kamat mellett nyújthattak kölcsönt. 1928 őszen és az 1929–1933-as világválság közepén ideiglenesen, a legtöbb európai országhoz hasonlóan, az általános pénz- és tőkepiaci zavarok következtében megugró váltóforgalomra és devizakeresletre, valamint a külföldi tőke kivonásra való tekintettel a jegybank a kamatemelés mellett döntött, ami megszakította a kamatok fokozatos mérséklődését (*MNB 1925–1947*).

⁴ Az induló kamatszintet a Magyar Nemzeti Bank lényegében átörökölte elődintézményétől, a Magyar Királyi Állami Jegyintézetektől. A Jegyintézet 1923 júliusában a mintegy 40 százalékos koronagyengülés és a közel 50 százalékos áremelkedés hatására ideiglenesen 12 százalékról 18 százalékra emelte a leszámítolási kamatot a gazdasági stabilizációt megelőzően (*Jegyintézet 1924*). Összehasonlításképpen megemlítendő, hogy az Osztrák-Magyar Bank 1901 és 1918 között 4–8 százalékos kamatmértékeket alkalmazott (*Popovics 1926*).

1. ábra

A jegybank által alkalmazott irányadó kamatok 1924 és 1947 között (bal tengely) és a létfenntartási index 1926 és 1940 között* (jobb tengely) (%)

(%)



Az alapkamat változtatását ebben az időszakban elsősorban belföldön a váltóforgalom és az igénybe vett lombardhitelek volumene, a külfölddel szembeni relatív kamatszint kialakítása tekintetében pedig a rövid lejáratú spekulatív külföldi hitelbeáramlás, valamint az érckészletek állományának befolyásolása motiválta. A gazdaság visszleszámított váltóállománya és jelzáloglevél-állománya is erőteljes bővülést mutatott a húszas évektől kezdve, de – különösen a jelzálogpiacot – visszavetette az 1929–1933-as gazdasági, majd pénzügyi és hitelválság, ami ideiglenesen a belföldi pénzforgalom korlátozásához és a tőzsdei kereskedés felfüggesztéséhez vezetett. A válságot követően egészen a második világháború végéig stabil és relatíve alacsony kamatok jellemezték a magyar gazdaságot – a legalacsonyabb jegybanki kamatmérték 3 százalék volt.

A jegybank alapításakor az árfolyam-politikát központosított és kötött devizagazdálkodás jellemezte, ugyanakkor fokozatos enyhítés indult a kötöttségek terén, végül 1925-ben jegybanki kezdeményezésre a kormány teljesen szabaddá tette a külfölddel szembeni fizetési forgalmat. Az ország növekvő eladósodottsága azonban egyre nagyobb problémát jelentett, míg nem a nagy gazdasági világválság már az állam csődjével fenyegetett, így ennek megelőzése érdekében a kamatemelés mellett szigorú kötöttségeket vezettek be a devizagazdálkodás terén. 1931 közepén a kötött

devizaforgalom ismét egy kézben, az MNB hatáskörében lett központosítva, és ez a rendszer maradt fenn évtizedekig (Botos 1999).

Az árszínvonal változását nagyban meghatározta a törvényes fizetőeszköz mögött álló fedezet, mint általában az aranyalapú pénzrendszerekben, az árszínvonal változását pedig csak közvetetten vette figyelembe a jegybank kamatpolitikája. A törvényes fizetőeszköz arannyal fedezett pénzként funkcionált, amelyhez kezdetben 20 százalékból állapították meg a – teljes érckészletre⁵ vonatkozó – fedezési arányt, ami 1924 végén már meghaladta az 50 százaléket, és 1930 végén sem csökkent 40 százalék alá. Az inflációt a létfenntartási index mutatószámmal fejezték ki, amely egy négytagú – bérmunkás – család szükségleteit vette alapul, és az ételmezés, ruházat, fűtés és világítás, valamint a lakhatás költségeiből számított, reprezentatív fogyasztói kosár árváltozásából indult ki (Statisztikai Szemle 1925)⁶. Ez a fogyasztóiár-indexnél jóval szűkebb mutatószám 1939-ig nem vett fel 10 százaléknál nagyobb mértéket. Az 1924-ig tartó háborút követő hiperinflációs időszakot pár éven belül ugyanis egy erőteljes deflációval járó hatéves időszak váltotta fel, amely során, különösen a nagy gazdasági világválság kezdetétől vált jelentőssé az árak visszaesése.

Az inflációs folyamatok és a kamatpolitika közötti érdemi kapcsolat hiányára utal, hogy a kamatszintben nem tükröződött a gazdasági világválságot követően kialakult tartós árszínvonal-emelkedés, amely pedig a második világháború kezdetétől a forint bevezetéséig hiperinflációban teljesedett ki (1. ábra). A pénz- és hitelviszonyok normalizálódását követően 1936-tól megjelenő, a deviza felárrendszertől⁷ és a közterhek emelkedésétől hajtott árszínvonal-emelkedés azonban a háborús kiadások fedezésére beindított bankóprés következtében továbbfokozódott, és korábban nem látott hiperinflációba csapott át. 1938-ban eltörölték az állam, törvényhatóság és önkormányzat MNB-nél történő hitelfelvételét illető korlátozást, többek között a költségvetési hiány közvetlen finanszírozásának tilalmát. A hiány fedezetlen – rövid futamidejű állampapírok kibocsátása révén történő – finanszírozása következtében már 1940 és 1944 között az árak közel megkétszereződtek (a bankjegykészlet fedezeti aránya fokozatosan 1,5 százalék alá csökkent), de 1939. augusztus 26-tól a pénzügyi stabilizációig – 1946. augusztus 1-jéig – 399 623 kvadrilliószorosukra⁸ emelkedtek (Marton 2012a; Botos 1997). A hiperinflációs időszakban nem a kamatot használták a magánhitelezés szabályozására, hanem az állami szervek döntöttek a hitelnyújtásról, ami fennmaradt a háborút követő években is. 1946-ban a jegybank mégis kamatemelés mellett döntött, amelyet a bővülő hite-

⁵ Az aranyérmék és -rudak, valamint külföldi kereskedelmi érmék mellett beszámították a devizák és valuták adott körét is a teljes érckészletbe (Botos 1999).

⁶ A Központi Statisztikai Hivatal 1951-től vezette be az új fogyasztóiár-indexet.

⁷ Kifelé ugyan nem értékelték le a devizát, de az exportőrök felárral adták tovább, az általuk megszerzett devizát felárral értékesítették az importőröknek, és a hitelezők is többnyire felárral kapták a törlesztéseket (Botos 1999).

⁸ Tíz a huszonnegyediken.

igények visszafogása mellett az is ösztönzött, hogy a háború során kivont betétállományt pótolják, a betétek irányába tereljék a hitelintézetek forrásgyűjtését (*MNB 1925–1947*). 1946. augusztus 1-jén a pengőt lecserélte a forint mint új valuta,⁹ mely során 400 000 kvadrillió pengőért adtak egyetlen 1 forintos pénzermét (*Botos 1999*). Sikeres bevezetéséhez a jegybank hozzájárult azzal is, hogy korlátozta az államnak nyújtott hitelek mértékét (*MNB 2002*).

3. A szocialista tervgazdaság időszaka

*A szocialista tervgazdaság keretein belül az alapkamat még olyan formában sem volt értelmezhető, mint az 1948-at megelőző referenciahozam. Az 1948-1949-ben lezajlott államosítást követően¹⁰ az egyszintű bankrendszer létrejöttével és a tőzsdei, valamint általában az értékpapír-kereskedés megszűntével nem a piaci kereslet és kínálat döntött a gazdaság kamatszintjéről. Az MNB, mely a pénzügyminiszter révén a kormány felügyelete alatt tevékenykedett, pénzforgalmi, hitelezési és devizamonopóliummal rendelkezve közvetlenül hitelezte a vállalati szektort és az államot – ami a szocialista tervgazdaság időszakának kezdetén lényegében egyet jelentett, hiszen a vállalatok állami tulajdonban voltak – és büntetőkamatot számított fel a hitel- vagy a kamattörlesztés elmaradása esetén. A jegybank kezelte mind a háború előtti tartozásokat, mind pedig a háborús jóvátételi kötelezettségeket, újraszervezte a devizahatósági feladatokat, majd 1950-től a devizaműveletek végzése és engedélyezése a kötött devizagazdálkodási rendszerben az MNB kizárólagos joga lett¹¹ (*MNB 2002*). 1948 második felében a jegybank által felszámított kamat a „hitelt igénybe vevő helyzetétől, státusától” függően évi 7–12 százalékos mértéket öltött (2. ábra). Ennél kisebb kamatok az egyszerűsített rendbe tartozó kiemelt vállalatoknál¹² fordultak elő. A Népgazdasági Tanács egy 1950-es határozata a célhitelrendszer kiépítését fogalmazta meg, melyben az adott cég tevékenysége jelölte ki a kihelyezett hitel típusát, a hitelek elbírálásában egyre kisebb hangsúly jutott a bank szakembereinek értékelésére, ezzel szemben erőteljesen érvényesültek az államigazgatási szervek politikai szempontjai (*MNB 2002*). Megkülönböztettek tervszerűen és tervszerűtlenül gazdálkodó cégeket is, az előbbiek 3 százalékos, az utóbbiak 7 százalékos kamaton juthattak hitelhez. Ennél alacsonyabb kamatokat 1956 utáni készlethiteleknel, elsősorban az átmeneti szükségletek felmerülése esetén folyósított célhiteleknel alkalmaztak (*Ligeti 1970*). 1952-ben szovjet mintára rendeletbe foglalták a főbb*

⁹ 0,07575 gramm arany értéket képviselt 1 forint (1 uncia arany 35 amerikai dolláros Bretton Woods-i árfolyama mellett).

¹⁰ A bankrendszer államosításáról továbbá a Magyar Nemzeti Bank és a többi „nagybank” belföldi tulajdonban lévő részvényeinek állami tulajdonba vételéről az 1947. évi XXX. tv. rendelkezett (*Meznerics 1972*).

¹¹ Ennek fontos jogszabályi háttere volt az ún. Devizakódex, ami többek között rendelkezett a kötelező devizabeszolgáltatásról és a külkereskedelmi tevékenység esetén a devizakifizetéseket az MNB engedélyéhez kötötte.

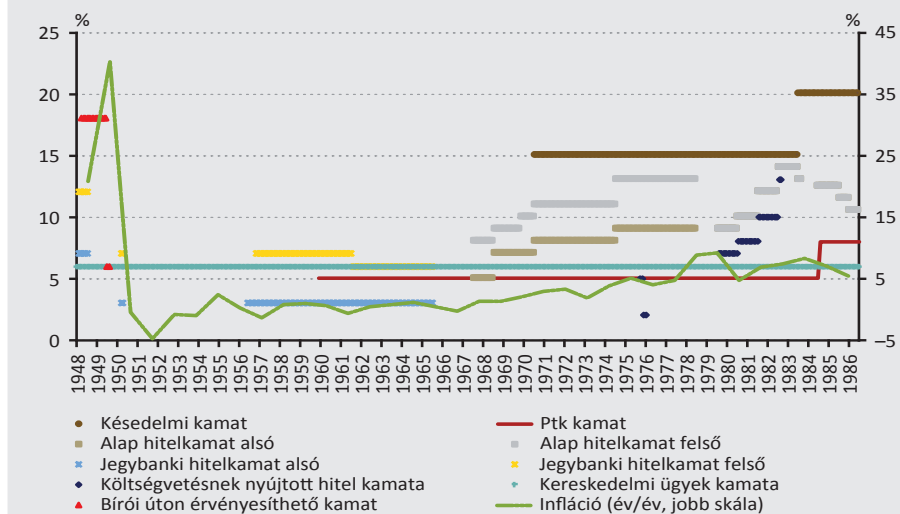
¹² Ezek a kiemelt vállalatok csak egy MNB-nél vezetett nyitott folyószámlával rendelkezhetek.

hitelezési elveket (tervjelleg, céljelleg, fedezeti elv, lejárat elv), valamint hogy a hitelkamatokról a pénzügyminisztérium jogosult dönteni, így a jegybanknak a rövid lejáratú hitelezésben és azon belül is csak a mennyiségi kérdésekben jutott érdemi szerep. A hitelpolitikát kezdetben az a koncepció határozta meg, hogy a hitel létjogosultságát a vállalati forgóeszköz-szükséglet adja, valamint az állami beavatkozás, adminisztratív igazgatás fontos eszköze volt. Ezt a szempontot elsősorban a magas kamatozású kényszerhitel kötelező igénybevételén keresztül biztosították az átmenet éveiben, ami a vállalati likviditáshiányt és tervszerűtlenséget szankcionálta. A hitelnyújtást sokáig nem tekintették pénzmennyiség-növelő tényezőnek, hanem a szabad megtakarítások átadásaként értelmezték, feltételezván, hogy az önkéntes megtakarítás megegyezik az anyagi felhalmozással. Ez a felfogás a hitelezésben az 1950-es évek közepétől, amikor a gazdasági teljesítmény visszaesése miatt a hitelnyújtás feltételeit enyhítették, egyre nagyobb nehézségekbe ütközött, mivel a vállalatok előre elköltötték szabad pénzeszközeiket felhalmozási célokra, majd utólag folyamodtak a Magyar Nemzeti Bankhoz hitelért. Bár a jegybanknak lehetősége nyílt a fölös készletekre büntetőkamatot, a fölös készleteket, majd 1962-től a norma feletti készleteket finanszírozó hitelekre magasabb kamatokat alkalmazni, ugyanakkor nem emelte a jegybanki hitelezés alapkamatának szintjét¹³ ebben az

2. ábra

A jegybank által alkalmazott és jogszabályokban rögzített kamatok* (bal tengely) és az éves infláció** (jobb tengely) 1948–1986 között

(%)



*Az alap hitelkamat alsó és felső határa 1980-tól egybeesett.

**Az infláció ebben az időszakban hatóságilag rögzített árakon alapszik, ezért nem hasonlítható össze a jelenlegi fogyasztóiár-index mértékével.

Forrás: Ligeti (1970), Bankértésítők (1968–1985), KSH, vonatkozó jogszabályok

¹³ Az ún. 3%-os forgóalaphitel kamat mértéknek megfelelő kamat mellett folyósították a hitelek több mint 50%-át 1958 és 65 között (Ligeti 1970).

időszakban, és a kamatpolitika hatásossága amúgy is erősen megkérdőjelezhető volt a kamat tervezhetősége és a finanszírozási korláttal nem szembesülő állam monopol tulajdonában lévő vállalatok dominanciája következtében. A vállalatok anyagi felhalmozásának a piaci igényeknél magasabb bővülése pedig az 1960-as évekre eladatlan készletek felhalmozásához vezetett (Riesz 1972). A jegybank ennek hatására egyre inkább elmozdult a termelés hitelezésétől az értékesítés alapú hitelezés irányába (Ligeti 1970).

Az 1960-as években fellendült a külkereskedelem, és a gazdasági reformoknak köszönhetően a gazdasági kapcsolatokban erősödött a piac szerepe, aminek következtében kiszélesedett a jegybank belföldi devizapiaci tevékenysége, és megnőtt a monetáris politikai eszközök jelentősége (MNB 2002). 1968-ban az új gazdasági mechanizmus létrejöttével a hitelezés is új irányt vett, erőteljesebben érvényesültek a hitelek elbírálásában a makrogazdasági egyensúlyi és profitabilitási, azaz általában a gazdasági racionalitási szempontok (MNB 2002). A hitelezés során a jegybanknak az új rendszerben nem hatósági jogkörben kellett eljárnia, hanem gazdasági eszközökkel és szerződéses kikötésekkel kellett kikényszerítenie a pénzforrások gazdaságos felhasználását (Meznerics 1972). A vállalatok a korábbiaknál nemcsak magasabb kamat mellett vehettek fel hitelt, de megnövekedtek a hitelfelvétel egyéb költségei is, valamint a hitelképesség vizsgálatára és a megtérülésre is nagyobb hangsúlyt fektetett a jegybank. A hitelpolitika alapidokumentumának az 1969. évi *Hitelpolitikai Irányelveket* tekintették, melyet évről évre módosítottak a gazdaságpolitikai elképzeléseknek megfelelően. Az irányelvekben rögzítettek egy alapkamatsávot – 1969-ben évi 7–9 százalékos mértékkel, ahol a sáv alja a mindenkori 90 napon belüli forgóeszköz-hitel kamatát, a teteje pedig a 270 napon felülit jelölte ki –, melyhez képest kedvezményes, vagy felárral számított kamatszinten vehettek fel hitelt a gazdálkodó szervezetek, késedelmes törlesztés esetén pedig 6 százalékos büntetőkamat sújtotta őket. A központi bank továbbá lehetőséget biztosított arra is, hogy a gazdálkodó szervezetek fölös likviditásukat a futamidő függvényében évi 3–7 százalékos között szóródó kamat mellett, lekötött betétben helyezték el a jegybanknál. Az éves hitelpolitikai irányelvekben évről évre rögzítettek egy alapkamat-mértéket, illetve különböző futamidejű forgóeszköz- és beruházási hitelkamatokat, valamint betéti kamatok határoztak meg,¹⁴ ami felértékelte a kamat, valamint a hosszabb lejáratú forrásgyűjtés és finanszírozás szerepét a pénzpolitikában. A rövid futamidejű kölcsön alapkamata 1980-ban 9, a következő évben 10, 1982-től 12 százalékos volt. 1983-ban tovább nőtt 2 százalékponttal, majd a következő esztendőől 13 százalékra mérséklődött.

A szocialista gazdaságban a jegybank által meghatározott kamatszinten felül egyéb, törvényileg meghatározott kamatok is érvényben voltak. A gazdasági szerződésekben fontos referenciaértéket jelentett az 1959. évi IV. törvényben (Ptk.) rögzített

¹⁴ Ezt megelőzően az MNB nem fizetett kamatot betétek után, csak kivételes esetben.

kamatszint (polgári ügyekben ügyleti kamatként használt mérték). A jogszabály 1960-ban lépett hatályba, többszöri módosítása során a törvényben rögzített kamatszintjét is változtatták.¹⁵ A Polgári törvénykönyvben meghatározott ügyleti kamattól a felek lefelé eltérhettek, illetve léteztek ezektől eltérő szabályokat megállapító jogszabályok is. Többek között 1960. május 1. előtt hatályban volt egy minisztertanácsi rendelet, amely a bírói úton érvényesíthető kamat legmagasabb mértékét rögzítette – mégpedig oly módon, hogy a rendelet hatálybalépéséig 18, a hatálybalépés napjától pedig évi 6 százalékban határozta meg –. Ezen kívül az 1989. január 1-jéig hatályos 1875. évi kereskedelmi törvény kimondta, hogy kereskedelmi ügyekben a törvényi és a késedelmi kamatok a fizetendő tőke 6 százalékát teszik ki évenként.¹⁶

A hatóságilag rögzített ár- és bérrendszerben a kamatok és a fogyasztói áralakulás között nem volt valós összekötő kapcsolat, a rugalmasabb árrendszerre történő áttérés során azonban a jegybank által meghatározott hitelkamatok szintje fokozatosan alkalmazkodott a pénzromlás növekvő üteméhez. Az 1946-os gazdasági stabilizáció keretében hatóságilag rögzítették az árakat és a béreket, illetve a kibocsátott pénzmennyiséget és a béreket az áralap függvényében határozták meg. Az általános áruhiány és a magas költségvetési deficit miatt azonban 1951 végéig több mint két és félszeresükre nőttek az árak, ezért 1951 végén általános ár- és bérreformot hajtottak végre. Bevezették a kiskereskedelmi árrendszert, melynek keretében kevés kivételtől eltekintve minden termék árát¹⁷ és adómértékét¹⁸ egyedileg rögzítették szociálpolitikai és gazdaságpolitikai megfontolásoknak megfelelően (Marton 2012a). 1952 és 1967 között a fogyasztóiár-index lényegében stagnált, mivel ügyeltek arra, hogy ne haladja meg a 3–3,5 százalékot (Marton 2012b). Így az időszak során ritka, jelentéktelen mértékű és „burkolt” ár- és árarány-változtatásokra¹⁹ került csak sor, majd az új gazdasági mechanizmus 1968-as beindulásával jelent meg ismét az infláció a gazdaságban. Az 1970-es évek közepétől a piaci viszonyokhoz egyre jobban alkalmazkodó gazdaságpolitika következtében az infláció fokozatosan 5 százalék fölé emelkedett, melyhez mind a hatósági árak kiigazítása,²⁰ mind a szabadáras termékek árszínvonal-növekedése hozzájárult. Míg a forintot 1968 és 1979 között a dollár árfolyammozgását követve felértékelték, az 1980-as években a nemzetközi adósságválság kezelése érdekében felvett IMF-hitelek feltételének teljesítése és a külgazdasági egyensúly előmozdítása érdekében megkezdődött a forint leértéke-

¹⁵ A törvényt végül a 2013. évi CLXXVII. törvény helyezte hatályon kívül és a 2013. évi V. törvény váltotta fel (új Ptk.).

¹⁶ Gazdálkodó szervezetek ügyletei vonatkozásában további PM és Minisztertanácsi rendeletek szabályozták a késedelmi kamatokat.

¹⁷ Az idényáras termékek kivételével.

¹⁸ Az 1960-as évekre a forgalmi adók rendszere jelentősen egyszerűsödött.

¹⁹ A minőség változása nem jelent meg a fogyasztóiár-indexben.

²⁰ Többek között az olajárrobbanás következtében az energiahordozók árának hatósági korrekciója is szükségessé vált.

lése, ami ugyancsak közrejátszott az infláció jelenségének megszokottá válásához. A jegybank igyekezett a pénzmennyiség korlátozásával fékezni az infláció felgyorsuló ütemét (*Madár 2008*). A dollár mellett a rubel volt még kiemelt szereppel rendelkező valuta, melyekkel szemben meghatározták a forint árfolyamát. Mindkét valuta esetében egyszerre volt jelen egy kereskedelmi és egy nem kereskedelmi árfolyam, melyeket 1981-ig folyamatosan közelítettek egymáshoz, míg végül egységes árfolyamot vezettek be. Az egyre piacivá váló árfolyam segítette a monetáris politikát abban, hogy a forint belső vásárlóértékére is nagyobb hangsúlyt fektethessen (*Baka et al. 1997*).

4. A kétszintű bankrendszer létrejöttétől napjainkig

4.1. A kétszintű bankrendszer kezdete

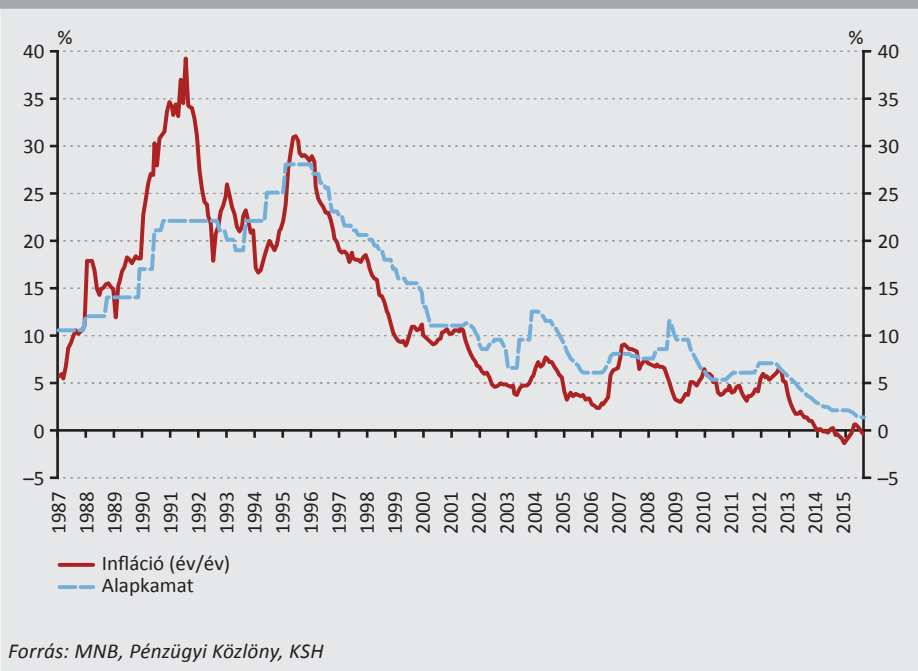
A nyolcvanas évek első felére jellemző restriktív monetáris politikát követően 1985-1986-ban keresletélénkítő programot hirdetett meg a kormányzat, ami részben az állami költségvetés erőteljes expanzióját, részben a vállalati és lakossági hitelezés bővülését eredményezte. A hitelezés felfutása mögött kisebb részben álltak hazai források, nagyobb részét külföldi hitelfelvétel és MNB-kötvénykibocsátás²¹ finanszírozta (*Várhegyi 1988*). Ilyen körülmények között az *1987. január 1-jén bevezetett kétszintű bankrendszerre* történő áttérést követően az MNB hitelezési tevékenységét újból monetáris szigor jellemezte. A gazdaság az államadósság után fizetendő, a külkereskedelmi mérleg többletét meghaladó kamatfizetési kötelezettségéből fakadó külső egyensúlytalanságának megszüntetése, az ár- és bérliberalizáció, valamint az adóreform következtében elszabaduló infláció visszafogása jelentette a legfontosabb makrogazdasági kihívásokat. Ennek megfelelően *az MNB végső céljának a külső egyensúly javításának elősegítését és az infláció mérséklését tekintette*, míg közbenső célként a banki likviditásszabályozást jelölte meg az árfolyam mellett (*Szalkai 1989*). A monetáris restriktió gazdaságfilozófiai alátámasztásaként pedig a piacgazdasági átmenet első éveiben uralkodó mennyiségi pénzelmélet szolgált. A pénzmennyiség éves növekedési ütemét ennek fényében igyekeztek a nominális jövedelem növekedési üteme alá szorítani. A jegybank ezen törekvése során elsősorban direkt eszközeire támaszkodott, refinanszírozási hiteleit és a váltóleszámitolás volumenét normatív alapon – saját tőke arányában felosztott hitelkontingensek által – korlátozta és a betéti és hitelkamatokat is maximálta kamatplafonok alkalmazásával. A kezdetben differenciált rátákon alapuló kötelező tartalékrendszer bevezetése jelentette az átmenetet a direkt és indirekt jegybanki szabályozás²² között.

²¹ Az MNB az 1980-as évek adósságválsága miatt külföldi hitelfelvétellel és kötvénykibocsátással igyekezett kezelni a külső egyensúlytalanságot, ami nem volt általános a kelet-közép-európai országok körében (*MNB 2002*).

²² Direkt eszközök: a jegybank kötelező szabályokat ad ki a kereskedelmi bankoknak (pl.: hitelplafonok, kamatplafonok). Indirekt eszközök: a jegybank közvetve befolyásolja a pénzmennyiséget (pl.: nyílt piaci műveletek, devizaswap) (*Tarafás 1995*).

Az 1990-es évek elejéig az MNB fő monetáris szabályozási eszköze az egyéves refinanszírozási hitel nyújtása volt. A monetáris politika a rediszkontlábat tekintette alapkamatnak – melyet 1990 végére 22 százalékig emelt a jegybank (3. ábra) –,²³ ehhez igazította hozzá az éven belüli és éven túli refinanszírozási hitelek kamatait²⁴ és a betéti kamatokat. Kezdetben a mennyiségi szabályozás játszotta a domináns szerepet a monetáris politikában, amelynek okaként elsősorban a vállalatok alacsony költségérzékenységét,²⁵ a bankközi piac és általában az értékpapírpiaç fejletlenségét, valamint a rögzített árfolyamrendszert és a valutáris korlátozásokat jelölték meg. A jegybanki kamatemeléseket antiinflációs szándék vezérelte, de makrogazdasági hatásuk tekintetében eltérő álláspontok fogalmazódtak meg, hiszen a magas kamatok a szinte korlátlan hitelkereslet miatt nem fogták vissza a hitelfelvételi kedvet, ezzel szemben a vállalati költségekbe beépülve hozzájárultak az árszínvonal emelkedéséhez (Erdős 1989).

3. ábra
A jegybanki alapkamat és az infláció havi alakulása 1987-től napjainkig



²³ Az 1990. október 15-e óta deklarált jegybanki alapkamatot az MNB határozza meg.

²⁴ A folyószámla és az éven túli beruházási hitelek esetében közvetlenül, míg a több hitel esetében általában valamilyen fix szorzóval (Tarafás 2002).

²⁵ A vállalatok alacsony költségérzékenységét a még továbbra is uralkodó, állami tulajdonból fakadó „puha költségvetési korlát” magyarázta.

A jegybank kamatpolitikájában és eszköztárában fokozatosan mozdult el a piacokonform megoldások irányába, piacépítő szerepe különösen az állampapírok forgalmazásában volt jelentős a kétszintű bankrendszer kialakulását követően. Az 1988-tól alkalmazott nyílt piaci műveletek keretében a kincstárjegyek és diszkontkincstárjegyek kibocsátása,²⁶ másodlagos piaci forgalmuk megszervezése és a már forgalomban lévő kincstárjegyek korlátlan leszámítolása volt az egyik legfontosabb jegybanksi lépés ebből a szempontból, amivel egyben segítette az államadósság finanszírozásában a jegybank mellett más szereplők fokozatos térhódítását is. Később, a bankkonszolidáció céljára kibocsátott államkötvények megjelenésével a hosszabb lejáratú szegmensben is bővült a piac. 1988–1989-ben a jegybank megszervezte a központosított bankközi piacot, csökkentette a céljellelű hitelek igénybevételét és az alapkamathoz kötötte egyes preferenciális hitellehetőségeinek a kamatát.

1992-től a hitelintézetek már korlátlanul vonhattak be és helyezhettek ki devizát a piacon és beindult a korlátozott bankközi devizapiac is.²⁷ Ezt követően a monetáris eszköztár részévé váltak a rövid lejáratú devizaswapok. *Ezekkel az intézkedésekkel a jegybank hozzájárult a kamatpolitika és így az alapkamat monetáris szabályozásban betöltött szerepének erősítéséhez és fokozatosan felhagyott a mennyiségi szabályozással.*

A rögzített, de kiigazítható, rendszertelen és egyszeri leértékelésekkel jellemezhető árfolyamrendszerben a forintot gyakran és jelentős mértékben leértékelte az MNB – 1990 és 1995 között 23 alkalommal, összesen 87 százalékkal –, melynek ütemét a mindenkori külfölddel szembeni inflációs különbséget alapján határozták meg, hogy elkerüljék a valuta reálértelemben vett fel- és leértékelését. Az MNB mindemellett törekedett az alapkamat piaci viszonyoknak megfelelő meghatározására, azaz a jegybanksi alapkamatnak a várható árfolyam-leértékelésen túl az országhozkockázatra is fedezetet kellett teremtenie, ami a külkereskedelmi partnerek kamatszínvonalával szemben fennálló kamatprémiumban öltött testet (Tarafás 2002).

Az 1990-es évek elejére a bankok kockázatérzékenységére és a vállalatok költség- és ennek következtében kamatérzékenységére következtében magas kamatok alakultak ki. A rendszerváltást követően azonban, a piacgazdaság kiépülése során megváltozott mind a bankok, mind a vállalatok magatartása is, így előbbiek kockázatkezelőbbé, míg utóbbiak költségérzékenyebbé váltak. Az 1991-es jegybanktvény a jegybank fő céljaként a nemzeti valuta belső és külső értékének védelmét határozta meg, azonban az infláció mérséklését háttérbe szorította a kettős egyensúly helyreállítása, a növekedés élénkítése és a foglalkoztatottság bővítése, így *a monetáris politika a hitelkamatok általános csökkentését célozta meg, mivel a magas*

²⁶ Ekkorra már részben beindult az értékpapírpiac működése vállalati kötvények forgalmazása révén.

²⁷ Már 1989-ben lehetőségük volt korlátozott körben devizabetétek gyűjtésére, devizahitelek nyújtására és swapműveletek végzésére.

kamat a szereplők megváltozott viselkedése miatt hátráltatta a hitelezést (Tarafás 1995). Ennek megfelelően 1992 és 1993 nyara között 300 bázisponttal csökkentette a jegybank az alapkamatot, amit például a többlettel rendelkező fizetési mérleg is lehetővé tett. Azonban a kamatok csökkentésével előidézett expanzív monetáris politika kudarcot vallott, ami a pénzügyi egyensúlytalanságokban, a korábban felerősödött megtakarítási hajlandóság megtörésében és a beruházások várttól jóval elmaradó élénkülésében jelent meg (Várhegyi 1995).

1993 végén a monetáris politika feladta közvetlen kamatcsökkentő céljait és az 1995-ig terjedő időszakban 28 százalékra emelte a jegybanki alapkamatot a váratlanul jelentősen megnövekedett folyó fizetési mérleg és költségvetési hiány, illetve az infláció nem várt gyorsulása miatt (Tarafás 2002). Ezzel egy időben *az eszköztár is jelentős átalakuláson ment át.* A refinanszírozási hitel szerepe lecsökkent, miközben a már magas kötelező tartalékráta továbbemelésének nem lett volna eredménye, így felmerült a kérdés, hogy milyen indirekt eszközrendszert építsen ki a jegybank. A jegybank a refinanszírozási hitelekkel való szabályozást feladva fokozatosan áttért a közvetett monetáris irányításra, így 1993-ban a már rendelkezésre álló állampapírok lehetővé tették, hogy bevezesse az állampapírokkal végzett visszavásárlási és fordított visszavásárlási (repó) műveleteket, és ezáltal a kincstárjegyek mellett további likviditáslekötő eszközt tegyen elérhetővé a bankok számára. *Az irányadó eszközt* 1994-ben és 1995 első felében az *aktív repó*²⁸ jelentette, ami értékpapír-fedezet melletti jegybanki hitelnyújtásnak fogható fel a kereskedelmi bankok felé. Az eszköz a meggyengült likviditású bankok finanszírozási kényszerét kívánta megoldani (MNB 2000). A kialakult belföldi likviditástöbblet semlegesítése miatt 1995 második felétől az irányadó eszköz tekintetében áttértek az egyhónapos *passzív repó* mint sterilizációs célú eszköz alkalmazására. Ugyanakkor a passzív repóügyletek felfüggesztését 1997 októberében szükségessé tette, hogy likviditástöbblet sterilizációja miatt nagymértékben lecsökkent a jegybankon belül rendelkezésre álló állampapír-állomány, így egy nagyobb volumenű üzletkötésnél veszélybe kerülhetett volna az azonos típusú állampapírokból biztosított fedezet, ami technikailag nehezítette volna az üzletek lebonyolítását (MNB 2000). Így a passzív repót felváltotta az *egyhónapos betét*, majd 1999 tavaszán a transzmisszió hatékonyságának javítása érdekében a *kéthetes MNB-betét* lett az irányadó eszköz – egészen 2006-ig –, melynek kamata később a jegybanki alapkamat lett.²⁹ A transzmissziót segítette, hogy a jegybank az 1990-es évek közepétől az irányadó eszköz kamata körül kamatfolyosót tartott fenn, azaz egynapos futamidőre kamatprémium mellett rendelkezésre állás keretében nyújtott egynapos hitelt (illetve aktív repólehetőséget), és az irányadó eszköz kamatánál alacsonyabb kamatszinten fogadott el likviditást a bankoktól. Ez a kamatfolyosó fokozatosan szűkült. *Az 1990-es évek második felében csökkenő*

²⁸ Kezdetben egyhetes, majd egyhónapos futamidővel.

²⁹ Korábban az alapkamatot adminisztratív módon rögzítették, nem kötődött jegybanki eszközhöz, majd 2001-től esett egybe az irányadó eszköz kamata és az alapkamat (MNB 2002).

pályára állt az irányadó ráta, miközben a folyó fizetési mérleg és a költségvetési hiány is fenntartható szinten maradt, az infláció mérséklődött.

Az eszkörendszer változásával párhuzamosan egy nagy, összehangolt stabilizációs program – melynek fő célja az ikerdeficit megfékezése volt – részeként 1995-ben bevezetésre került a *csúszó leértékeléses árfolyamrendszer szűk árfolyamsáv mellett*, azonban az árfolyam stabilizálása továbbra is közbenső célként szerepelt a monetáris politikai keretrendszerben az alapkamatra épülő operatív cél mellett. Az új árfolyamrendszer bevezetésével egy időben egy egyszeri, 9 százalékos leértékelésre is sor került, majd fennállása alatt az MNB és a kormányzat közösen határozta meg a havi leértékelési ütemeket, melyeket jóval a hatálybalépés előtt előre be is jelentettek (Szapáry–Jakab 1998). A kamatpolitika szerepét abban korlátozta a csúszóárfolyam-rendszer, hogy mivel előre meghirdetett leértékelések történtek, a gazdasági szereplők már a bejelentéskor beépítették döntéseikbe az árfolyam-leértékelés várható inflációs hatásait, így rontotta az infláció visszaszorításának esélyeit (Tarafás 1995).

Erősítette a kamatpolitika szerepét, hogy a jegybanktörvény 1996-os módosításával 1997-ben életbe lépett a monetáris finanszírozás tilalma. Ezt követően a jegybank a költségvetésnek közvetlenül likviditási hitel kivételével nem nyújthatott hitelt.³⁰ Az állampapírpiacra innentől kezdve a jegybank csak másodpiaci szereplőként vehetett részt. A hozamok piaci kereslet-kínálat viszonya szerinti alakulása elősegítette a monetáris transzmisszió működését, amihez hozzájárult a devizapiaci liberalizáció. 1996-ban a forint az éven túli futamidőkön konvertibilis valutává vált, így a külföldi megtakarítások révén egy szélesebb forrásbázis állt rendelkezésre az államadósság finanszírozásához. Az államadósság finanszírozásának költsége a piaci viszonyokat követte, és a forint komponens tekintetében az alapkamat jelentette a fő referencia-hozamot – szemben a korábban MNB külföldi hitelfelvételére épülő finanszírozással, amikor a jegybank a külföldi forrásokat a devizahitel-felvétel kamatával megegyező forintkamatot adta tovább a költségvetésnek –, ami javította az antiinflációs politika hatásosságát. Ezzel egyidejűleg az MNB-nek továbbra is lehetősége volt arra, hogy a másodpiacon vásárolt – és a már portfóliójában lévő – értékpapírokkal nyílt piaci műveleteket hajtson végre, amivel támogatta a monetáris politika céljainak teljesülését (MNB 2000).

Korábban az állami hitelfelvételt finanszírozó külső adósság az MNB mérlegében jelent meg, aminek fokozatos törlesztése adósságcseré révén valósulhatott meg, azaz az MNB külső adóssága helyett részben az államháztartásnál, részben pedig

³⁰ Míg a 90-es évek elejéig a jegybank külföldi hitelfelvelele révén lényegében korlátlanul finanszírozta az államháztartást, az Államadósság Kezelő Központ 1995-ös megalakulásával a jegybank fokozatosan kivonult az államadósság-kezelésből, először csak a belföldi adóssággal kapcsolatos feladatokat vette át, majd a hazai és külföldi kibocsátások megszervezése is a Magyar Államkincstár felügyelete alatt működő intézmény hatáskörébe került.

a belföldi szereplőknél halmozódott fel külső adósság. Az adósság típusú finanszírozáson felül a forint iránti bizalom növekedése, illetve a forint és deviza kamatok közti különbség hatására egyre jelentősebb tőkebeáramlással kellett a jegybanknak számolnia, melynek jelentős része a privatizációs bevételeknek volt köszönhető (Neményi 2006). Az árfolyam 1995 és 2000 között jellemzően az intervenció sáv erős szélén tartózkodott, ami folyamatos intervencióra kényszerítette a jegybankot. A jegybanki külső adósság forintban történő refinanszírozása és az intervenció során forgalomba kerülő forint sterilizálása következtében a jegybankot irányadó eszköze tekintetében passzív oldali átállásra és számos, különböző futamidőkön meghirdetett sterilizációs eszközök – többek között MNB-kötvények – bevezetésére készítette. A sterilizáció komoly költségeket rótt a jegybankra, de az intervenció megakadályozta a forint nem kívánatos felértékelődését, az így felszabaduló forintlikviditás sterilizációja pedig a negatív reálkamatok kialakulását, ami alááshatta volna a belföldi megtakarítások felhalmozódását (Tarafás 2002).

4.2. Az inflációs célkitűzés keretrendszerében

Az ezredforduló idején az 1990-es évek második felében meginduló dezinflációs folyamatok kimerülni látszottak, miközben az árfolyamrendszer erős sávszélére spekulációs nyomás helyeződött, így 2001-ben a jegybank eltörölte a csúszóárfolyam-leértékelést, és egy kiszélesített, ± 15 százalékos árfolyamsávot határozott meg, illetve a devizagazdálkodásban megvalósult a teljes konvertibilitás³¹. Ezzel párhuzamosan a dezinflációs folyamatok erősítése érdekében az MNB bevezette az *inflációs célkövetés rendszerét (IT)* (MNB 2006). Az IT keretrendszerben a monetáris politika elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása, azonban bevezetésekor az MNB-nek egyelőre az árstabilitás elérésére kellett törekednie, így nem határozott meg mindenkor érvényes, számszerű célt, hanem minden év végére vonatkozóan jelentette be az elérni kívánt inflációs célt. A mérsékelt infláció elérésével lehetőség nyílt *egy középtávú inflációs cél meghatározására*, amit 2007 óta 3 százalékban határoz meg az MNB (MNB 2006). Az inflációs előrejelzés mint közbenső cél mellett a kamatpolitika, az alapkamat operatív cél szerepe mindezek következtében erősödött, azonban az árfolyam sávok rögzítése továbbra is korlátozó erővel bírt. A jegybank operatív célként a három és hat hónapos hozamok alapkamat közelében tartását határozta meg.

2003 januárjában a forint árfolyama ellen felértékelődési spekuláció indult meg, ami így elérte az erős sávszélet. Ezért az MNB még ugyanebben a hónapban két lépésben 100–100 bázisponttal csökkentette az irányadó rátát, illetve kiszélesítette a kamatfolyosót az árfolyam védelme érdekében. Ezek a lépések visszaverték a spekulatív támadást, ami növelte az árfolyamrendszer hitelességét, így februárban visszaállították a kamatfolyosó szélességét (Barabás 2003). *2003 második felében*

³¹ A 2001-es új jegybanktörvény ezenfelül végleg eltörölte a költségvetésnek történő hitelnyújtás bármely formáját a jegybank részéről.

azonban más problémával szembesült a jegybank, ugyanis a dezinflációs folyamat megtört annak következtében, hogy fellazult a fiskális feyelem, ami a gazdaság kockázati megítélésének romlásával és a forint árfolyamának leértékelődésével járt együtt. Az MNB az árfolyam védelme, és ezáltal a dezinflációs folyamatok folytatódása miatt rövid időszakon belül két lépésben összesen 600 bázisponttal emelte az irányadó kamatot 2003 folyamán. Ezt követően a forint árfolyama viszonylag stabilan alakult, és 2004 közepén markáns dezinfláció indult meg, így újból lehetőség nyílt egy kamatcsökkentési ciklus megvalósítására. 2007 januárjától a kéthetes MNB-betét helyett a kéthetes MNB-kötvény lett az irányadó eszköz (MNB 2012). Az új eszköz bevezetése monetáris politikai szempontból nem jelentett változást, így a futamidő mellett az irányadó kamat szintje sem változott. A változtatással az irányadó eszköz a fedezeti körbe tartozó értékpapír lett, amely így szélesebb kör számára vált hozzáférhetővé, mint az MNB-betét.

Mivel a folyamatos fiskális túlköltekezésből fakadó, inflációs rátát befolyásoló adó-változások mellett az árfolyamsáv szélei korlátozták az inflációs cél elérését, nem járultak hozzá a hosszú távú inflációs várakozások lehorgonyzásához, így 2008 februárjában a jegybank eltörölte az árfolyamsávot, és bevezette a lebegő árfolyam rendszerét. Ezzel a lépéssel a magyar monetáris politikai keretrendszer a klasszikus IT alkalmazására tért át, és azon nemzetközi példák felé mozdult el, ahol az „egy cél – egy eszköz” elvének megfelelően a jegybank fő instrumentumát, az irányadó kamatot az inflációs cél elérése érdekében alkalmazza. Vagyis a kamatpolitika napjainkat is meghatározó szerepe ekkor alakult ki, mivel ebben a keretben az árfolyam további célként már nem korlátozza a monetáris politikát az inflációs cél elérésében (MNB 2008).

A 2000-es évek második felében hazánk a régió egyik legsebezhetőbb országának számított a jelentős költségvetési hiány, a magas államadósság és a kockázati megítélés miatt, így a 2008. szeptember közepén kibontakozó globális pénzügyi válsággal súlyos pénzügyi stabilitási kockázatok jelentek meg. Amíg ebben az időszakban a fejlett országok jegybankjai példátlan mértékű monetáris lazításba kezdtek, addig az MNB októberben az alapkamat 300 bázispontos emeléséről döntött a bankrendszer működőképességének fenntartására és a forint elleni spekuláció megfékezésére hivatkozva.

A globális pénzügyi válság begyűrűzésével a jegybanknak felértékelődtek a pénzügyi stabilizáció támogatásával kapcsolatos, jegybanktörvényben rögzített feladatai. 2008-tól a jegybank ezért több eszközzel segítette a hitelintézetek forint- és devizalikviditási feszültségeinek oldását, többek között a deviza-swapokon keresztüli devizalikviditás nyújtása vagy az alapkamathoz kötött fedezett hiteltenderek meghirdetése révén.³² 2008 végén, mikor az állampapírpiac működése gyakorla-

³² A későbbiekben ezeket az eszközöket is nemkonvencionális eszközökként definiálták.

tilag leállt, a helyzet stabilizálása érdekében az MNB közvetlen vétellel jelent meg a másodlagos állampapírpiacra. A piacon 2008 őszén jelentkező likviditási zavarok oldása érdekében állampapírokat vásárolt, a velük kötött megállapodás értelmében a hitelintézetek a tőlük vásárolt állományt meghaladó mértékben növelték állampapír-portfóliójukat. A beavatkozást az állampapírpiac befagyása indokolta, ami ugyan a gyors gazdaságpolitikai reakciók következtében átmeneti romlást jelentett a likviditási mutatókban, de erőteljes, a költségvetés finanszírozási terheinek könnyítését célzó állampapír-piaci szerepvállalásra a jegybank részéről nem is kerülhetett volna sor, mert abban az esetben felmerült volna a monetáris finanszírozás tilalmának megszegése (lásd: Maastrichti Szerződés 123. cikke) és a jegybank hitelességvesztése végül jelentős tőkekivonáshoz is vezethetett volna (Krekó *et al.* 2012).

A rendkívüli kamatemelést követően a piaci hangulat javulására és a befektetői bizalom helyreállítására való tekintettel, az inflációs kilátások mérlegelését követően, novemberben a jegybank fokozatosan elkezdte csökkenteni az irányadó rátát, 2010 áprilisára elérve az 5,25 százalékot.³³ Az emelkedő inflációs kilátásokra hivatkozva a kamatcsökkentést 2010 végén és 2011 elején három, egyenként 25 bázispontos kamatemelés követte, majd 2011 végén a felfelé mutató inflációs kockázatok és a globális kockázatkerülés romló kockázati megítélés miatt további két lépésben, 7 százalékra emelte az MNB az alapkamatot.

Az MNB 2012-ben kamatcsökkentési ciklust kezdett el. 2012 nyarán az inflációs cél elérése, a magyar gazdaság sérülékenységének mérséklődése, a fegyelmetett költségvetés és a csökkenő külső kivettség következtében az ország fokozatosan javuló kockázati megítélése és a fejlett országok jegybankjainak tartósan laza monetáris politikája lehetővé tette a kamatcsökkentési ciklus megindítását, illetve a fiskális politika területén megvalósított fordulat tovább növelte a monetáris politika mozgásterét (Matolcsy 2015; MNB 2014). 2014 júliusában az akkor rendelkezésre álló információk alapján az inflációs és reálgazdasági kilátások a tartósan alacsony hazai kamatkörnyezet fenntartását indokolták, így a jegybank lezárta kétéves kamatcsökkentési ciklusát.

A megváltozott környezetnek, a tartósan alacsony infláció irányába mutató kockázatok erősödésének hatására 2015 márciusában a jegybank ismét csökkentette az irányadó rátát, és a tartós defláció elkerülése érdekében újrakezdte a kamatcsökkentési ciklust, melyet 2015 júliusában lezárva – az összesen 565 bázispontos csökkentés végrehajtásával – elérte a historikusan legalacsonyabb, 1,35 százalékos irányadó rátát. A kamatcsökkentési ciklusok együttesen az éves átlagos infláció mértékét a tavalyi évben 1,1 százalékponttal növelhették, míg az idei évben a becslések alapján összesen 1,6 százalékponttal emelhetik az inflációt (Felcser *et al.* 2015).

³³ A Monetáris Tanács kamat-meghatározó üléseinek rövidített jegyzőkönyvei alapján.
<http://www.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-tanacs/kamatmeghatarozo-ulesek-roviditett-jegyzo-konyvei>

Amellett hogy az árstabilitási cél továbbra is fennmaradt, aminek elérésére az elsődleges eszköz a kamatpolitika, a *válság és annak kezelése miatt nagyobb hangsúly helyeződött a jegybank többi mandátumára*. A 2013-ban 3 százalék alá mérséklődő infláció lehetővé tette a jegybank számára, hogy kamatpolitikájával és eszköztárának átalakításával az árstabilitás mint elsődleges cél veszélyeztetése nélkül a makrogazdaság teljesítményének ösztönzését és a gazdaság finanszírozási szerkezetének javítását kiemelt célként kezelje. Az inflációs célkövetés keretrendszerében végrehajtott kamatcsökkentési ciklusok mellett a pénzügyi stabilitás helyreállítása és a transzmisszió hatékonyságának növelése érdekében 2013-tól újabb nemkonvencionális jegybanki eszközöket és a jegybanki transzparenciát növelő intézkedéseket vezetett be a jegybank. Ilyen például a kétéves kamatcsökkentési ciklus lezárása óta aktívan alkalmazott előretékinthető iránymutatás a kommunikációban, amely a kamatvárakozások horgonyzását, ezen keresztül pedig az inflációs cél elérését segíti elő. Országspecifikus eszköznek tekinthető a 2013-ban elindított Növekedési Hitelprogram (és annak bővítései) is, amely a kis- és középvállalati szektor hitelezésének élénkítésén keresztül javította a monetáris transzmisszió hatékonyságát (Ábel *et al.* 2014). Az MNB 2014-ben meghirdette az önfinanszírozási programot, amellyel az államadósság belső forrásokból történő finanszírozását támogatva hozzájárult az ország külső sérülékenységének csökkenéséhez. Az önfinanszírozás céljából bevezetett jegybanki kamatcsere-ügylet segíti a bankok kockázatkezelését, és a rövid lejáratú kamatok várt jövőbeli pályájára vonatkozó várakozások csillapítása révén mérsékli a hosszú lejáratú hozamokat. A program elemei között szerepelt, hogy az elmúlt években az irányadó eszközben kétszer is változás történt. 2014 augusztusától az MNB-kötvény helyett ismét az MNB-betét lett az irányadó eszköz, majd 2015-ben az irányadó eszköz futamidejét két hétről három hónapra hosszabbította meg a jegybank, mely lépésekkel a banki forintlikviditás állampapírokba történő áttelítését kívánták elérni. Az irányadó eszköz megváltozásának egyik esetben sem volt hatása a monetáris politika vitelére.

5. Konklúzió

Tanulmányunkban bemutattuk a jegybanki kamatok változó szerepét a Magyar Nemzeti Bank megalakulásától napjainkig. A maihoz hasonló, az infláció közvetlen befolyásolását szolgáló kamatpolitika nem volt jellemző a szabályozott ár- és bérrendszerre és hatóságilag rögzített kamatokra épülő szocialista tervgazdaság monetáris politikájára, de még a jegybanknak a két világháború közötti tőkés piaci viszonyok keretében megvalósított monetáris szabályzására sem. Bár az árstabilitás a monetáris politikában mindig kitüntetett jelentőséggel bírt, a kamatpolitika anti-inflációs politikában betöltött szerepét többek között korlátozta az árfolyam-politika rugalmatlansága és az állami költségvetés pénzkibocsátással történő finanszírozása is. Ugyanakkor az eltérő időszakok eltérő monetáris politikai rezsimjei ellenére, az összehasonlíthatóság korlátainak figyelembevétele mellett is megállapítható, hogy

még nem volt példa Magyarországon olyan hosszú ideig tartó, folyamatos és ilyen mértékű kamatcsökkentésre, mint amit az MNB 2012-ben elkezdett, illetve két évvel később lezárt. 2014-ben ezt a monetáris lazítási ciklust folytatva a jegybank végül a historikusan legalacsonyabb, 1,35 százalékra csökkentette az irányadó nominális kamatszintet. A historikusan alacsony kamatszint összhangban van az inflációs cél elérésével, és ösztönzi a makrogazdaság teljesítményét, illetve lehetővé teszi a pénzügyi stabilitás megerősítését és fenntartását.

Felhasznált irodalom

Ábel István – Csontos Orsolya – Lehmann Kristóf – Madarász Annamária – Szalai Zoltán (2014): *Az inflációs célkövetés megújulása a válság után*. Hitelintézeti Szemle, 13. évf. 4. szám, 2014. november, pp. 35–56.

A hivatalos létfenntartási indexszámok. Statisztikai Szemle, (1925): 5-6. szám, pp. 191–197. http://www.ksh.hu/statszemle_archive/viewer.html?ev=1925&szam=05-06&old=65&lap=7

Baka Istvánné – Bánfi Tamás – Sulyok-Pap Márta (szerk.) (1997): *Pénzügytan. Nemzetgazdasági pénzügyek II. SALDO Pénzügyi Tanácsadó és Informatikai Rt., Budapest*, pp. 52–56.

Bankérintők (1968–1985): MNL OL XXIX-L-1-e Titkársági állag

Barabás Gyula (szerk.) (2003): *A felértékelődési spekuláció kezelése*. MNB Háttér tanulmányok, 2003/3, május. http://www.mnb.hu/archivum/Kiadvanyok/mnbhu_mnbtanulmanyok/mnbhu_hattertanulmany/mnbhu_hatter_0303 Letöltési dátum: 2015. október

Botos János (1997): *Bankvilág, pénzvilág*. In: Kollega Tarsoly István (főszerk.): *Magyarország a XX. században. II. KÖTET*. Babits Kiadó, Szekszárd, 1996–2000, pp. 655–700. <http://mek.oszk.hu/02100/02185/html/371.html>, Letöltési dátum: 2015. augusztus

Botos János (1999): *A Magyar Nemzeti Bank története II. Az önálló jegybank. 1924–1948*. Presscon Kiadó, Budapest.

Erdős Tibor (1989): *Átgondolt gazdaságpolitikát! A külső és belső egyensúly, a gazdasági növekedés és az infláció problémái*. Közgazdasági Szemle, 36. évf. 6. szám, pp. 545–557.

Fekete János (1972): *Devizagazdálkodás Magyarországon. A bankok államosításától a gazdasági mechanizmus reformjág*. MNB Közgazdasági Főosztály közleményei, 41. pp. 56–81.

Felcser Dániel – Soós Gábor Dániel – Váradi Balázs (2015): *A kamatcsökkentési ciklus hatása a magyar makrogazdaságra és a pénzügyi piacokra*. Hitelintézeti Szemle, 14. évf. 3. szám, 2015. szeptember, pp. 29–59.

Jegyintézet (1924): *A M. Kir. Állami Jegyintézetnek a M. Kir. Pénzügyminiszter Úrhoz intézett jelentése az 1923. üzletéről*, Budapest

- Krekó Judit – Balogh Csaba – Lehmann Kristóf – Mátrai Róbert – Pulai György – Vonnák Balázs (2012): *Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei*. MNB-tanulmányok, 100.
- Ligeti Sándor (1970): *Hitelezési rendszerünk 1957–1967*. MNB Közgazdasági Főosztály közleményei, 6. 98 p.
- Madár István (2008): *A jegybank intézményi szerepe a gazdaságpolitikában – a Magyar Nemzeti Bank példáján*. In: Bod Péter Ákos – Báger Gusztáv (szerk.): *Gazdasági kormányzás*, Aula, pp. 63–80.
- Madarász Annamária – Novák Zsuzsanna (2015): *Historikus mélyponton a magyar alapkamat*. <http://www.mnb.hu/letoltes/madarasz-annamaria-novak-zsuzsanna-historikus-melypon-ton-a-magyar-alapkamat.pdf>, Letöltési dátum: 2015. augusztus
- Marton Ádám (2012a): *Infláció, fogyasztói árak Magyarországon a második világháború után I. (1945–1968)*. Statisztikai Szemle, 90. évf. 5. szám. pp. 373–393.
- Marton Ádám (2012b): *Infláció, fogyasztói árak Magyarországon a második világháború után II. (1968–2011)*. Statisztikai Szemle, 90. évf. 6. szám, pp. 479–520.
- Matolcsy György (2015): *Egyensúly és növekedés – Konszolidáció és stabilizáció Magyarországon 2010–2014*. Kairosz Kiadó
- Meznerics Iván (1972): *A szocialista bankok tevékenysége a jogi szabályozás tükrében. A bankok államosításától a gazdasági mechanizmus reformjáig*. MNB Közgazdasági Főosztály közleményei, 41. pp. 30–55.
- MNB (1925–1947): *A Magyar Nemzeti Bank közgyűlésének rendes évi ülése* (I. évi rendes ülése 1925. évi március hó 28-án, III. rendes évi ülése 1927. év február hó 7-én, V. rendes évi ülése 1929. évi február hó 4-én, VIII. rendes évi ülése 1932. évi február hó 1-én, XXI. évi rendes ülése 1947. évi március hó 27-én)
- MNB (2000): *Monetáris politika Magyarországon 2000*. <https://www.mnb.hu/letoltes/monetaris-politika-magyarorszagon-2000.pdf>, Letöltési dátum: 2015. augusztus
- MNB (2002): *Monetáris politika Magyarországon, második, javított kiadás. 2002. augusztus* <https://www.mnb.hu/letoltes/monetarispolitika-hu-2002.pdf>, Letöltési dátum: 2015. augusztus
- MNB (2006): *Monetáris politika Magyarországon 2006*. <http://www.mnb.hu/letoltes/monetaris-politika-2006.pdf>, Letöltési dátum: 2015. augusztus
- MNB (2008): *Közlemény a forint euróval szembeni ingadozási sávjának az eltörléséről*. <https://www3.mnb.hu/monetaris-politika/a-monetaris-tanacs/kozlemenyek/2008/kozlemeny-a-forint-euroval-szembeni-ingadozasi-savjanak-az-eltorleserol>, Letöltési dátum: 2015. szeptember

- MNB (2012): *Monetáris politika Magyarországon 2012*. <http://www.mnb.hu/letoltes/monetaris-politika-magyarorszagon-2012.pdf> Letöltési dátum: 2015. szeptember
- MNB (2014): *A kétéves kamatcsökkentési ciklus hatásai*. <http://www.mnb.hu/letoltes/kamatcsokkentesi.pdf>, Letöltési dátum: 2015. szeptember
- Neményi Judit (2006): *A tőkebeáramlás, a makrogazdasági egyensúly és az eladósodási folyamat összefüggései a Magyar Nemzeti Bank eredményének alakulásával*. MNB Füzetek, 1996/2
- Popovics Sándor (1926): *A pénz sorsa a háborúban. A világháború gazdasági és társadalmi története*. Carnegie-alapítvány kiadványai, Osztrák-magyar sorozat, Budapest, a Magyar Tudományos Akadémia kiadása
- Riesz Miklós (1972): *A hitelelmélet központi kérdései az elmúlt 25 évben. A bankok államosításától a gazdasági mechanizmus reformjágig*. MNB Közgazdasági Főosztály közleményei, 41. pp. 82–109.
- Szalkai István (1989): *Az 1989. évi pénz- és hitelpolitikai irányelvek és a monetáris politika eszköztára*. Bankszemle. 33. évf. 2. szám, pp. 1–7.
- Szapáry György – Jakab M. Zoltán (1998): *A csúszó leértékelés tapasztalatai Magyarországon*. Közgazdasági Szemle, 45. évf., 1998. október, pp. 877–905.
- Tarafás Imre (1995): *Monetáris politika – eszközök és feltételek*. Közgazdasági Szemle, 42. évf. 11. szám, pp. 1024–1043.
- Tarafás Imre (2002): *Bankrendszer és monetáris politika Magyarországon 1987–2000*. Aula Kiadó
- Várhegyi Éva (1988): *A monetáris restriktió nehézségei*. Bankszemle, 32. évf. 6. szám, pp. 11–18.
- Várhegyi Éva (1995): *A monetáris politika, a pénzfolyamatok alakulása és a bankrendszer működése 1994-ben*. Közgazdaság, 39. évf. 7–8. szám.

Bankkontrolling marketingszemléletben – alkalmazott statisztika a kontrolling szolgálatában

Kalmár Péter – Zéman Zoltán – Lukács János

A szerzők a jelen tanulmány keretében mutatják be az általuk - az elmúlt 5 évben az Egyesült Királyság három piacvezető lakossági bankjánál – készített, az üzleti gyakorlatban is implementálásra került 14, vásárlási hajlandóságot vizsgáló regressziós modellt, elemezve kimeneti / magyarázó változóikat, elsősorban a meglévő ügyfeleknek az Instant Access („lekötetlen”), Fixed Term („kötött lejáratú, lekötött”), valamint az ISA („adómentes, kötött lejáratú, lekötött személyi”) típusú megtakarítási termékek vásárlásával, újravásárlásával kapcsolatos hajlandóságát. Megvizsgálják a banki termékek vásárlását befolyásoló tényezőket, azok súlyát és a befolyásolás irányát, továbbá felhívják a figyelmet a kontrolling módszertanának potenciális fejlesztési irányára. A következtetések szerint az eredmények a tudomány és az üzleti világ területein is hasznosíthatóak: a modellek pontosabb tervezést tesznek lehetővé, az üzleti elemzők részére jobb betekintést nyújtanak az ügyfélviselkedés területére. Emellett fókuszba kerül a korszerű statisztikai eljárások és a társadalomtudomány eredményeinek alkalmazhatósága a bank- és egyéb szolgáltató szektorokban.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: C35, G14, G21, M31

Kulcsszavak: vásárlási hajlandóság, regressziós modell, kulcsváltozó, bankszektor, marketing kontrolling, bankkontrolling.

1. Bevezetés

Az elmúlt évtized változó makrogazdasági környezete, valamint a lezajlott pénzügyi válság rávilágított a bankok külső környezeti változásokkal szembeni gyors reagálóképességének szükségességére. Az elmúlt években nyomon követhető a nyugat-európai bankvilágban alkalmazott banküzemeltetési módszerek módosulása. A változtatás az adott gazdasági környezet függvényében kialakított bank-üzletpolitikai koncepció szerint valósul meg, amely természetesen a megváltozott makrogazdasági tényezők függvényében, gazdasági kényszerből történik. Az okok között szerepel a bankszolgáltatások iránti kereslet általános lassulása, a privát megtakarításokra irányuló

*Kalmár Péter a Szent István Egyetem PhD-hallgatója. E-mail: petkalmar@t-online.hu.
Zéman Zoltán a Szent István Egyetem, Üzleti Tudományok Intézetének igazgatója.
E-mail: zeman.zoltan@gtk.szie.hu.
Lukács János a Magyar Könyvvizsgálói Kamara elnöke. E-mail: mkvk@mkvk.hu.*

verseny erősödése, ami már nemcsak a bankok között folyik, hanem például biztosítótársaságok között is, valamint a bankok üzemviteli költségeinek növekedése, miközben a gyors üzleti volumennövekedést biztosító ügyletek – amelyekkel e költségnövekedést korábban még közömbösíteni lehetett – csökkennek.

A válságot követően az újraszabályozás, a profitabilitás, a hatékonyság növelése, valamint az ügyfelek és befektetők számára előállított értékteremtő folyamatok kerültek a szakma figyelmének középpontjába. Fentiek szükségessé teszik egy logikusan felépített, széleskörű információs rendszer megteremtését, jól kialakított kontrollingszerkezettel és –rendszerrel együtt. A döntéshozók részére a különböző döntési variációkra hangolt, releváns adatokat tartalmazó információbázis összeállítása mellett szükségessé vált a tervezési rendszer olyan jellegű átalakítása, amely jól követi a piaci viszonyok gyors változását, ezáltal biztosítja a banki stratégiai és operatív célok elérését (Zéman 2013). Ennek ellenére a kontrolling nem tekinthető olyan „csodamódszernek”, amely automatikusan garantálni képes a gazdálkodás eredményességét. Az csak a döntéshozók felelősség-, illetve jövedelmezőségtudatát erősíti, lehetővé téve egy következetes, céltudatos, rendszerezett döntési gyakorlatot a banktevékenység minden szintjén.

Hogy a pénzügyintézetek az új piaci és szabályozási kihívásoknak eleget tudjanak tenni, folyamatos fejlesztésekre, innovációra¹ van szükség. Ez egyrészt jelenti új termékek bevezetését, másrészt pedig olyan új módszerek, banküzemeltetési eljárások kifejlesztését is, amelyek növelik a költséghatékonyságot és pontosabb tervezést tesznek lehetővé, miközben az ügyfelek elégedettségét és lojalitását is növelik. Meglátásunk szerint a jelenlegi kontrollingrendszerek fejlesztési lehetősége a különböző banki tevékenységek során alkalmazott eljárások feltérképezésében és integrációjában rejlik. Az információtechnológia fejlődése lehetővé teszi komplex algoritmusok kiterjedt adatbázisokon való futtatását, ami számos egyéb nyereség mellett elősegíti a pontosabb előrejelzést, hatékonyabb bevétel- és költségtervezést, észszerűbb költséggazdálkodást. Gondoljunk például a kockázatelemzési („scoring”) modellekre, amelyek az ügyfelek fizetéseképtelenné válásának kockázatát vizsgálják. Habár ezen eljárások elsődleges célja az adott banki funkcióhoz kötődik (jelen példában a banki kockázatok csökkentéséhez), mind a metodika, mind az eredmények a menedzsmentkontrolling-rendszer tervezési és elemzési funkcióját a pontosabb előrejelzésen keresztül javíthatják, és elősegítik a bankok hatékonyabb költséggazdálkodását (pl.: pontosabb behajtásiköltség-előrejelzések segítségével) (Oravecz 2007).

¹ „Az innováció új vagy jelentősen továbbfejlesztett termék (áru, vagy szolgáltatás) vagy eljárás, új marketing módszer, vagy új szervezési-szervezeti módszer bevezetése az üzleti gyakorlatban, munkahelyi szervezetben vagy a külső kapcsolatokban” Forrás: OECD Oslo Kézikönyv harmadik kiadása, <http://nkfih.gov.hu/szakpolitika-strategia/archivum/oecd-oslo-kezikonyv>

A bankkontrollingnak a standard controlling metodikától való eltérését a bankok értéktéremtési folyamatának egyedi feladatai és azok termékei, valamint a banki ügyletek (pénzforgalom, hitelezés, tőkebefektetés stb.) határozzák meg. A fentiekből kitűnik, hogy a bankkontrolling jellegét tekintve a bank egészének irányítási feladatait alapvetően két jól körülhatárolható részterületnek – így a bank belső működésének controllingfeladatai és a szolgáltatások – integrálásával látja el (Zéman 2013). Ezt az integrációt csak a banki szervezeten belül funkcionáló controlling-alrendszereknek: – a költségkontrollingnak, az eredménykontrollingnak, a pénzügyi controllingnak – tervezési, terv-tény eltérés elemzési és információszolgáltatási funkcióinak összekapcsolásával tudja megvalósítani. Következésképpen a bank controllingirányultsága kettős: a bank belső működési biztonságát garantáló controllingfeladatok, illetve a bank és az ügyfél köre közé illeszthető ügyfélcontrolling-feladatok.

Jelen kutatás a teljesítményorientált kontrollingszemlélet és a hatékony piacorientált marketing egyidejű alkalmazásának egy potenciális csatlakozási pontját vizsgálja. A vizsgálat kiindulópontját a nyugati banki gyakorlatban egyre szélesebb körben alkalmazott, az ügyfelek vásárláspotenciálját vizsgáló ügyfélkapcsolati menedzsment („prospensity”) modellek alkotják. Ezek a modellek a különböző marketingkampányokban a korábbiaktól eltérően nem minden ügyfelet vagy az ügyfeleknek csak egy egyszerű kritériumrendszer alapján kiválasztott csoportját, hanem csak a valóban potenciális ügyfeleket célozzák meg. Ez egyaránt előnyös az ügyfél szempontjából, aki csak a számára releváns hirdetéseket és reklámanyagokat kapja meg, valamint a bank számára, mivel magasabb költséghatékonysági szint érhető el a modellek használatával. Az ügyfél vásárlási hajlandóságát vizsgáló modelleket a kiterjedt elemzői apparátussal és megfelelő mennyiségű és minőségű adatokkal rendelkező nagyobb vállalkozások, pénzügyintézetek a rendszeres kockázatelemzési, valamint ügyfélkapcsolati management (Customer Relationship Management – CRM) tevékenységük keretében állítják fel. Bár ezeket a módszereket a nagyobb hitelintézetek hazánkban is használják, a nyugati országokban működő szervezetek jellemzően szélesebb körben, az üzleti tevékenység több területén alkalmaznak emelt szintű statisztikai eljárásokat. A becsült vásárlási hajlandóságot vizsgáló regressziós modellek a meglévő korábbi (gyakran többéves) adatok alapján becslik azt, hogy a vizsgálat alanyai milyen valószínűséggel hajtanak végre egy bizonyos cselekvést (például a bank esetében milyen valószínűséggel folyamodnak egy folyószámláért, hitelért stb.). Ez lehetővé teszi a bankok számára, hogy az ügyfelek szűkebb körének célzott bevonásával hasonló szintű értékesítési eredményt érjenek el, mintha minden meglévő ügyfelet bevontak volna az adott kampányba. Ezzel a marketingköltségek egy része nemcsak csökkenthetővé válik, hanem a közgazdasági szempontból optimális szintre mérsékelhetőek az értékesítési és ügyfélstratégia függvényében. A közvetlen gazdasági haszon túl e regressziós modellek az éves stratégiai tervezés számára szolgálhatnak értékes információt. A bankok és hitelintézetek hazánkban és külföldön egyaránt kezdik felismerni, hogy az ügyfelek vásárlási hajlandóságát befolyásoló

tényezők meghatározása, számszerűsítése, valamint a regressziós modellek eredményeinek felhasználása – például lineáris programozás segítségével – lehetővé teszi a marketingkontrollerek számára a pontosabb értékesítési előrejelzések készítését, valamint az optimalizált költségtervezést. Tudományos szempontból jelentősnek tekinthető a vásárlási hajlandóságot befolyásoló tényezők kiterjedt minta alapján történő vizsgálata, valamint az értékes betekintés a banki ügyfelek viselkedésének jelenlegi tendenciáiba.

A szerzők egy, a marketingkontrolling jelenséget vizsgáló átfogó kutatás részeként jelen tanulmány keretében mutatják be az általuk az Egyesült Királyság három piacvezető lakossági bankjánál készített 14 (az üzleti gyakorlatban is implementálásra került) vásárlási hajlandóságot vizsgáló regressziós modellt, valamint elemzik azok kimeneti / magyarázó változóit. A modellek az elmúlt 5 év során készültek, közel 25 millió ügyfél adatainak felhasználásával. A modellek elsődlegesen a meglévő ügyfeleknek az Instant Access („lekötetlen”)², Fixed Term („fix lejáratú, lekötött”)³, valamint az ISA („adómentes, rögzített lejáratú, lekötött személyi”)⁴ típusú megtakarítási termékek vásárlásával, újrávásárlásával kapcsolatos hajlandóságát célozták meg.

Ahhoz, hogy megértsük az ügyfelek vásárlási hajlandóságát befolyásoló tényezőket, fontos megvizsgálni az ügyfelek és a pénzügyesek közötti interakció szintjét és hátterét. A szolgáltatások szektorában, különösképpen olyan bizalmi szolgáltatásoknál, mint a pénzügyiek, elengedhetetlenül fontos minden szervezet számára az ügyfélkapcsolat színvonalának fenntartása, a szolgáltatások és panaszok kezelése, valamint az ügyfélközpontú, értékteremtő folyamatok és marketing működtetése. A különböző szervezetek elsődlegesen termékeik/szolgáltatásaik, valamint kapcsolatmarketing-tevékenységükön keresztül létesítenek kapcsolatot ügyfeleikkel. *Berry (1983)* a kapcsolati marketinget kulcsfontosságú cselekvések folyamataként azonosítja, melyek célja *“az ügyfélkapcsolatok kialakítása, fenntartása és fejlesztése”*.

Neto és szerzőtársai (2011) átfogó tanulmányukban a kapcsolati marketing három szintjét vizsgálják: (i) *“Retention Marketing”* (Ügyfélmegtartási marketing): pénzügyi ösztönzők segítségével; (ii) *“Personalised Services”* (Személyre szabott szolgáltatások): társadalmi és pénzügyi kapcsolatok; (iii) *“Relationship consolidation with structural links”* (Kapcsolati konszolidáció strukturális összekötéssel): a szolgáltatásoknak az ügyfél számára értékessé tétele révén.

² Az Instant Access típusú termékekre magyarországi megfelelői: a rövid távú betétek; magasabb látra szóló kamatot biztosító megtakarítási számlák, valamint a befektetési számlák (általában pénzügyi befektetési jegyekhez kötött folyószámlák).

³ A Fixed Term típusú termékek Magyarországon elsősorban hosszú lejáratú bankbetétként ismertek.

⁴ Az ISA típusú termékekkel a tartós befektetési számla (TBSZ) hozható párhuzamba.

Ezekre épül a kapcsolati marketing legmagasabb szintje, amikor már a szervezettől való *„elpártolás költsége magas és értelmetlen”* az ügyfél számára. A tanulmány rámutat arra is, hogy ez a szint elsősorban az információtechnológia segítségével érhető el. Az információtechnológia térnyerése lehetővé teszi a bankok számára az ügyfelek jobban megismerését és megértését, ami akár az ügyfelek egyedi igényei köré kialakított szolgáltatások létrehozásához vezethet. Ez elősegíti az ügyfelek lojalitását, ami elengedhetetlen az *„erős ügyfélkapcsolathoz [...] és ismételt termékvásárláshoz”* (Dick – Basu 1994), az erős kapcsolatok pedig létfontosságúak a jelenlegi fogyasztói környezetben (Alnsour 2013).

Napjaink egyik leghatékonyabb és legértékesebb üzleti és kapcsolati „marketingeszköze” az ügyfélkapcsolati menedzsment (CRM) (Kaur 2013). Némely szerzők az ügyfélkapcsolati menedzsmentre mint *„a szervezet túlélésének és az ügyféllojalításnak a kulcselemére”* tekintenek (Anabila 2013). A CRM lojalitásfokozó és profitra gyakorolt hatása vitathatatlan, ugyanakkor optimális eredmény akkor érhető el, ha a szervezetek a marketing és CRM eredményeit és eljárásait a költség- és eredménykimutatásra fókuszáló, célorientált kontrolling-gyakorlatba is implementálják (Gaál 2007), ezáltal létrehozva költséghatékony, tudományos alapokkal rendelkező eljárásokat (például a tervezés, valamint a terv-tény elemzések területén).

A szakirodalomban is található számos törekvés az ügyfélprofilok tudományos vizsgálataira, valamint azon kulcstényezők megállapítására, amelyek az ügyfelek adott termékkel szembeni vásárlási döntését befolyásolják, mint például Gilberto 1989-es hagyományos jelzáloghitel refinanszírozási modellje (Gilberto–Thibodeau 1989), vagy Neto et al. (2011) számlabezárési valószínűséget becsülő regressziós modellje. Jelen tanulmányban a szerzők a korábban említett modellek módszertani szabályait követve vizsgálják meg a banki megtakarítási termékek iránti vásárlási hajlandóságot befolyásoló tényezőket. A modellek építése során az elsődleges üzleti cél a modellek valós értékesítési kampányokban történő felhasználása volt azzal a szándékkal, hogy a meglévő direkt marketing rendszer kiválasztási kritériumai mellett egy, a vásárlási hajlandóságot pontosabban becsülő kiválasztási eljárás kerüljön kidolgozásra. Az új eljárás a pontosabb becslés segítségével csak azokat az ügyfeleket javasolja bevonni a direkt marketingbe, akiknél a vásárlási hajlandóság magasabb, mint a véletlenszerű kiválasztás esetében.⁵ A másodlagos üzleti cél a meglévő termékértékesítési előrejelzések, valamint az éves pénzügyi tervezés korszerűsítése. A hitelintézetek a modellek eredményeit, valamint a modellek becslési funkcióját felhasználva kívántak pontosabb értékesítési és az ahhoz kapcsolódó költségelőrejelzést készíteni az éves pénzügyi tervezés keretében. A tanulmány tudományos célja egyrésztől a banki termékek vásárlását befolyásoló tényezők, azok súlyának és a befolyásolás irányának feltárása, másrészt a figyelem felhívása a kontrolling módszertanának

⁵ Mivel korábban nem létezett hasonló eljárás, így minden az adott decilisen belüli, a véletlenszerű kiválasztáshoz képest vett többletértékesítés előnyösnek tekinthető a bank szempontjából.

fejlesztési lehetőségére. A modellek hitelesítéséhez korábbi adatsorokat, valamint a kampányok utólagos értékelését használták fel.

2. Anyag és módszertan

Jelen tanulmány alapját a szerzők által az Egyesült Királyság három piacvezető⁶ lakossági bankjánál készített 14 vásárlási hajlandóságot vizsgáló regressziós modellje képezi. A modellek az elmúlt öt év során készültek, közel 25 millió⁷ ügyfél adatainak felhasználásával. A modellek elsődlegesen a meglévő ügyfeleknek az Instant Access („lekötetlen”), Fixed Term („kötött lejáratú, lekötött”), valamint az ISA - Individual Savings Account⁸ („adómentes, rögzített lejáratú, lekötött személyi”) megtakarítási termékek vásárlásával, újravásárlásával kapcsolatos hajlandóságát célozták meg.

Adatok: Az egyes modellekhez átlagosan 7,5 millió ügyfél mindenkor aktuális állománya került felhasználásra⁹. A modellek alapját képező változók a kampányidőszakot megelőző 12 hónap adatai alapján lettek összeállítva. Ezen változók 8 fő kategóriába sorolhatóak:

1. Demográfiai változók (kor, nem, családi állapot, földrajzi elhelyezkedés stb.)
2. Kapcsolat a hitelintézettel (kapcsolat hossza, termék száma, marketingszegmentáció stb.)
3. Birtokolt termékek (korábban és jelenleg birtokolt termékek, aktív termékkategóriák stb.)
4. Viselkedés (termékhasználat, tranzakciós minták, egyenlegkategóriák stb.)
5. Csatornahasználat (preferált csatornák, számlanyitási, tranzakciós csatornák stb.)
6. Külső ügyfél szegmentáció (például: ACORN¹⁰ vagy MOSAIC¹¹ kategóriarendszer)
7. Kockázati szegmentáció (külső szolgáltató által biztosított egységesített információ stb.)
8. Jelen- és jövőbeli ügyfélérték (ügyfélprofitabilitás, NPV, vásárlási potenciál stb.)

⁶ A három bank a becsült teljes lakossági megtakarítási piac közel 17%-át tette ki 2014-ben. (Forrás: https://www.bba.org.uk/wp-content/uploads/2014/06/BBA_Competition_Report_23.06_WEB_2.0.pdf)

⁷ A szerzők a 25 millió ügyfél alatt a három bank összesített ügyfélállományát értik.

⁸ Bővebb információ az ISA - Individual Savings Account megtakarítási számláról az HM Revenue & Customs (Az Egyesült Királyság Adó- és vámhivatala) oldalán található (<http://www.hmrc.gov.uk/isa/index.htm>).

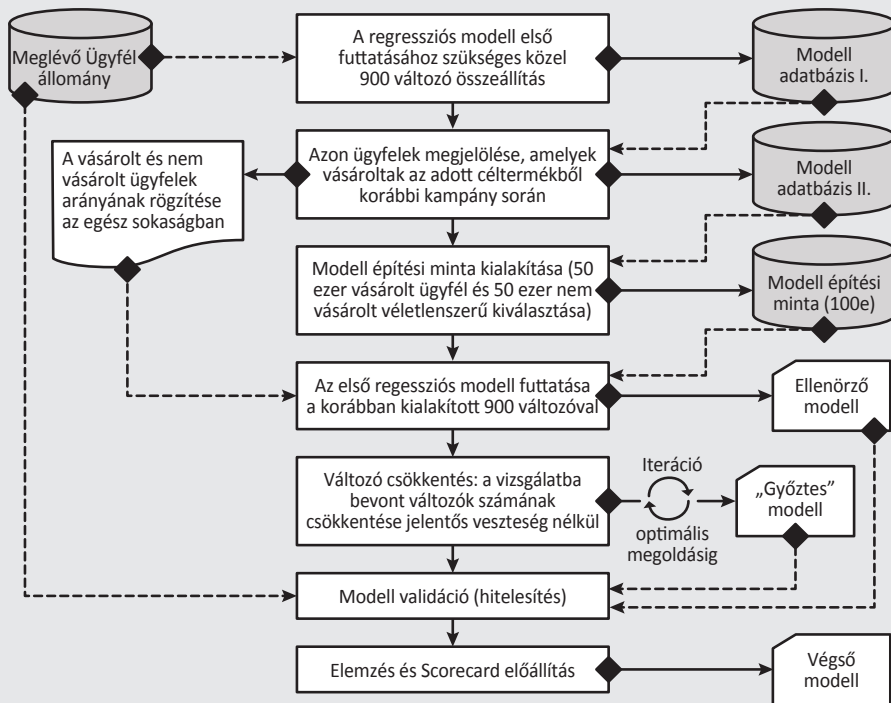
⁹ 5 évet vizsgálva a 3 termék, valamint 14 modell esetében, ez közel 25 millió különböző ügyfelet jelent.

¹⁰ Bővebb információ az ACORN típusú ügyfélszegmentációról a CACI nevű szervezet hivatalos weboldalán található (<http://acorn.caci.co.uk/>).

¹¹ Bővebb információ a MOSAIC típusú ügyfélszegmentációról az EXPERIAN nevű szervezet hivatalos weboldalán található (<http://www.experian.co.uk/business-strategies/mosaic-uk.html>).

Alkalmazott statisztikai módszertan: Az egyes modellekhez a logisztikus regresszió módszertana került alkalmazására,¹² mivel a modellek alapvetően egy kétkimenetű esemény (jelen esetben egy adott termék vásárlásának) a bekövetkezési valószínűségét vizsgálják. Az 1. ábra részletezi a tanulmányhoz kialakított modellkészítés egységesített folyamatát. Első lépéseként a regressziós modellhez szükséges közel 900 változó (ez az átlag-változószám a 14 modell alapján), egyszerű adatbányászati módszerekkel történő kialakítására került sor. Ebben a lépésben több megközelítés lehetséges. A változók közötti látens struktúra feltérképezéséhez a szerzők adatredukciós többváltozós módszerek alkalmazását javasolják (mint például főkomponens-elemzés vagy faktorelemzés). Ezek a módszerek segítenek olyan látens tényezők feltárásában, amelyek a változók egymással szorosabb korrelációban lévő csoportjaiból képezhetők. Az így kialakított új változók kerülhetnek felhasználásra a modellben. Másik lehetőség az összes elérhető, az adott téma szempontjából logi-

1. ábra
A vásárlási hajlandóságot becslő modellek építésének egységesített „start to end” folyamata a vizsgált bankoknál



Forrás: Saját összeállítás

¹² Mivel a függő változó dichotóm, így a szerzők azt feltételezték a modellkészítés során, hogy a magyarázó változók az eredmény bekövetkezési valószínűségét befolyásolják.

kialakításuk világszerte releváns változóknak a kezdeti modellbe történő bevonása, mely az elemszám méretétől függően jelentős számítási, informatikai kapacitást igényelhet. A regressziós modellek eredményeinek értelmezhetőségéhez fontos a változók számának racionalizálása, ugyanakkor a változók kialakításakor fontos figyelembe venni, hogy logisztikus regresszió esetében – amennyiben olyan kategóriális magyarázó változót kívánunk bevonni a vizsgálatba, amelyben 2 kategóriánál több van – azon változóból ún. „dummy” változók segítségével különböző kategóriális csoportokat kell képeznünk. A szerzők számos esetben (például a tranzakciók értékét, a jövedelmi, valamint az eszközállományt vizsgáló változókra) képezték több, az egyes kategóriákat külön vizsgáló bináris változókat, ami a kezdeti változók viszonylagosan nagy számát eredményezte.

A modellépítés második fázisa egy véletlenszerűen kiválasztott sokaság kialakításával kezdődik. Erre elsősorban a feldolgozási idő csökkentése miatt volt szükség (a szerzők a modellek építéséhez a SAS® Enterprise Miner™ 5.1-es verzióját használták). A legtöbb modellhez 50.000 olyan ügyfél került véletlenszerűen kiválasztásra, aki korábbi kampány esetében már vásárolt hasonló terméket, valamint 50.000 olyan ügyfél, aki nem vásárolt. Ezt követően, az eredeti megoszlást figyelembe véve, a teljes változó állomány bevonásával egy sor CHAID (Chi² Automatic Interaction Detector - többváltozós rekurzív klasszifikáló eljárás) döntési fa, valamint logisztikus (logit) regressziós modell használatával az Ellenőrző-modell kerül kialakításra. A következő matematikai alapmodell kerül felhasználásra a számítások során (Campbell 2004):

$$\ln \frac{P(Y=1|x_i)}{1-P(Y=1|x_i)} = \ln \frac{P(Y=1|x_i)}{P(Y=0|x_i)} = a + \sum_{j=1}^m b_j * x_{i,j} \quad (1)$$

Ahol, Y = a célváltozó; a = konstans érték, az Y=0 esetén vett érték; b_j = a j-edik a független változó vektora; x_{i,j} = az i-edik egyed j-edik jellemzőjének értéke; m = a jellemzők száma

A modellépítés harmadik fázisa a változók számának redukálása (optimalizálása), valamint a modellek becslőerejének hitelesítése. Első lépésben a kialakított modell szoftveren belüli hitelesítése történik. A hitelesítéshez az ellenőrző modellt vesszük alapul, mivel ez képes a legnagyobb mértékben magyarázni a célváltozót. A különböző iterációk során a változók számát¹³ úgy csökkentjük („Stepwise” eljárást alkalmazva), hogy a kumulatív nyereség szignifikánsan¹⁴ ne csökkenjen. Habár

¹³ A változók modellben maradásának feltétele, hogy az F-próba értéke ne haladja meg a 0.05-ös szintet.

¹⁴ A szerzők az elemzés során azt vették figyelembe, hogy a modellek elsődleges célja az értékesítés hatékonyságának növelése, ezáltal a költségek optimalizálása, így a végső modell kezelhetősége és értelmezhetősége is jelentős szempont volt. A szerzők a magyarázó változók számának minimalizálását tűzték ki célul, amellett hogy a kiindulási modellhez képest a végső modell első decilisében elért nyereségcsökkenés nem haladhatja meg az 5%-ot. További kritérium volt, hogy a kezdeti modell teljesítménye (AUC – Area under curve), nem lehet kevesebb, mint 70%.

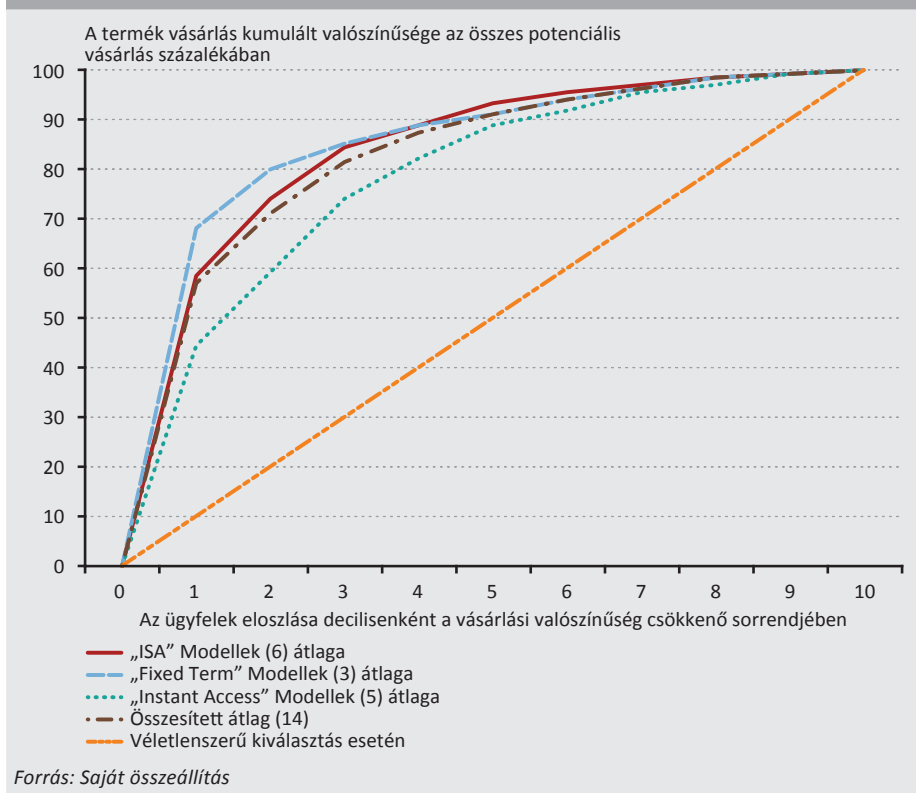
a modellek a statisztikai szoftver segítségével kerülnek összeállításra, az elemzői utóhangolás elengedhetetlen annak érdekében,

hogy az előállított modell eredménye értelmezhető legyen a stratégiai cél mentén. Gyakran a modell a szükségesnél több változót von be a vizsgálatba, így egyes változók kombinálása vagy elemzői döntés alapján történő figyelmen kívül hagyása szükséges lehet, amennyiben ez jelentősen¹⁴ nem befolyásolja a kumulatív vásárlási valószínűséget. A modell eredményeként a becslt értékesítési többlet decilisenként, kumuláltan kerül kimutatásra. A modellek megkülönböztetőképességének grafikus megjelenítésére a szerzők a ROC-görbéket¹⁵ használták az elemzés során. A 2. ábra azt mutatja meg, hogy az egyes modellek (terméktípusonként átlagolva) milyen mértékben képesek egy adott esemény bekövetkezésének valószínűségét becsülni a véletlenszerű kiválasztáshoz képes. A modellek teljesítménye a grafikon alatti terület nagysága (AUC – Area Under Curve) alapján válik összehasonlíthatóvá.

2. ábra

ROC15 görbék a kialakított modellek teljesítményének vizsgálatára.

A (logit) regressziós modellek (terméktípusonként átlagolt) teljesítményének összehasonlítása a véletlenszerű kiválasztáshoz viszonyítva.



¹⁵ Receiver Operating Characteristic

Amennyiben a változók száma optimális (minimális számú változó szignifikáns¹⁴ nyereségcsökkenés nélkül), úgy a regressziós egyenlet (model scores / scorecard) exportálásra, valamint további hitelesítésre kerül. Második lépésként a modelladatokot korábbi, az építéshez fel nem használt kampányadatok alapján tesztelik. Jellemzően 6, 12 valamint 18 hónap adatait vonják be, mivel az ennél régebbi adatok a jelentősen különböző piaci viszonyok következtében nem tekinthetők relevánsnak. Amennyiben a modell adatai stabilak, úgy végső hitelesítése az aktuális ügyfélállomány vásárlási hajlandóságának a regressziós egyenlet alapján történő becslése segítségével, statisztikai szoftverek használatával történik (a szerzők ehhez a SAS® Enterprise Guide™ 4.1-es verzióját használták). Amennyiben a modell elején mért eloszlás az aktuális állományból származó új, pontozott eloszlástól nem tér el szignifikánsan¹⁶, úgy lehetőség van a modell üzleti célú alkalmazására. A kialakított modellek újabb kampányokban felhasználhatók, de mindig ellenőrizni kell, hogy a modellek magyarázó ereje hogyan változik, és szükség esetén új modellt kell építeni.

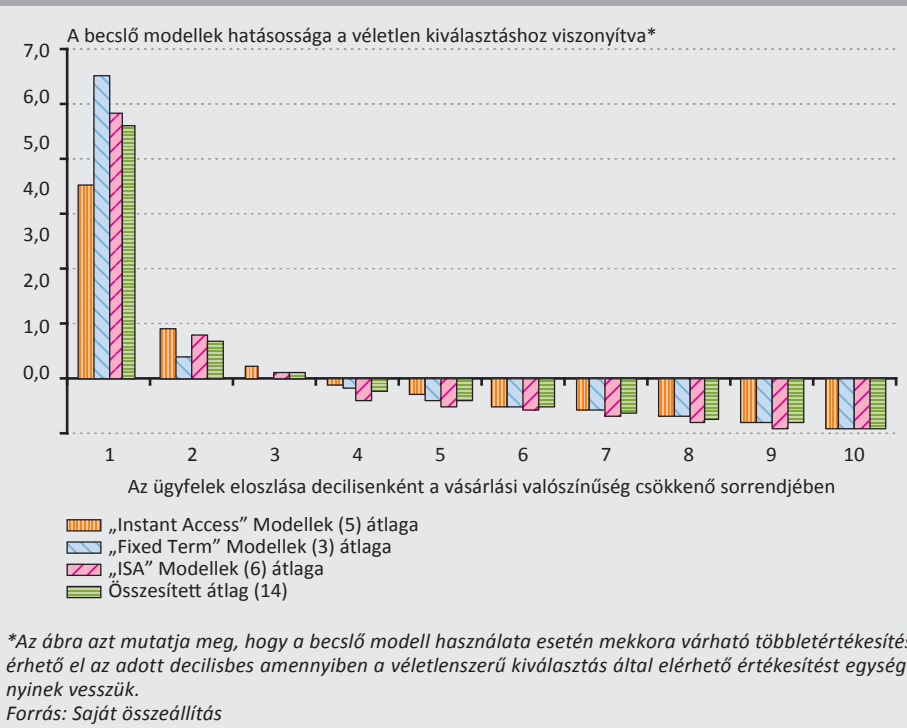
3. Eredmények

A jelenlegi banki gyakorlatban a kampányok költségvetése az előző évek tapasztalataira, adataira, a stratégiai célokra és az inflációra alapozva az év elején kerül kialakításra. A vizsgált bankok esetében a gyakorlat az volt, hogy kampányonként egy adott termék meglévő ügyfélkörének csak a 30–40%-át célozták meg direkt marketing eszközökkel (pl: levél, e-mail, telefonhívás stb.). A modellek abban segítettek ezt a kiválasztási folyamatot, hogy az ügyfeleket a véletlenszerű kiválasztáshoz képest az adott termékkel kapcsolatos vásárlási hajlandóságuk alapján rangsorolták. Így a bankok azt a 30–40%-ot tudják értesíteni, ahol a legnagyobb a vásárlás valószínűsége, ezáltal elérve egy magasabb költséghatékonysági szintet. A 3. ábrán látható, hogy az elsődleges üzleti végcél szempontjából a szerzők által kialakított 14 modellből 11 jelentős¹⁷ többletértékesítést eredményezett az első három decilisben, a további 3 modell pedig az első 4 decilisben.

¹⁴ A tanulmányhoz alkalmazott modellek esetében a vizsgált, valamint az eredeti populáció eloszlása a vásárlási valószínűség, valamint a magyarázó tényezők függvényében minden esetben legalább 0.7-es korrelációs szintet kell elérjen. Amennyiben valamely tényező függvényében az eloszlások korrelációja nem érte el az adott szintet, úgy az adott magyarázó változó további vizsgálatára volt szükség.

¹⁷ Minden a véletlenszerű kiválasztáshoz képest azonosított többlet értékesítési potenciál az adott decilisben pozitív eredményként könyvelendő el. A vizsgált hitelintézetek esetében a termékmenedzserek jelentősnek minősítettek minden olyan értékesítési valószínűség többletet, amely a véletlenszerű kiválasztáshoz képest legalább kétszeres vásárlási valószínűséget eredményezett az összes ügyfél 30% vagy 40%-ánál.

3. ábra
Becsült értékesítési többlet a 14 vizsgált modell alapján
 (terméktípusonként átlagolt)



Az előre meghatározott költségkeret helyett a kialakított modellek alapján a bankoknak elméletben addig érdemes bevonni újabb ügyfeleket, amíg minden pótlólagos költségbevonás esetén legalább a véletlenszerű kiválasztáskori vásárlási valószínűséggel rendelkező ügyfelet tudunk bevonni a kampányba (feltételezve, hogy az ügyfelek kiválasztása a vásárlási valószínűség csökkentő sorrendjében történik).

Az elsődleges üzleti célon túl a modellbe bevont változók alapján lehetőség nyílik a potenciális ügyfél profiljának kialakítására a különböző termékek tekintetében. Ez különösen fontos a terméktervezés, valamint az éves termék értékesítés tervezése során. A 1. táblázat összegzi a 14 modell termék típusonként összesített változóit, valamint azoknak a modellekre gyakorolt átlagos kihatásukat. A változók a különböző modellekben való előfordulásuk alapján két csoportra bonthatóak: (i) közös tényezők, amelyek legalább két termék típusban előfordulnak magyarázó változóként, (ii) megtakarítási termék specifikus tényezők, amelyek csak egy adott termék modellhez tartoznak

1. táblázat

A vásárlási, újvásárlási hajlandóságot meghatározó legfőbb tényezők

(terméktípusonként átlagolt)

	A tényező súlya és a hatás iránya			
	Instant Access Modellben	Fixed Term Modellben	ISA Modellben	
Életszakasz / Külső ügyfél szegmentáció	40%	28%	23%	Közös tényezők
Ügyfél életkora	8%	15%	41%	
Birtokolt megtakarítási termékek száma	5%	4%	7%	
Átlagos megtakarítási számla egyenleg (3 hónap)	2%	24%		
Átlagos folyószáma egyenleg (3 hónap)		5%	4%	
Internetbank használat	22%		18%	
Ügyfélkapcsolat hossza	3%			Megtakarítási termék specifikus tényezők
Csoportos beszedési megbízások száma			3%	
Hiteltermékek száma	(-14%			
Átlagos folyószámla tranzakció nagysága	4%			
Eltartottak száma		(-2%		
Kockázati besorolás		4%		
Családi állapot		12%		
Folyószámlán kapott kamat mértéke		3%		

*Azok a tényezők nem kerültek feltüntetésre, melyeknek magyarázó ereje a modelleknél nem éri el a 2%-ot
 Forrás: Saját összeállítás

Közös tényezők: A legnagyobb magyarázó erővel rendelkező tényező az Életszakasz / Külső ügyfél szegmentáció. Ez a változó egy független piackutató cég (CACI, Ebench-markers) rendszeres kérdőíves felmérésének, valamint az országos népszámlálásnak az eredménye. Az adatokat postai körzetekre lebontva mutatják, az Egyesült Királyság teljes populációjának a különböző szegmenseit, demográfiai, földrajzi, életstílus-jellemzői, valamint fogyasztási szokásai beható vizsgálata alapján. A változó igazi erejét a fogyasztói szegmensekbe való betekintés mélysége adja, amely információ a bankok számára más módon nem érhető el¹⁸.

A második legerőteljesebb magyarázó tényező a megtakarítási termékek vásárlási, újvásárlási hajlandóságát vizsgáló modellekben az ügyfél életkora. Ez a változó adja közel 41%-át az ISA ("adómentes, kötött lejáratú, lekötött személyi") modellek magyarázott hányadának. Az életkor változó alapvetően azért jelentős a megtakarítási modellekben, mert ez reprezentálja az ügyfél számára rendelkezésre álló idő

¹⁸ Például a populáció öt fő kategóriára van osztva a "Jó módú versenyképesektől" (Wealthy Achievers) kezdve a "Nehéz körülmények között élőkhöz" (Hard Pressed). Ezek a változók a népszámlálásból származó adatok, valamint életstílust és fogyasztási szokásokat vizsgáló kérdőíves felmérések eredményeként jöttek létre, ezáltal is erősítve a modellek becslő képességét.

mennyiségét ahhoz, hogy elegendő forrást biztosítson megélhetésre és megtakarításra. A modellek előzetes vizsgálatából látszik, hogy az egy ügyfélre jutó átlagos megtakarítás összege erős korrelációt mutat az ügyfél-életkorral. Ez különösen jól érzékelhető az ISA-modellek tekintetében. Az ISA-termékek lényege, hogy az ügyfél az állam által meghatározott éves keretig helyezhet el új megtakarítást egy adómentes számlán. A korábbi évek kumulált megtakarítása továbbvihető erre az új adómentes számlára lejáratkor (ehhez új, az aktuális kondícióknak és kamatoknak megfelelő ISA termék vásárlása szükséges), vagy az ügyfél dönthet úgy, hogy lejárat után nem vásárol új ISA-terméket, de ez esetben mindösszesen 0,5% éves kamatprémiumban részesül. Ebből következik, hogy minél több pénzt takarított meg az ügyfél az évek során kumuláltan, annál inkább érdekelt abban, hogy az adómentes megtakarítás továbbra is egy, az aktuális körülmények között legmagasabb hozamot kínáló, új adómentes számlán maradjon, illetve hogy az újabb megtakarítások az éves keretig hozzáadódjanak a számlához. Hajlamosító tényező továbbá a birtokolt egyéb aktív megtakarítások száma is. Amellett hogy ennek a változónak kisebb a relevanciája, képes jellemzést adni az ügyfél bankkal kialakított korábbi kapcsolatáról, illetve a piaci jelenlét mértékéről.

A tényezők között szerepel továbbá a termék vásárlását megelőző három hónap megtakarítási és folyószámla-egyenlege. Ezek a változók jó indikátorai a megtakarítási számlára szánt összeg meglétének, illetve a kialakuló tudatos megtakarítási szándéknak. Az utolsó közös tényező (jelen tanulmány alapján) az Internetbank használata. Ez a tényező befolyásoló erejű az Instant Access („lekötetlen”) és az ISA modellek esetében, ugyanakkor nincsen jelen a Fixed Term („kötött lejáratú, lekötött”) termékek esetében. Ennek oka a korprofilban keresendő. Míg a kötött lejáratú, lekötött termékeket elsősorban az 55 éves kornál idősebbek keresik (69%-a az összes kötött lejáratú termékkel rendelkezőnek), addig a lekötetlen termékek esetében az ügyfelek a legnagyobb valószínűséggel a 25–44 éves korcsoportba esnek (38%), míg az ISA termékek esetében a 35–64 éves korcsoportba (83%). Az internethasználat szintén korrelál az ügyfelek életkorával, ugyanakkor fordítottan arányos összefüggést mutat.

Megtakarítási termék-specifikus tényezők: Instant access termékmodellek: ezekben a modellekben az ügyfélkapcsolati élettartam, valamint az átlagos folyószámla-tranzakciók mint magyarázó tényezők jelentős szerephez jutnak, ugyanakkor a legjelentősebb hatása a termékspecifikus tényezők között a hiteltermék-birtoklásnak volt. Különösen erős összefüggést mutat a folyószámlahitel jelenléte és mértéke, valamint a hitelkártya-kintlévőség mértéke. A modellre gyakorolt negatív hatás egyértelműen mutatja, hogy a hitel mértéke fordítottan arányos az ügyfél megtakarítási hajlandóságával (jelen esetben talán helyesebb a megtakarítási képesség kifejezést használni). Ez a tényező azért jelentős az Instant access modellekben, mivel ennek a terméknek, valamint a hiteltermékeknek alapvetően azonos a cél-korcsoportja.

Fixed term termékmodellek: a kötött lejáratú, lekötött termékek alapvetően egy adott életszakaszhoz kapcsolódó termékek, így a legnagyobb hatása azoknak a tényezőknek van, amelyek az életszakasz profilját jellemzik, mint például az eltartottak száma, családi állapot, kockázati besorolás stb. A modellekből látszik, hogy azok az idősebb párok, ahol a gyermekek már nem élnek velük egy háztartásban, az ügyfél nem rendelkezik aktív hitelekkel és egy jó adós kockázati besorolásba tartozik, azok fognak a legnagyobb valószínűséggel ilyen terméket vásárolni. A jelenlegi alapvetően alacsony referenciakamatok miatt elmondható, hogy az ügyfelek viszonylag kis palettáról válogathatnak a banki kamatok terén. Az Egyesült Királyság piacán jelenleg kínált látra szóló betéti termék kamatszórása alacsony, így a modellekből is jól látszik, hogy az érzékenység (kamatérzékenység) nem erősen reprezentált a modellekben. Az egyetlen terméktípus a fix lejáratú (Fixed Term) termék, ahol ez a kamatmérték megjelenik a magyarázó tényezők között. Itt a futamidő függvényében a referenciakamatok nagyobb szórásával találkozhatunk, ami egyértelműen az erősebb versenyhelyzetre utal. A Fixed Term modellben megjelenő kamatérzékenység azt támasztja alá, hogy az e terméket kereső ügyfelek is tisztában vannak az előbb említett versenyhelyzettel és az alkupozíciójukkal.

ISA-termékmodellek: e modelleknél a magyarázott hányad 93%-a (a vizsgált 6 modell átlaga alapján) a közös megtakarítási termék hajlandóságot befolyásoló tényezőkkel magyarázható. További, bár alacsony magyarázó erejű, változó a csoportos beszédési megbízások száma. A csoportos beszédési megbízások száma alapvetően egy életszakaszhoz kötődő tranzakciós viselkedési profil, amely kor- és ügyfélszegmens szempontjából mutat egyezőségeket az ISA-terméket vásárló ügyfelekkel. A 4. ábra összegzi a különböző tényezőket, valamint azoknak a modellekre gyakorolt hatását és irányát.

4. Következtetések és javaslatok

A modell készítése során kialakított elemzési folyamatok és azok eredményei véleményünk szerint több szinten hasznosíthatóak:

- i. Direkt módon az értékesítési kampányok részeként a célzott ügyfélcsoport-kialakítás költséghatékony és hatásos eszköze lehet.
- ii. Ugyanakkor a modellek a marketingfunkción túl jelenlegi formájukban képesek pontosabb termékértékesítési előrejelzések készítésére is. Ez nagymértékben javíthatja a kontrolling tervezési funkciójának hatékonyságát. Véleményünk szerint további, elsősorban bankon kívüli tényezők/változók¹⁹ bevonásával az előrejelzés hatásfoka növelhető.

¹⁹ Például az adott hitelintézet piaci részesedése az adott termékkörben, az ügyfelek elégedettsége, a piacon található termékszála szórása, a fiókhasználat relative mérete stb.

- iii. A kialakított modellek és általában a matematikai, statisztikai eljárások lehetővé teszik bizonyos költségkategóriák optimális szintjének meghatározását. Például a korábban említett egyszerű kampányköltség tervezési folyamat helyett meghatározhatóvá válik a kampányba bevonható ügyfelek optimális száma, ami adott egységköltség mellett a maximális várható profitot biztosítja a bank számára²⁰.
- iv. A modellek közvetett módon szolgálhatják a stratégiai tervezési funkciót is. Egyrészt az eredmények segítik a döntéshozókat egy termék célszégmensének jobb megértésében, másrésztől a banki iparágban egyre gyakrabban használt ügyfélérték meghatározásának elengedhetetlen feltétele a jövőorientált, vásárlási hajlandóságot, azaz a potenciális jövőérték vizsgáló mutatók megléte.

Az eredmények, valamint a módszertani megközelítés véleményünk szerint nemcsak a banki iparág, de a tudomány és az üzleti világ egyéb területein is hasznosíthatóak. Egyrészt a marketing területéért felelős kontrollingszakemberek számára biztosít olyan információt, amely pontosabb tervezést tesz lehetővé (például az említett változók köré építhető mutatószámok, riportok, vagy az éves értékesítés tervezési modell részét képezhetik), valamint üzleti elemzők részére nyújt aktuális betekintést az ügyfélviselkedés területére. Másrészt jelen tanulmánnyal a szerzők fel kívánják hívni a figyelmet a korszerű statisztikai eljárások és a társadalomtudomány eredményeinek szükségességére a bank és egyéb szolgáltató szektorokban.

A szerzők javasolják a téma további vizsgálatát. A kutatás kiterjeszhető egyrészt más országok adataira (például magyarországi adatokra történő kiterjesztés), másrészt más terméktípusokra (hiteltermékek, folyószámlatermékek, biztosítási termékek). Egy lehetséges kutatási irány a kulturális és társadalmi különbségek, valamint a váltságot megelőző és azt követő időszak ügyfélprofiljai közötti különbségek vizsgálata.

Felhasznált irodalom

Alnsour, M.S. (2013): *How to Retain a Bank Customer: A Qualitative Study of Jordanian Banks Relational Strategies*. International Journal of Marketing Studies, Vol. 5, No. 4.

Anabila, P. – Awunyo, D.V. (2013): *Customer relationship management: A key to organisational survival and customer loyalty in Ghana's banking industry*. International Journal of Marketing Studies, 5(1), pp. 107-117.

Berry, L. (1983): *Relationship Marketing*. American Marketing Association, Chicago, IL.

Campbell, M.J. (2004): *Statistics At Square Two*. BMJ Books, London, pp. 37-58.

²⁰ Az az ügyfélszám, ahol a pótlólagos direkt marketing egységköltsége egybeesik az abból várható marginális többletbevétellel.

- Dick, A.S. – Basu, K. (1994): *Customer loyalty: toward an integrated conceptual framework*. Journal of the Academy of Marketing Science, Vol. 22 No. 2, pp. 99–113.
- Gaál, N. (2007): *Theoretical Background of Marketing-controlling*. (<http://ideas.repec.org/h/pkk/sfyr07/55-64.html> - Last access: 2012. november 10.)
- Gilberto, S. – Thibodeau, T. G. (1989): *Modeling Conventional Residential Mortgage Refinancings*. Journal of Real Estate Finance and Economics. 2: 285–299, Kluwer Academic Publishers.
- Kaur, N. (2013): *Customer relationship management in Indian Banking Sector*. BVIMR Management Edge, Vol. 6, No. 1 (2013) pp. 33–43.
- Neto, M. T. R. – Souza, J.C. – Souki, G.Q. (2011): *Identifying variables that predict clients' propensity to end their checking accounts*. International Journal of Bank Marketing, Vol. 29 No. 6, pp. 489-507. Emerald Group Publishing Limited, 0265–2323.
- Oravec Beatrix (2007): *Credit scoring modellek és teljesítményük értékelése*. Hitelintézeti Szemle, Hatodik évfolyam 6. szám, pp. 607–627.
- Zéman Zoltán – Gácsi Roland (2013): *The theory of bank controlling*. In: Sgri P. A. Inamdar – Abeda P. Inamdar – Mayanka Sharma (Szerk.): *Compilation of Abstracts CHECKMATE 2013: 4th Annual International Conference*. Maharashtra, India, Pune: Allana Institute of Management Sciences, Paper 34.

Az egynapos fedezetlen bankközi ügyletek időzírási jellemzői a VIBER-ben

Bodnár László – Luspáy Miklós – Pintér Cecília

A tanulmány az MNB által üzemeltetett, nagyértékű fizetési rendszerben (VIBER¹) teljesülő, egynapos fedezetlen bankközi ügyletek időzírást, időtartamát, valamint az ezeket befolyásoló hatásokat vizsgálja pénzforgalmi szempontból. A szerzők elsősorban arra a kérdésre keresnek választ, hogy megfigyelhető-e a VIBER-ben teljesülő fedezetlen ügyletek teljesítési időpontjait tekintve bizonyos minták, trendek, milyen tényezők befolyásolják, melyek a főbb mozgatórugói egy-egy fedezetlen bankközi ügylet teljesítési időzírást, illetve mitől függhet adott ügylet időtartama. Az elemzés eredményeként megállapították, hogy pénzügyi sokkok esetén a hitelintézetek hasonlóan reagálnak az O/N tételeik időzírást, illetve vonatkozásában. A futamidőre elsősorban nem a hitelfelvételek, hanem a visszafizetések időzírást gyakorol nagyobb hatást.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E42, E44, G21

Kulcsszavak: fizetési rendszer, VIBER, BKR, pénzforgalom, likviditás, likviditásmenedzsment, egynapos fedezetlen bankközi piac, tételidőzírást, futamidő

1. Bevezetés

Tanulmányunkban a VIBER-ben teljesülő pénz- és tőkepiaci tranzakciók elszámolási gyakorlatának feltérképezését, azon belül is az egynapos fedezetlen pénzügyi ügyletek (O/N) kihelyezését és visszafizetésének időzírást szokásait vizsgáljuk. Jelen cikkünket egy tanulmányosorozat első részeként tekintjük, a sorozat folytatásaként a későbbiekben pedig a fizetési rendszerekben teljesülő egyéb bankközi ügyletek elemzésére kívánunk kitérni.

Elemzésünk során a hazai O/N fedezetlen bankközi ügyleteket összekötöttük a VIBER tranzakciós adatbázisával, és megvizsgáltuk az ügyletek teljesítésének időzírást,

*Bodnár László a Magyar Nemzeti Bank Pénzügyi infrastruktúrákat felügyelő és ellenőrző főosztály elemzője.
E-mail: bodnarl@mn.b.hu.*

*Luspáy Miklós a Magyar Nemzeti Bank Pénzügyi infrastruktúrákat felügyelő és ellenőrző főosztály vezetője.
E-mail: luspaym@mn.b.hu.*

Pintér Cecília a Magyar Nemzeti Bank Pénzügyi infrastruktúrákat felügyelő és ellenőrző főosztály közgazdasági elemzője.

E-mail: pinterc@mn.b.hu.

¹ A hazai nagy értékű időkritikus fizetési forgalom, így a bankközi pénzügyi ügyletek is ezen az MNB által üzemeltetett fizetési rendszeren keresztül teljesülnek (VIBER = Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszer).

az időzítési magatartások eltérésének okait, illetve a teljes bankszektor alkalmazkodását az időszakban bekövetkezett piaci eseményekhez.

A bankrendszer stabil működésének elengedhetetlen feltételét jelentik a hatékonyan működő pénz- és tőkepiacok, többek között a bankrendszerben lévő likviditás optimalizálása is itt valósul meg. A pénzpiaci ügyletek két alpiacát különböztethetjük meg. Az ún. *fedezett* pénzpiaci ügyleteknél az egyes tranzakciókban részt vevő bankok fedezetet kötelesek biztosítani az adott ügylet garantált teljesítése érdekében. Ilyen esetekben a partnerkockázat lefedezésre kerül. Ide tartozik többek között a *repo-piac*, ahol a mögöttes fedezetet valamilyen értékpapír jelenti, valamint az *FX-swap piac*, melynek keretében devizacsere-ügylet történik, vagyis az „*egyik devizában keletkezett követelés szolgál fedezetként a másik devizában fennálló kötelezettségre*” (Páles et al. 2010). A pénzpiaci ügyletek másik szegmensét a *fedezetlen* (depo) ügyletek képezik, ahol nem kérnek fedezetet az ügylet teljesítéséhez, így nincs biztosíték az adott ügyletben részt vevő másik hitelintézet csődje esetén. Ebben az esetben az üzleti partnerek által egymással szemben felállított partnerlimitiek korlátozzák a hitelnyújtást, hitelfelvételt. Többféle futamidőre is lehet ügyletet kötni, forgalom tekintetében azonban a hosszabb futamidők kevésbé relevánsak. Cikkünkben ezért elsősorban az egynapos, fedezetlen overnight-ügyletekre fókuszálunk. Az O/N bankközi piacon az átmeneti likviditástöbblettel vagy -hiánnyal rendelkező piaci résztvevők – több más piaci és jegybanki lehetőség mellett – hitelt nyújthatnak egymásnak egy napos határidővel, azaz a következő üzleti napon történő visszafizetési kötelezettséggel. Ezeket a rövid futamidővel kötött ügyleteket a bankok likviditásmenedzsmentjük egyik kiemelt eszközének tekintik. Természetesen a hitelintézeteknek lehetőségük van arra is, hogy ügyleteiket a jegybankkal kössék – likviditástöbblet esetén betétet tudnak elhelyezni a jegybanknál, míg likviditásszűke kapcsán hitelt tudnak felvenni –, optimális esetben azonban a bankrendszer szereplői nem a jegybankkal, hanem egymás közt teljesítik az ilyen jellegű tranzakciókat, amit a jegybanki árazás (kamatfolyosó szélessége) is ösztönöz. Cél az, hogy az egyes hitelintézetek felesleges likviditásukat a bankközi piacon helyezték el, a szükséges forrásokat pedig szintén lehetőség szerint innen szerezzék be. Mivel egy O/N fedezetlen bankközi ügylet egyaránt tekinthető hitelnyújtásnak vagy betételhelyezésnek – attól függően, hogy az üzletkötők mit írnak a kötjegyre –, ezért a továbbiakban O/N bankközi hitelkihelyezésként és -visszafizetésként hivatkozunk rá.

Egy O/N fedezetlen bankközi ügyletet két partner közvetlenül egymással tárgynapon (továbbiakban T nap) piaci feltételekkel köt meg, melynek teljesítése pénzmozgást (tőkemozgást), azaz fizetést idéz elő az ügyletben résztvevők között. T nap az O/N hitelt nyújtó (A Bank) eljuttatja a tőkeösszeget a hitelt felvevőnek (B Bank). A tárgynapot követő napon (továbbiakban T+1 nap) a hitelt felvevő visszafizeti a tőkeösszeget.

szeget és az ügyletkötés során megállapított kamatláb szerinti kamatösszeget az A bank részére.

Az O/N ügyletekhez köthető pénzmozgás két módon teljesülhet, attól függően, hogy az ügylet szereplői hol vezetik pénzforgalmi számlájukat. Amennyiben a hitelt nyújtó hitelintézet nem vezet számlát a hitelezett banknak és két, a VIBER-ben közvetlen résztvevő fél köt egymással O/N fedezetlen bankközi ügyletet, akkor az ügylet teljesítésére a nagyértékű fizetési rendszerben, a VIBER-ben kerül sor. Nem feltétlenül realizálódik azonban VIBER tranzakcióként az O/N fedezetlen bankközi ügylet akkor, ha valamelyik hitelintézet az ügyletet kötők közül a másiknak pénzforgalmi számlát vezet. Ilyenkor ezen a számlán keresztül, a fizetési rendszer érintése nélkül is megtörténhet az ügylet elszámolása (ezek az ún. „on-us” tételek²). Abban az esetben viszont, ha az egyik hitelintézet számlát vezet ugyan a másik hitelintézetnek, de az ügylet szükséges összeget a pénzpiacról szerzi be, már kötődik VIBER-tranzakció az ügyletnek – bár nem közvetlenül, hisz az utóbbi, fizetési rendszerben teljesült megbízás a „házon belüli” O/N ügylettől különállónak számít. A teljesség érdekében meg kell említeni azt az esetet is, amikor a hitelnyújtó és -felvevő ugyanazon, harmadik hitelintézetnél vezet a számláját. Ekkor a tranzakció értelemszerűen a két számla közötti átvezetéssel is teljesülhet, ami szintén nem generál VIBER-forgalmat.

Elemzésünkben a VIBER-ben rendelkezésre álló adatok alapján vizsgáltuk a bankközi O/N ügyletek időzítését. Megnéztük, hogy az ügyletben résztvevő felek jellemzői hogyan befolyásolták, továbbá a pénzpiacon bekövetkezett változások (jegybanki likviditásbővítő intézkedések, pénzpiaci bizalmatlanság) milyen hatást gyakoroltak az ügyletek teljesítési időpontjaira. Az O/N pénzpiacra fókuszáló tanulmányok többsége elsősorban az O/N bankközi piacok általános jellemzőire koncentrálnak, viszont a vonatkozó tranzakciók elszámolási gyakorlatát, az időzítési szokásokat, illetve azok (különösen pénzpiaci sokkok esetén jelentkező) változásait kevésbé vizsgálja. Cikkünkben arra teszünk kísérletet, hogy feltárjuk a fedezetlen bankközi O/N piac pénzforgalmi szempontból jelentős tulajdonságait, különös tekintettel az időzítési szokásokra és arra, hogy ezen jellemzők hogyan változtak 2008 óta. A tételidőzítés alakulásából ugyanis bizonyos trendekre, viselkedési mintákra következtethetünk. Tanulmányunk megírása során az adatok elemzésén túl a bankok treasury és back-office területén dolgozó szakembereivel folytatott beszélgetéseket is felhasználtunk a magatartási szokások feltérképezésében.

Cikkünk 5 fejezetre tagolódik a következők szerint: A 2. fejezetben magát az elemzési környezetet ismertetjük, kiemelve a vizsgálati időszakot, továbbá kitérünk a VIBER szerepére is. A 3. fejezetben az elemzés során alkalmazott módszertant ismertetjük, részletezve az adatbázisok összekapcsolásának sikerességét, a találati arányokat, illetve a sikertelen azonosítások lehetséges okait. A 4. fejezetben a vizsgálati

² bővebben ld. 3.2-es alfejezet

eredményeket részletezzük, kitérve az O/N ügyletek hitelfelvételi- és visszafizetési lábainak (1. és 2. láb) egyedi jellemzőire, illetve mindkét oldal időzítésének alakulására a vizsgált időszakokban. Részletezzük a különböző értéknagyságú tételek likviditáskezelésben betöltött szerepét, továbbá feltárjuk az O/N tételek negyedévi, illetve év végi időzítéseinél tapasztalható mozgások mögötti lehetséges okokat. Végül összegezzük, mekkora időtartamú egy-egy O/N ügylet. Az 5. fejezetben bemutatjuk az elemzési tapasztalatokat és a következtetéseinket.

2. Elemzési környezet

2.1. Időtáv

Tanulmányunkban a bankközi pénz és tőkepiaci ügyletek közül a 2008. január 2. és 2014. július 31. között kötött és teljesült O/N fedezetlen forint bankközi ügyleteket vizsgáltuk. A VIBER elszámolási napjait alapul véve az O/N fedezetlen ügyletek mindkét lábának tényleges teljesítési (és nem a kötési) időpontjait követtük nyomon. Az időzírási magatartást a bankközi piac jellemzői jelentősen befolyásolják, ezért a teljes időszakot a piacra lényeges hatást gyakorló gazdasági események alapján szakaszokra bontottuk. Az általunk vizsgált 5 időszak a következő:

- i. pre-Lehman időszak: 2008. január 2. – 2008. október 20.* Az O/N fedezetlen bankközi piac „nyugalmi időszaka”. Ekkor a piac súrlódásmentesen, jelentős alkalmazkodás nélkül, a korábbi időszakokhoz képest hasonló nagyságrendben bonyolított le O/N tranzakciókat. Az időzírási magatartást tekintve jelentős változás nem tapasztalható.
- ii. a Lehman sokk – az amerikai másodlagos jelzálogpiaci hitelválság jelentkezése Magyarországon: 2008. október 21. – 2008. december 16.* A szeptemberi Lehman-csőd hatása Magyarországon 2008 októberében jelentkezett, melynek következtében az O/N fedezetlen bankközi piacon mind az érték, tételszám, mind pedig az időzírási szokások tekintetében jelentős változások történtek. Általános bizalmatlanság lett jellemző a piaci partnerek között, a bankok egymással szembeni partnerlimitjei lecsökkentek, a pénzpiacok kiszáradtak, a hitelintézetek felesleges forint likviditásukat pedig a legbiztonságosabbnak tartott MNB betéti eszközökbe, elsősorban O/N betétbe helyezték.
- iii. post-Lehman időszak: 2008. december 17. – 2009. december 31.* A hitelintézetek alkalmazkodtak a bankközi piac megváltozott körülményeihez. A piacok konszolidálódásának kezdeti időszaka, melyet jól mutat az O/N jegybanki betételhelyezések visszaszorulása, illetve a partnerlimitek részleges korrekciója. Az MNB likviditásbővítő intézkedései, valamint a piaci bizalom javulása miatt az O/N fedezetlen bankközi piac aktivitásának lassú növekedése jellemző.

iv. *piaci alkalmazkodás, stabil időszak: 2010. január 1. – 2012. június 30.* A nagy jegybankok együttműködésének köszönhetően sokat javult a nemzetközi befektetői és kockázatvállalási hangulat, melynek pozitív hatása a magyar piacon is fokozatosan megjelent. Az O/N bankközi piaci aktivitás, az ügyletek időzítése, illetve a partnerlimitek ismét a 2008 októberét megelőző szinten stabilizálódtak.

v. *a Bankközi Klíring rendszer (BKR) napközbeni elszámolásának bevezetése utáni időszak: 2012. július 1.–2014. július 31.* A BKR napközbeni elszámolás hatása az időzítésekben is több ponton látszódik.

2.2. Vizsgált fizetési rendszer

Elemzésünkben kizárólag a VIBER-ben azonosított O/N fedezetlen bankközi ügyletek teljesítését vizsgáljuk. A VIBER-ben, melynek üzemeltetését a Magyar Nemzeti Bank (MNB) végzi, elsősorban a nagy értékű, időkritikus fizetések, illetve a pénzügyi infrastruktúrák elszámolásának kiegyenlítése történik. A forgalom döntő hányadát a pénzpiaci műveletek, az ún. bankközi tételek teszik ki, melyek közé az O/N fedezetlen ügyleteket is soroljuk (leszámítva a loro-számlákon teljesülő „on-us” tételeket).

Elemzésünk során a VIBER működése szempontjából fontos időszakokat külön is vizsgáltuk, ami elsősorban a napon belüli időzítési változások miatt szükséges. A VIBER 2012. január 1-ig a vizsgált időszakban a jelenlegihez képest 1 órával korábban zárt, vagyis 8.00–17.00 között üzemelt. 2012. január 1. óta 8.00–18.00 közötti üzemidőben áll a résztvevők rendelkezésére³. Ezen üzemidőn belül a hitelintézetek az ügyfélmegbízásokat 8:00 és 17:00 között, míg a saját bankközi és értékpapír-ügyleteik elszámolásához kapcsolódó tételeiket az esti VIBER-zárásig, 18:00-ig teljesíthetik.

3. Módszertan

3.1. Alapadatok, adatbázisok

Az O/N fedezetlen bankközi ügyletek tranzakció szintű azonosításához, az ügylet két lábának párosításához a VIBER-forgalom adatait, valamint az MNB által előírt, ún. K12-es azonosítóval ellátott „Napi jelentés a bankközi overnight forintHITELEK és forintbetétek kamatlábáról” adatszolgáltatást használtuk. Az MNB mint a VIBER üzemeltetője, folyamatosan rögzíti a rendszer működésével és jellemzőivel kapcsolatos fontosabb információkat, illetve ennek keretein belül a különböző elszámolási napokon a VIBER forgalmát. Ennek köszönhetően rendelkezésre állt a tanulmányhoz szükséges adatok jelentős része, így a küldő és fogadó VIBER-résztvevő azonosítója (SWIFT BIC kód), a tranzakció összege, továbbá a tétel teljesítésének dátuma és időpontja (időbélyeg). A K12-es adatszolgáltatás a hitelintézetek egymással, a tárgynapon kötött fedezetlen bankközi O/N ügyleteinek adatait tartalmazza. Az adatszol-

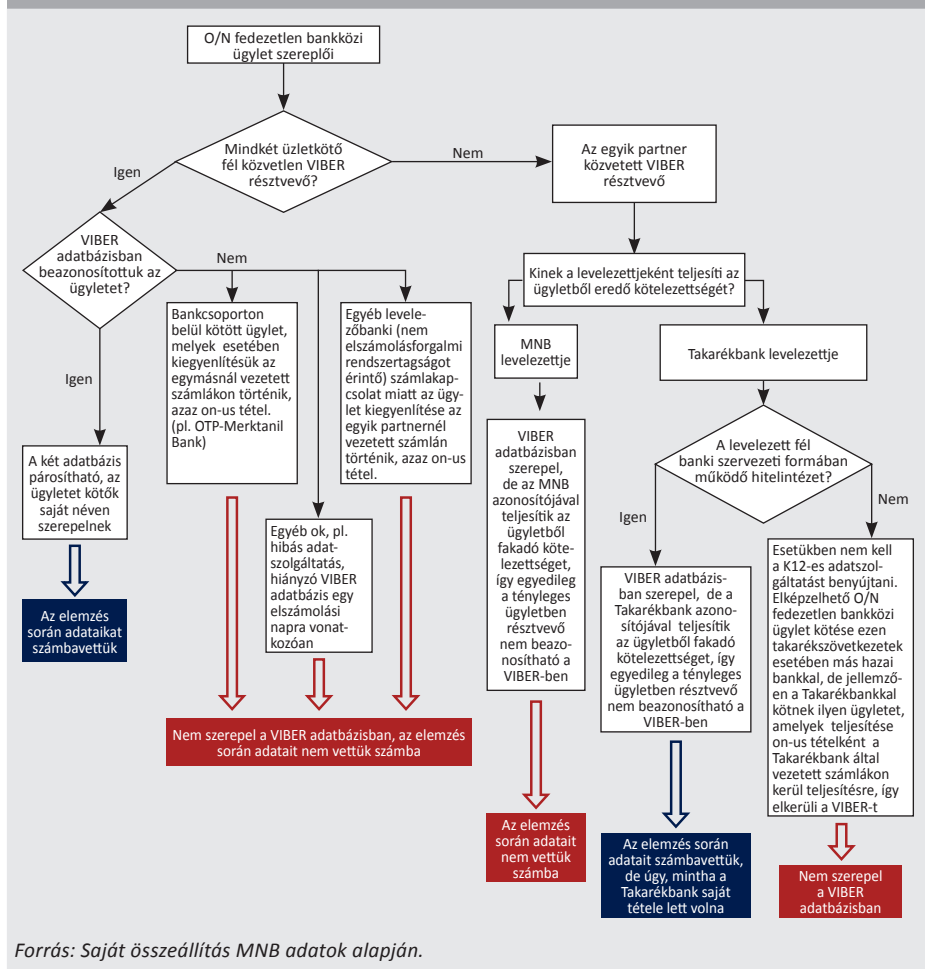
³ Megjegyezzük, hogy a VIBER nyitva tartása 2015. augusztus 3-ától 7.00–18.00-ra változott.

gáztatást az O/N fedezetlen bankközi ügyletben résztvevő mindkét szereplőnek be kell nyújtania, adott ügylet azonban értelemszerűen csak egyszer vettünk figyelembe. A jelentés tartalmazza még az ügylet futamidejét, összegét és kamatlábát. Az adatbázisok összekapcsolása során elsődleges célunk az volt, hogy minél több (lehetőleg az összes) O/N fedezetlen bankközi ügyletet tudjuk azonosítani a VIBER-ben. Az 1. ábrán felvázolt iterációs logika szerint haladtunk.

A két adatbázis megfelelő kulcsok mentén történő összekötéséből jött létre az adathalmaz, melyet az elemzés során használtunk. Az O/N fedezetlen ügylet 1. lába (hitelfelvétel) esetén az ügylet dátuma mellett az ügylet szerződéses összegét, valamint az ügyletben részt vevő partnereket kellett azonosítani ahhoz, hogy

1. ábra

A K12-es és VIBER adatbázisok összekapcsolása során követett lépések



megtaláljuk a VIBER-ben hozzá kapcsolódó átutalást. A következő munkanapon a kamattal megnövelt összeg kerül visszafizetésre (2. láb), ezt figyelembe véve kellett elvégezni a keresést adott partnerekre és teljesítési napra. További szempont volt, hogy a visszafizetésnél a tőkét és a kamatot egy tranzakcióban, vagy elkülönülten fizetik-e vissza. A tapasztalataink alapján az esetek többségében a szerződéses összeg, illetve annak kamata összevontan, egy VIBER-tranzakcióban jelentkezett. Voltak azonban olyan szituációk (az összes sikeresen azonosított rekord kb. 1 százaléka), amikor a szerződés összege, illetve annak kamata két különböző tranzakcióban került teljesítésre a VIBER-ben, ilyenkor csak a kamat nélküli nettó szerződésösszeget tartalmazó VIBER-tranzakciókat vettük figyelembe.

3.2. Az adatbázisok összekötésének eredménye

A K12-es adatbázis és a VIBER forgalmi adatainak összekapcsolása során a tranzakciók mintegy 80 százalékát sikerült azonosítanunk. A 2008. január 2. és 2014. július 31. közötti időszakban összesen 54 788 darab fedezetlen ügyletet kötöttek a pénzüpi szereplők, ennek közel 80 százalékát sikerült teljes körűen azonosítani a VIBER-ben (2. ábra). A fennmaradó, mintegy 13 ezer tranzakció (20 százalék) sikertelen azonosításának okai különbözőek lehetnek:

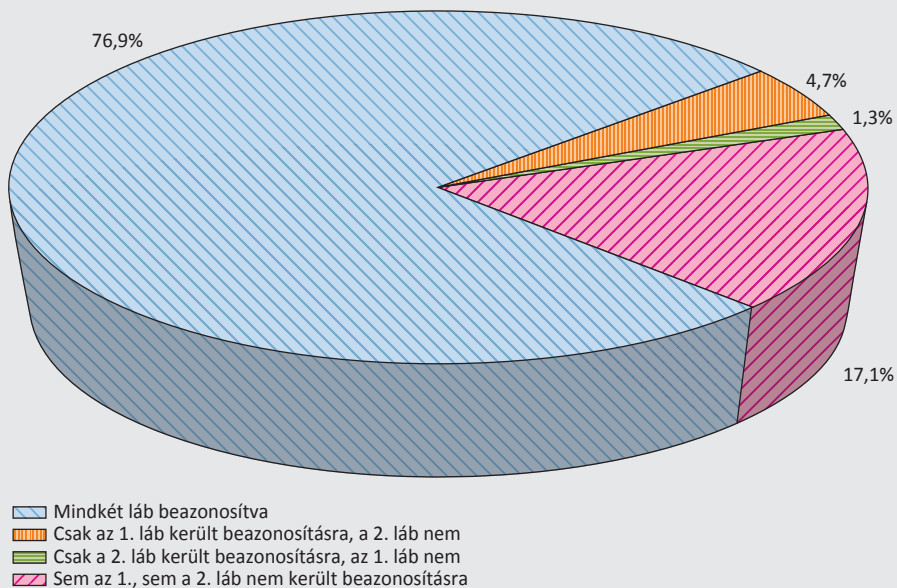
- i. Az ügylet teljesülése a fizetési rendszerek kikerülésével történt („on-us” tétel).* „On-us” tételekről akkor beszélünk, mikor a hitelnyújtó és a hitelfelvevő egymással számlavezetői kapcsolatban áll, és az ügylet a fizetési rendszerek érintése nélkül, bankon belüli átvezetéssel teljesül. Ezen belül két csoportot különíthetünk el: az azonos bankcsoporthoz tartozó hitelintézetek közötti kapcsolatot, illetve más okból levelezőbanki szolgáltatást nyújtó és ezt igénybevevő bank közötti kapcsolatot. Amennyiben a számlavezetői kapcsolatban állók kötnék O/N fedezetlen bankközi ügyletet, az nem generál VIBER-forgalmat, mivel ilyenkor belső elszámolásban (átvezetéssel) teljesülnek a tranzakciók. Az „on-us” tételek a teljes adatsort vizsgálva relatíve kisebb jelentőségűek, arányuk az összes O/N ügylethez viszonyítva mindössze 11 százalékot tett ki.
- ii. A tételek egyéb okból nem voltak azonosíthatóak.* Előfordulhat, hogy két adatbázis adatainak párosítása során nem az O/N fedezetlen bankközi ügylethez tartozó pénzmozgások kerülnek azonosításra. Az ügyletkötő partnerek ugyanis ugyanazon az értéknapon megegyező értékben másfajta (nem O/N) bankközi tranzakciót is köthettek egymással. Ezen tételek kiszűrése nem volt lehetséges, így e tételek torzító hatásai kis mértékben ugyan, de befolyásolhatják a kapott eredményeket.
- iii. Napon túli teljes vagy részleges átgörgetés („partial/full roll-over”).* Előfordulhat, hogy az O/N ügylet tőke részét T+1 napon tovább görgetik az üzletfelek a következő napra (esetleg módosítják a tőke összegét), így aznap csak a kamat (illetve a módosított tőke különbözete) kerül elszámolásra. Részben emiatt is lehetséges, hogy nagyobb arányban találtunk olyan tételeket, amelyek esetén az

1. lábat sikerült azonosítani a VIBER-ben, míg a 2. lábat nem. Közel 5 százalékban fordultak elő olyan ügyletek, ahol csak az 1. lábat találtuk meg, és mindössze 1,3 százalékot tettek ki azok, ahol csak a 2. lábat sikerült azonosítani. Mivel e tételek jelentős torzítást vihetnek számításainkba, elemzésünk során ezeket nem vettük figyelembe.

iv. A párosításhoz szükséges (közvetett benyújtóra vonatkozó) adatokat nem tartalmazzák az MNB adatbázisai. Amennyiben az O/N fedezetlen bankközi ügyletet kötő egyik partner levelezett bank (közvetett VIBER-résztevő), és nem levelező-bankjával köti az ügyletet, akkor az ügylet teljesítése érinti a fizetési rendszereket és ott forgalmat generál. A levelezett bank az ügyletből eredő kötelezettségét csak valamelyik közvetlen VIBER-résztevőn (levelezőbankján) keresztül tudja teljesíteni a VIBER-ben. Ilyenkor viszont az ügyletkötő partnerek, illetve a VIBER-ben a tételt ténylegesen indító és fogadó partnerek eltérnek egymástól. Ezért e tranzakciók a levelezőbank (közvetlen VIBER) által indított tranzakcióként jelennek meg.

2. ábra

Az O/N fedezetlen bankközi ügyletek VIBER-ben történő azonosításának aránya



Forrás: Saját összeállítás MNB adatok alapján.

4. Eredmények

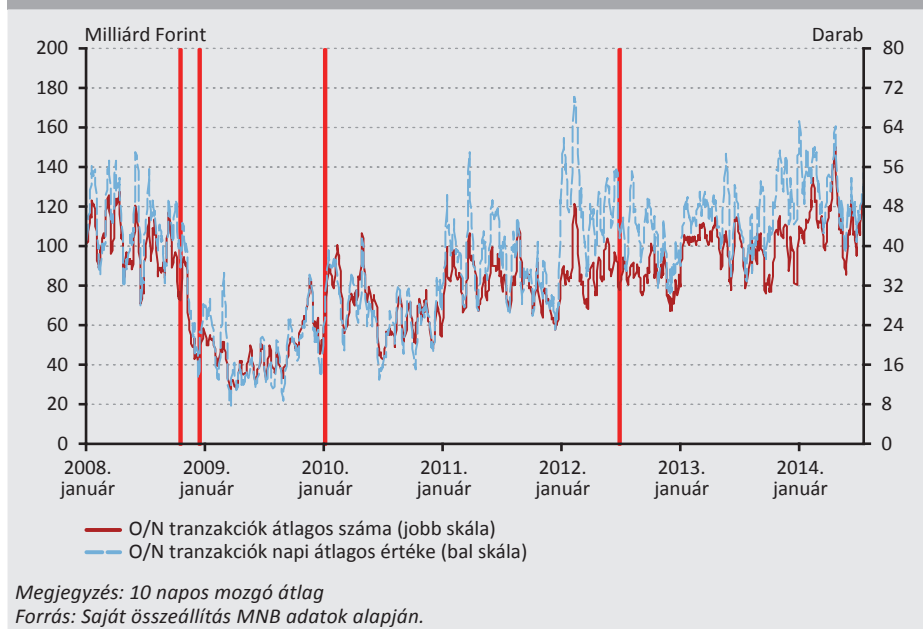
4.1. A piac nagysága és jellemzői

A teljes vizsgált időszakban a piac szereplői napi szinten átlagosan mintegy 93,3 milliárd forint értékben kötöttek O/N fedezetlen bankközi ügyletet, ami a teljes VIBER-forgalom 2–4 százalékát adja. Az O/N ügyletek fizetési rendszerben generált forgalmi arányát tekintve az 1. láb (hitelfelvétel) forgalma a VIBER-forgalom 2–4 százalékát adta (3. ábra). Amennyiben a T napi hitelfelvételekhez a T-1 napon felvett hitelekhez köthető, T napi visszafizetéseket (2. láb) is figyelembe vesszük, akkor az előbbi arány 4–8 százalékra növekszik. Figyelembe véve, hogy az átlagos napi VIBER-forgalom mintegy 4 781 milliárd forint⁴ – ami éves szinten a hazai GDP 41-szeresét forgatja meg átlagosan –, azt mondhatjuk, hogy a VIBER-en átfutó O/N ügyletek forgalma jelentősnek tekinthető. Darabszámok tekintetében hasonló eredményeket kapunk, az O/N hitelfelvételekhez kapcsolódó tranzakciók száma a VIBER-ben teljesült tranzakciószámhoz viszonyítva átlagosan 0,5–1 százalék között

3. ábra

Az O/N fedezetlen bankközi ügyletek értékének és darabszámának alakulása

(2008 – 2014. július)



⁴ A teljes vizsgált időszak (2008. január 2. – 2014. július 31.) forgalmi adatai alapján.

mozog. Ha a napon belüli visszafizetéseket is számításba vesszük, akkor ez a sáv kb. a duplájára, 1–2 százalékra nő.⁵

A bankközi piac eseményeit jól tükrözi az O/N bankközi ügyletek értékének és darabszámának alakulása a vizsgált időszakban. A Lehman Brothers csődjét követően a forgalom a teljes bankközi piacon fokozatosan visszaesett, ami miatt az MNB számos likviditásbővítő intézkedést hozott, így a bankok likviditási helyzete idővel stabilizálódott. A jegybank többek között az elfogadható fedezetek körének bővítésével, a kötelező tartalékráta csökkentésével, illetve a VIBER-ben az automatikus sorlebotó algoritmus⁶ gyakoribb futtatásával segítette a bankok likviditáskezelését. Az intézkedések hatására a bankok – a nemzetközi tapasztalatokkal összhangban – növelni tudták a pénzforgalom lebonyolítására rendelkezésre álló likviditásukat, amely elsősorban a napközbeni hitelkeretek emelkedésében nyilvánult meg (4. ábra), ezzel párhuzamosan ismét megnőtt a fedezetlen bankközi piac forgalma is.

A vizsgált időszakban a hitelintézetek piaci pozíciója jelentős változást mutat. A résztvevői kör 2008 végén jelentősen szűkült, a piac mind kihelyezői, mind felvevői oldalon koncentráldott. Mindez érzékelhetően hatással volt az O/N fedezetlen bankközi piacra, amely 2008 októberétől zsugorodni kezdett mind értékben, mind pedig tételszámban. Később, a válságot követően azonban fokozatosan helyreállt a bankközi piac korábban jellemző dinamikája. A nagyobb jegybankok együttműködésének és a bevezetett monetáris lazításnak köszönhetően javult a nemzetközi kockázatvállalási hangulat. Az MNB által kezdeményezett intézkedéseknek köszönhetően pedig egyre több pénzpiaci szereplő tért vissza az O/N fedezetlen bankközi piacra.

Az O/N fedezetlen bankközi ügyletek pénzforgalmi elemzéséhez nélkülözhetetlen a teljes bankközi piac likviditásának vizsgálata. A VIBER-résztvevők pénzforgalmi likviditása két elemből áll: a számlaegyenlegről és a fedezet ellenében biztosított jegybanki hitelkeretből. A számlaegyenleg napközben a terhelések és jóváírások alapján folyamatosan változik, de az elérhető szintet alapvetően a kötelezőtartalék-rendszer határozza meg. A napközbeni hitelkeret elérhető mennyiségét pedig

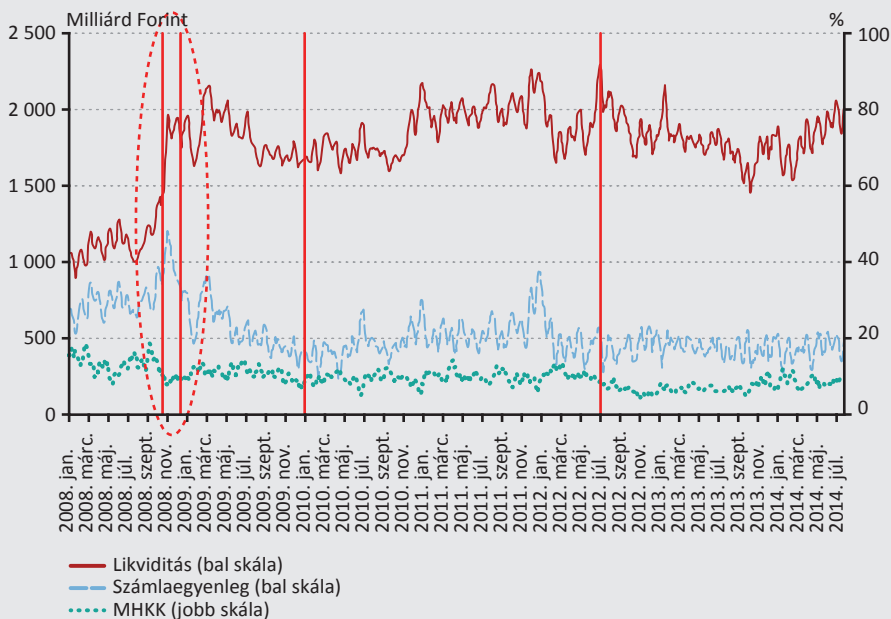
⁵ Érdemes összevetni a kapott értékeket a nemzetközi statisztikákkal. Az Egyesült Királyságban üzemeltetett nagyértékű fizetési rendszer (CHAPS Sterling) napi átlagforgalmának (~200 milliárd angol font) 11 százalékát adják az egynapos fedezetlen bankközi hitelfelvételek. Amennyiben az előző napi hitelfelvételekhez köthető visszafizetéseket is figyelembe vesszük, akkor az előbbi arányszám 22 százalékra nő. (Millard et al. 2004) Hasonló nagyságrendű eredményt kapott Craig H. Furfine (1999) is tanulmányában, becslése szerint az egynapos fedezetlen ügyletek az amerikai Fedwire fizetési rendszerben generált forgalomnak kb. 24 százalékát teszik ki értékben. Némileg alacsonyabb arányokat számoltak a kanadai piacra, az ottani nagyértékű fizetési rendszerben (LVTS, LargeValueTransfer System) generált forgalom értékének átlagosan mindössze 3–4 százalékát teszik ki az egynapos bankközi ügyletek (Hendry et al. 2007).

⁶ Amennyiben szoros likviditási helyzetben a VIBER-résztvevő nem tudja kimenő tételeit teljesíteni, akkor azok sorba kerülnek, és addig nem történik meg a kiegyenlítés, amíg elégséges mennyiségű likviditáshoz nem jut a hitelintézet. A válság alatt a hitelintézetek egymással szemben beállított alacsony partnerlimitjei miatt több banknál is sorban állás alakult ki, veszélyeztetve ezáltal a pénzügyi rendszer stabilitását, hatékony működését. A hatékonyabb sorlebotás érdekében az MNB gyakoribb időközönként (10 percenként) futtatta a sorlebotó algoritmust, mely multilaterális módon oldja fel az egymással szemben fennálló tartozásokat.

a bankok rendelkezésére álló, a jegybank által elfogadott fedezeti listán szereplő fedezetek (általában értékpapírok) befolyásolják. Amikor valamely bank hitelkerete terhére teljesíti napközi elszámolásforgalmát, akkor az így kialakuló negatív számlaegyenleget legkésőbb a nap végéig nullára fel kell töltenie. Ezért a napközben felhasznált hitelkeretet a VIBER-résztevők a nap végére igyekeznek megszüntetni, hiszen míg napközben a hitelkeret igénybevétele díjmentes, a használatának az ára gyakorlatilag a zárolt fedezet lehetőségköltsége, addig, ha a napközi hitel az esti jegybanki záráskor fennmarad, automatikusan egynapos fedezett hitelbe fordul át (amiért kamatot kell fizetni). Optimális eset az, ha elegendő mennyiségű bejövő tétel érkezik a hitelintézethez nap végéig, melynek finanszírozó hatása már elegendő ahhoz, hogy a bank a napközben elhasznált hitelkeretét rendezni tudja. Amennyiben a VIBER-résztevő nem számít elégséges összegű bejövő tételre, akkor pénzforgalmi kötelezettségeinek teljesítéséhez O/N fedezetlen hitelt vehet fel a bankközi piacon. Ha így sem tud időben forrást találni a hitelintézet, akkor kapja a jegybank automatikus egynapos fedezett hitelét. Másrésztől, amennyiben

4. ábra
A VIBER-résztevők számlaegyenlegeinek és likviditásának (számlaegyenleg és napközi hitelkeret összege), valamint a rendszer maximális hitelkeret-kihasználtságának (MHKK) alakulása

(2008-2014. november)



Megjegyzés: A számítások során az MNB tételeit kiszűrtük. Az adatokat 10 napos mozgóátlaggal számítottuk.

Forrás: Saját összeállítás MNB adatok alapján.

a hitelintézet napközbeni likviditása megnő, az O/N fedezetlen bankközi ügyletek likviditást biztosító (finanszírozó) szerepére sem lehet olyan mértékben szükség a VIBER-ben. Általánosságban elmondható, hogy a hazai fizetési rendszerekben a résztvevő bankok számára a forint likviditás a vizsgált időszakban jelentősen átalakult, ugyanakkor folyamatosan bőséges volt.

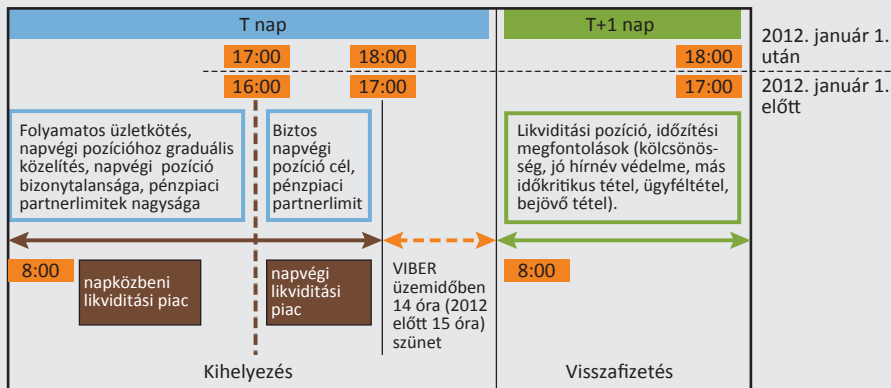
A bankközi piacon tapasztalt bizonytalanság, turbulencia az O/N fedezetlen piac esetén fokozottan jelentkezik, lévén az ügyletek teljesítését a felek fedezettel nem garantálják. Az O/N ügyletek esetén a hitelnyújtó fél partnerkockázata abból ered, hogy másnap az ügyletbeli partnere nem fizeti vissza kötelezettségét és emiatt veszteség éri. A partnerkockázat csökkentésének egyik eszköze a partnerlimitek alkalmazása, ami a másik hitelintézettel szemben felvett pozíció korlátozását jelenti. 2008 végén a kedvező hitelminősítésű bankok pénzügyi nehézségeiről/csődjeiről szóló hírek következtében a bankok bizonytalanokká váltak abban, hogy megfelelően fel tudják-e mérni partnereik hitelképességét, ezért a pénzpiaci szereplők nagymértékben lecsökkentették az egymással szembeni partnerlimitjeiket. Hazánkban a bankközi piac szereplői elsősorban mennyiségi alkalmazkodással, vagyis az ügyletek számának jelentős csökkentésével reagáltak a piaci bizonytalanságra (3. ábra). A bankok kevesebb és kisebb értékű ügyletet kötöttek, hiszen a megváltozott partnerlimitek is csak ezeket tették lehetővé, valamint a piacon is könnyebben találtak partnert a kisebb ügyletekhez. Egyúttal megemelkedtek a bankközi kamatok, megdrágítva a forrásokat, ami tovább csökkentette a fedezetlen bankközi forgalmi aktivitást. Később a piac konszolidálódásával a forgalom fokozatosan visszaállt a válságot megelőző szintre. Fontos ugyanakkor megemlíteni, hogy nemcsak a bankok egymással szemben felállított partnerlimitjei jelenthetnek akadályt a kereskedésben. Nagyon sokszor a kérdéses hitelintézet kockázatvállalási hajlandósága, belső eljárásrendje, valamint a saját magával szemben felállított egyéb korlátai (pl. a még szabad, kihelyezhető likvid portfólió mérete) is egyfajta limitet jelentenek, ami nagyban befolyásolhatja a likviditásmenedzsmentet.

4.2. Az O/N fedezetlen bankközi ügyletek kihelyezésének és visszafizetésének időzírási gyakorlata

Az O/N fedezetlen bankközi ügyletek időzírási gyakorlatát – a kihelyezési és a visszafizetési oldalon egyaránt – likviditási megfontolások, kockázatkezelési elvárások, a reputációs kockázatok mérlegelése (jó hírnév védelme) és a hozamelvárások együttesen vezérik. Az O/N hitel felvétele, illetve visszafizetése mögötti mozgatórugók különbözőek lehetnek, jelentősen befolyásolva ezáltal a kihelyezési és visszafizetési szokásokat, tételidőzítéseket (5. ábra).

5. ábra

Az O/N fedezetlen bankközi ügylet kihelyezésének és visszafizetésének időzítését meghatározó tényezők



Forrás: Saját összeállítás MNB adatok alapján.

A hitelfelvétel (1. láb) mögötti motiváció eltér aszerint, hogy napközben vagy a nap végén került sor a tranzakcióra. A bankok napközbeni likviditási pozíciója egészen a 17:00-kor esedékes VIBER-ügyféltétel zárásig bizonytalannak tekinthető, eddig az időpontig graduálisan próbálják az általuk elvárt napvégi pozíciójukat közelíteni folyamatos kereskedéssel, üzletkötéssel. Természetesen a napközbeni likviditásmenedzsmentet nem csupán a napvégi tervezett pozíció elérése határozza meg, hanem az aznap lejáró bankközi ügyletek visszafizetésének volumene, az újonnan kötött bankközi ügyletekből származó, valamint az ügyfelektől érkező megbízások teljesítésének kötelezettsége is.⁷ Ebben az időszakban meghatározó az is, ki mennyi ideig áll rendelkezésre a piacon. A napközbeni piaci magatartást a bankok felé jelentkező anyabanki elvárások is meghatározzák, befolyásuk a partnerlimitek megállapításában pedig különösen jelentős. A bankközi kamatok napon belüli lefutása is meghatározó lehet az ügyletek időzítésénél. A kamatok jellemzően délután 2–4 óra körül változnak meg, ami szintén jelentősen befolyásolhatja a napközbeni likviditásmenedzsmentet. A VIBER-nyitvatartás utolsó egy órájában (17.00–18.00) viszont már csak a bankközi értékpapírügyleteknek, illetve a BKR napközbeni elszámolás utolsó ciklusának⁸ teljesítésére van lehetőség. Ebben az időszámban a napvégi bank-

⁷ A bankok aláírtak egy önkéntes bankközi megállapodást arról, hogy 2 órán belül teljesítik az ügyfelek által beadott fizetési megbízásokat (kétórás szabály). Ez reputációs szempontból is ösztönző számukra.

⁸ A BKR a GIRO Zrt. által működtetett hazai kis értékű fizetési rendszer. 2012 júliusában került bevezetésre a napközbeni elszámolás rendszere, mely lehetővé teszi, hogy a tranzakciók a korábbi éjszakai elszámolás helyett már napközben 5 ciklusban teljesüljenek. Az egyes ciklusok és a ciklust követő elszámolási időszakok: 1. ciklus: 06.30–08.30 (08.30–09.40), 2. ciklus: 08.30–10.30 (10.30–11.40), 3. ciklus: 10.30–12.30 (12.30–13.40), 4. ciklus: 12.30–14.40 (14.40–15.50), 5. ciklus: 14.40–16.30 (16.30–17.55) (Luspay et al. 2014). 2015. szeptember 7-től ez megváltozott, így az eredeti 5 helyett már napi 10 cikluson keresztül történik az elszámolás.

közi likviditásmenedzsmentről beszélhetünk, amely során a napi záró pozíció minél pontosabb beállítása kap elsődleges szerepet, hiszen az alul- és túltartalékolásnak⁹ egyaránt költsége van. Adott nap végén a VIBER-résztevő MNB-nél vezetett pénzforgalmi számláján lévő aktuális számlaegyenlege az ügyletkötések révén fokozatosan közelít a tervezett záró értékhez, azt azonban számos tényező befolyásolhatja, nevezetesen a likviditástöbblet/-hiány rendezése, a tartalékrendszer átlagolási mechanizmusának megfelelő banki likviditásmenedzsment-magatartás, a stratégia megvalósítása, illetve az anyabank felé a napvégi pozíció jelentési kötelezettsége miatti záróegyenleg-cél megvalósítása.

A visszafizetés (2. láb) időzíráseben szintén több tényező játszik szerepet, melyek együttes hatása alapján dönt a bank arról, hogy a visszafizetést előbbre hozza, vagy későbbre halasztja. Az alapvető motivációt a felek között fennálló fizetési kötelezettség jelenti, hiszen a korábban felvett hitelt vissza kell fizetni. A bankok a hitel visszafizetését kétféle módon tehetik meg:

1. az esedékesség napján (T+1 nap) napközben indítják el a visszafizetést

A fő tényezők, melyek a korai, vagy késleltetett visszafizetést egyaránt eredményezhetik, a következők lehetnek: (i) rendelkezésre álló likviditás, (ii) a napközbeni likviditási pozíció (pl. van-e sorban állás), (iii) a bejövő tételek várható nagysága (azok finanszírozó hatása), (iv) az aznap teljesítendő ügyféltételek várható időzíráse, (v) egyéb időkritikus tételek.

Az időzírást befolyásolhatja az is, hogy az egymással szembeni bankközi ügyletekre alkalmazott partnerlimitet az adott ügylet meddig terheli, azaz csak a visszafizetés beérkezésekor szabadul fel az ügylet által lekötött rész, vagy az már a visszafizetés esedékességének napján, reggeltől szabadon felhasználható. Mindemellett az „adós” szempontjából meghatározóak lehetnek a hitelt nyújtó partner elvárásai is, amennyiben a partner addig nem köt vele más bankközi ügyletet, amíg az adós vissza nem fizeti tartozását. Ebben az esetben értelemszerűen előbbre hozhatja a visszafizetést a kötelezett bank. Ennek azonban a másik oldala is igaz lehet. Ha

⁹ A tartalékráta mértékének – mely legfeljebb félévente 2 és 5 százalék között szabadon választható –, valamint az adott hitelintézet tartalékalapjának szorzatából adódik a kötelező tartalék, melyet adott hitelintézetnek minimum tartania kell a jegybanknál vezetett számláján (2015. december 1-jétől fix, minden bankra egységesen érvényes, 2 százalékos tartalékráta váltja fel az eddigi rendszert). Ezt a kötelezően tartandó minimális szintet havi átlagban kell teljesíteniük a hitelintézeteknek, azaz úgy kell gazdálkodniuk, hogy a napvégi záró számlaegyenlegeik átlaga adott hónapban elérje ezt a számukra előírt összeget. Ez a rendszer tehát rugalmasságot biztosít a bankoknak oly módon, hogy adott hónapon belül szabadabban tudják meghatározni a számlaegyenlegük nagyságát, így a fizetési forgalom számára rendelkezésre álló likviditásukat is. Több bank például a hónap elején a választott tartalékrátájánál nagyobb számlaegyenleget tart (túltartalékol), míg ezt a többletet a hónap második felében korrigálja (alultartalékol). Fontos azonban, hogy az alul- és túltartalékolásnak költsége van, az gyakorlatilag ugyanaz, hisz míg az MNB a nála vezetett bankszámlákon tartott számlaegyenleg tartalékkötelezettségen felüli részére nem fizet kamatot (vagyis a túltartalékolásnak megfelelő összegben adott VIBER-rendszer tag számára veszteség keletkezik), addig alultartalékolás esetén büntetőkamattal kerül felszámításra, mely megegyezik a jegybanki alapkamattal. Következésképpen a bankok igyekeznek jellemzően pontosan a kötelezettségüknek megfelelő számlaegyenleget tartani a hónap átlagában (*Bodnár-Luspay-Madarász 2014*)

partnerétől – esetleg más ügyletből kifolyólag – vár bejövő tételt, akkor az oda-vissza tartozás miatt várhatnak egymásra, így a kölcsönösség elve a teljesítés időpontjának későbbre tolódását vonhatja maga után. Ilyen kritikus esetekben nyújthat segítséget a VIBER PvP moduljának alkalmazása, mely azt biztosítja, hogy ha két szemben álló bank átutalást indít egymásnak, akkor csak abban az esetben engedi teljesíteni ezen átutalásokat, ha mindkét fél biztosította teljesítésükhöz a fedezetet¹⁰.

2. már a hitelfelvétel napján (T nap) indítják a VIBER-ben értéknaposan a visszafizetést

A VIBER-ben lehetőség van a tranzakciókat értéknaposan is benyújtani. Értéknapos visszafizetésről beszélünk abban az esetben, amikor egy fizetési tételt a bank későbbi értéknapra ad be, azaz a tétel elindításának és teljesítésének napja elválik egymástól. A T+1 nap 8:30 előtt teljesített tételek egy jelentős részét teszik ki az értéknaposan (T napon) beadott tételek. Ezek a VIBER T+1 napi nyitását követően (elegendő fedezet esetén) azonnal teljesülnek, az O/N hiteltörlesztés esetén tehát a hitelt visszafizető bank a T+1 napi forgalmához már nem, a hitelnyújtó bank pedig már VIBER-nyitást követően fel tudja használni az összeget. Az értéknaposan benyújtott tételek esetében jelentős a banki koncentráció, mivel a tételek több mint 70 százalékát két bank adta 2013-ig. 2013-at követően azonban jellemzően csak egyikük követte ezt a gyakorlatot. Az értéknaposan beadott tételek részaránya a 2. láb összes tranzakciójához viszonyítva, periódusonként 20–25 százalék körül mozog. Napi szinten átlagosan 4–12 darab O/N tranzakció került értéknaposan teljesítésre, ez átlagosan 15–65 milliárd forintot jelentett.

4.3. A pénzügyi események hatása az O/N fedezetlen bankközi ügyletek 1. lábának időzítésére

Az O/N fedezetlen bankközi ügylet 1. lábának időzítésében tükröződnek a pénzügyiacokon történt események és turbulenciák, az egyes időszakokban pedig eltérő időzítési magatartások jellemzőek (6. ábra). 2008 végén (a második időszakban) a beszűkült bankközi fedezetlen O/N piac, a visszavágott partnerlimitek és a bizalmatlanság miatt a bankok az 1. láb időzítését korábbra hozták (az átlagos időpont 13:50 helyett 13:20-ra változott (1. táblázat). A bankok nem vártak „az utolsó pillanatig”, vagyis a VIBER-zárásig a hitelfelvétellel, hanem amikor lehetőségük volt, illetve szükségesnek látták a forrásbevonást vagy -kihelyezést, akkor azt azonnal megtették, jóval korábban az előző időszak gyakorlatához képest. A válság következtében kialakult bizonytalanság miatt attól tartottak a hitelintézetek, hogy a nap vége felé haladva szűkülni fog a likviditást nyújtani képes bankok köre (hamarabb befejezik a kereskedést), így nem lesz, aki hitelt adjon nekik. A piacon kialakult

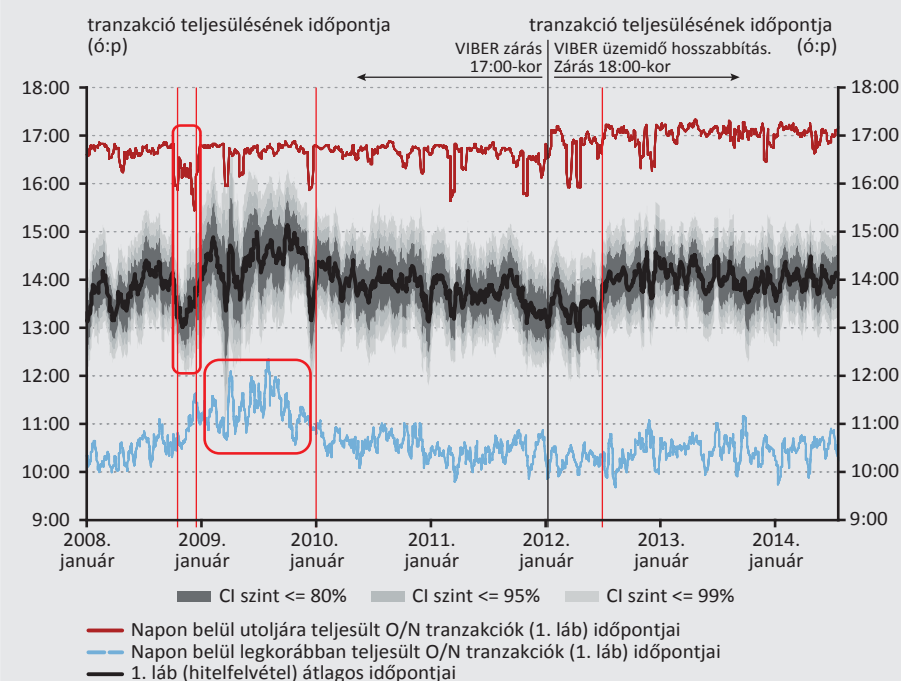
¹⁰ Más megfogalmazásban: A bank tartozik B-nek, illetve B tartozik A-nak, miközben tranzakciót kívánnak indítani egymás felé. A PvP modul révén csak akkor teljesül az egyik tranzakció, ha a másik is teljesül, vagyis a két tranzakciót a modul addig „fogja”, amíg elégséges fedezet nem keletkezik mindkét bank részéről ahhoz, hogy az átutalásokat teljesíteni tudják. Ezáltal a szereplők közt fennálló kiegyenlítési kockázat megszűnik.

bizalmatlan helyzet miatt a bankok alig kötöttek üzletet egymással. Az alacsony bankközi partnerlimitek miatt a résztvevői szinten kihelyezhető „likviditás-pool” szűkült, emiatt is kellett szietniük a bankoknak a hitelfelvétellel, hogy e korlátozott likviditásnak legalább egy részéhez hozzáférhessenek. A helyzet oldása végett az MNB szűkítette a kamatfolyosót, ennek következtében a hitelintézetek a likviditási helyzetük „finomhangolásához” túlnyomórészt nem a bankközi piacról szereztek forrást vagy a piacon helyezték ki felesleges likviditásukat, hanem elsősorban az MNB-vel kötötték ügyleteiket. Azt a kevés ügyletet, amelyet pedig végeredményben a bankközi piacon kötöttek a pénzpiaci szereplők, igyekeztek napon belül minél hamarabb teljesíteni annak érdekében, hogy még időben találjanak partnert a fennálló nyitott ügyleteikhez. Ezzel magyarázható, hogy a historikus adatok alapján mind a hitelt nyújtani hajlandó, mind a hitelt felvevő bankok köre (a napvégi likviditás beállításánál kritikusnak tekinthető) 16–17 órai időablakban lényegesen lecsökkent, tehát a piac koncentráldott. A napon belül *utoljára* teljesült O/N tranzakciók időpontjai is lényegesen korábbra helyeződtek. A bankközi piacról a hitelnyújtók korai

6. ábra

Fedezetlen bankközi ügyletek 1. lábának időzíráse (napi átlagok), kiegészítve a napon belüli legkorábbi, illetve legkésőbbi teljesítési időpontokkal, valamint a 80%, 95% és 99%-os konfidencia-intervallumokkal

(2008 – 2014. július)



Megjegyzés: 10 napos mozgóátlaggal

Forrás: Saját összeállítás MNB adatok alapján.

kivonulása a piaci résztvevők számára szükségessé tette a pozíciózárásaik korábbra időzítését, így a nap végi egyenleg-céljukat a bankoknak korábban kellett beállítaniuk. 2009 elejétől azonban a bizalom visszatérésével, illetve a partnerlimitek kezdődő korrekciójával a bankok kihelyezési időzítései folyamatosan visszakorrigálódtak a 2008. október előtti szintre, miközben a konfidencia-intervallumok jelentősen kiszélesedtek, ami azt jelenti, hogy ekkor még 99 százalékos „bizonyosság” mellett sem lehetett pontosan meghatározni, mikor fogják az egyes ügyleteket teljesíteni. Gyakorlatilag 11 és 17 óra közt ugyanolyan valószínűséggel bármikor előfordulhatott egy O/N hitelfelvétel. Egyúttal (kb. 2009 szeptemberéig) jelentősen „beszűkült” az az időintervallum – a *legkorábbi*, illetve *legkésőbbi* tételteljesülési időpontok közti sáv –, amelyben a bankok O/N bankközi fedezetlen ügyletet kötöttek. A bankok a többi időszakaszhoz képest egy szűkebb időablakban voltak csak hajlandóak ügyletet kötni. A legkorábban kötött ügyletek időzítésének későbbre tolódása játszott ebben a legfőbb szerepet, valószínűsíthetően reggel azért kezdtek később üzletelni a bankok, mert megvárták a piacról érkező híreket, melyeket partnereikről esetleg beszerezhettek. Összefoglalva, a napon belüli kereskedési időablak a válság hatására lerövidült, ugyanakkor az ezen időablakon belül kötött ügyletek teljesítésének véletlenszerűsége megnőtt, utalva a piaci bizonytalanságra.

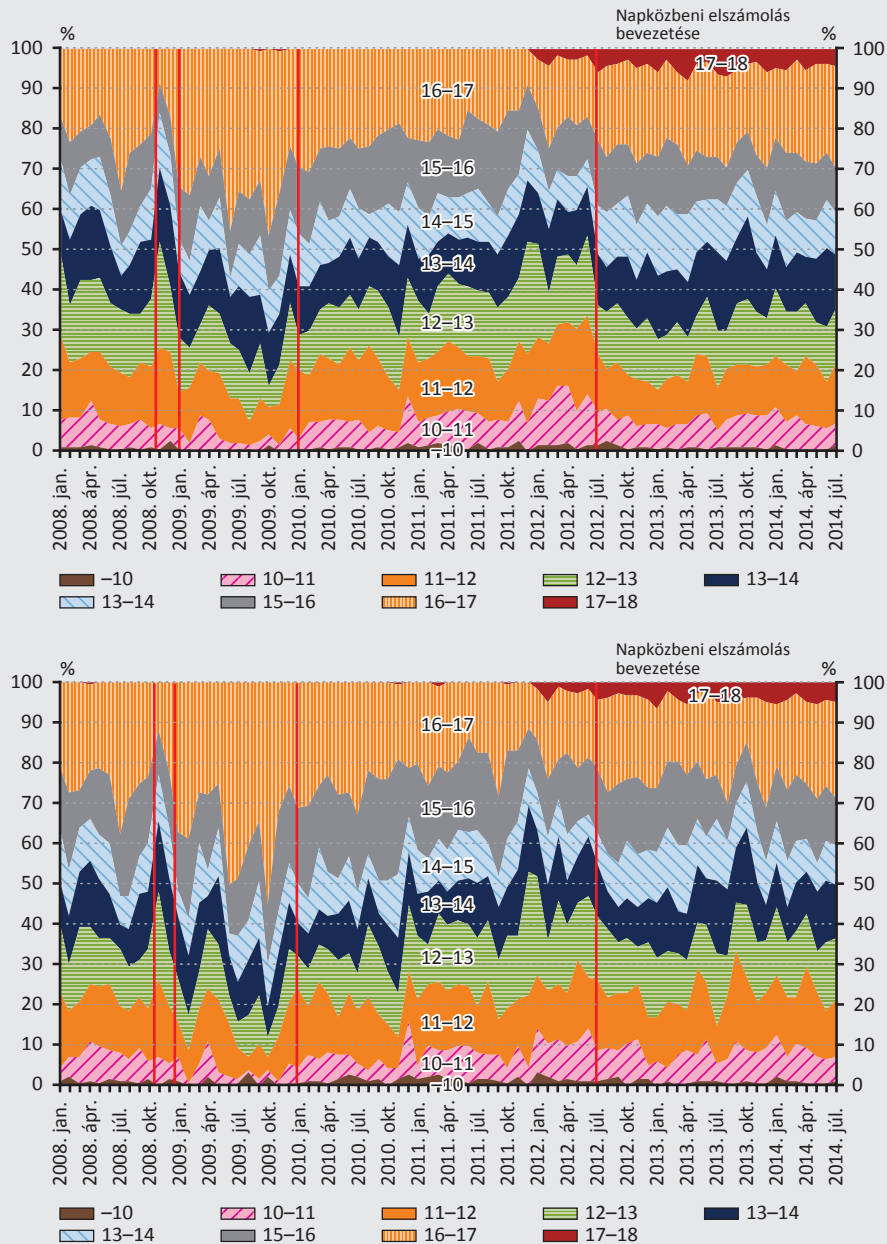
Az O/N fedezetlen bankközi ügyletek 1. lábának döntő hányada a VIBER-ben a válság előtt és után 15:00 és 17:00 között teljesült (7. ábra, illetve 2. táblázat). Normál körülmények között a bankok a likviditásukkal előre kalkulálnak, próbálják megbecsülni, hogy mekkora bejövő és kimenő forgalomra számíthatnak adott üzleti napon. Amennyiben szükséges, kimennek az O/N fedezetlen bankközi piacra, és nap végén a becsült, illetve a tényleges fogalmuk különbségét kihelyezik, vagy hitelt vesznek fel. Ilyenkor általában a bankok a késő délutáni üzletkötést preferálják, viszont nem hagyják teljesen az utolsó pillanatra a tranzakciók benyújtását. Instabilabb körülmények mellett – főként a bankközi bizalom megrendülésének eredményeképpen – nehezebb a napközbeni előre tervezés, így adandó alkalommal azonnal kihelyeznek, vagy hitelt vesznek fel, azaz nem a forgalmuk lefutását követően, hanem jóval korábban, már napközben üzletet kötnek. A válság hatására az O/N fedezetlen bankközi ügyletek első lábának teljesülése a kora délutáni (12–15 óra közötti) szakaszra koncentrálódott, azaz megváltozott a hitelintézetek időzítési magatartása. A korábbi időszakban adott napon belül tipikusan későbbre időzített tételeket nem sokkal a Lehman-csődöt követően előbbre hozták. Az ezt követő korrekció hatására azonban, az időzítést tekintve ismét a 2008 év végét megelőző magatartási minta lett érvényes. A partnerlimitek fokozatos növelésével és a kamatfolyosó szélesítésével az MNB azt a jelzést küldte a piacok felé, hogy nyugodtan köthetnek egymással egynapos fedezetlen ügyleteket a bankok, likviditási problémáikat igyekezzenek a piacon, egymás közt megoldani. A piac likviditásának növekedésével, valamint a bankközi bizalom javulásával együtt a korrekció fokozatosan valósult meg, 2010 elejére pedig elérte a Lehman-csődöt megelőző szintet.

1. táblázat Az O/N hitelfelvételekhez köthető teljesítési időpontok statisztikái (óra : perc : másodperc formátumban)						
Időszak	(1) pre-Lehman időszak	(2) a Lehman sokk	(3) post-Lehman	(4) piaci alkalmazkodás, stabil időszak	(5) a napközbeni elszámolás bevezetése után	
Időintervallum	2008. jan. 2. – 2008. okt. 20.	2008. okt. 21. – 2008. dec. 16.	2008. dec. 17. – 2009. dec. 31.	2010. jan. 1. – 2012. jún. 30.	2012. júl. 1. – 2014. júl. 31.	
1. láb (hitelfelvétel) átlagos időpontjai	13:51:07	13:20:01	14:27:09	13:48:58	14:05:59	
Adott perióduson belül a legkorábban teljesült O/N tranzakció időpontja	8:23:38	9:46:13	8:56:09	8:21:18	8:29:29	
Adott perióduson belül a naponta legkorábban teljesült O/N tranzakciók időpontjainak periódusra vetített átlaga	10:29:52	10:49:19	11:20:29	10:31:52	10:31:59	
Adott perióduson belül a legkésőbb teljesült O/N tranzakció időpontja	17:03:02	16:59:04	17:19:10	17:40:34	18:08:33	
Adott perióduson belül a naponta legkésőbb teljesült O/N tranzakciók időpontjainak periódusra vetített átlaga	16:40:06	16:13:13	16:38:47	16:39:24	17:02:18	
Szórás	2:01:03	1:46:40	1:57:23	2:03:00	2:03:56	
Variancia	0:10:11	0:07:54	0:09:34	0:10:30	0:10:40	
A vizsgált statisztikai mutatók						

* A VIBER-ben azonosított tételek közt volt 31 darab olyan ügylet, melyek kora reggel kerültek teljesítésre. Tételeken, 29 darab 7:50 és 8:00 között, 1 db 8:00-kor, illetve további 1 darab 8:07-kor teljesült tételek tartáltak. Ezek valószínűleg más (nem O/N) tranzakciók lehettek, így a statisztikák közt ezeket nem vettük figyelembe
 Forrás: Saját összesítés MNB adatok alapján.

7. ábra

Az O/N ügyletek (1. láb) teljesítési időpontjainak tétekszám (felső panel), illetve érték (alsó panel) alapján kalkulált, havi szintű megoszlása óránkénti bontásban (2008–2014. július)



Forrás: Saját összeállítás MNB adatok alapján.

2. táblázat

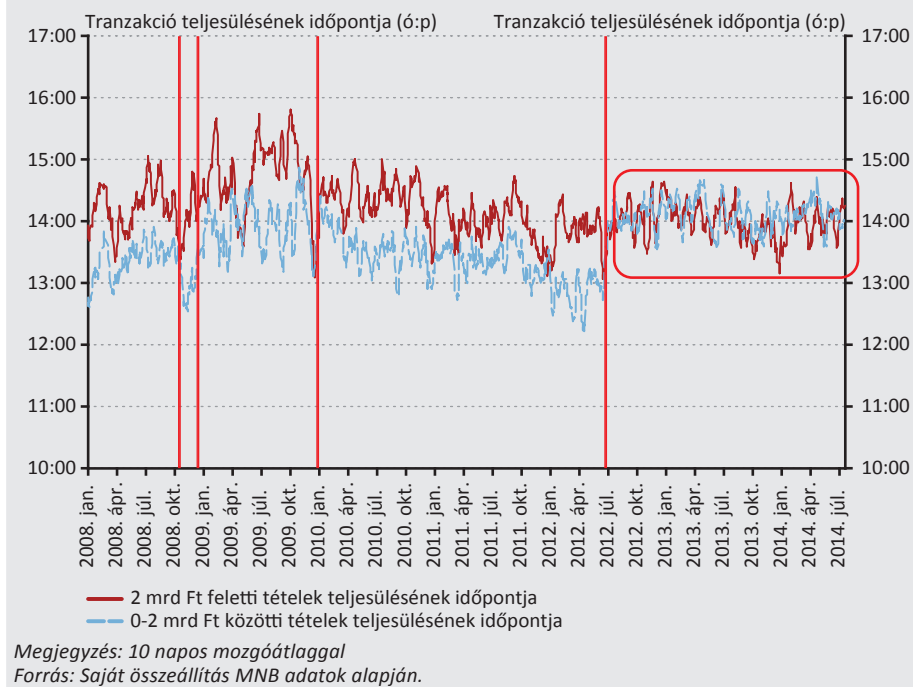
Az O/N hitelfelvevőkhöz köthető teljesítési időpontok megoszlása az egyes periódusokban, napon belüli időszávok szerint
(százalék, 2008. január – 2014. július)

Periódus	Időintervallum	Időszáv (százalék)										Totál
		-10	10-11	11-12	12-13	13-14	14-15	15-16	16-17	17-18		
Tranzakciószám alapján	(1) pre-Lehman időszak	0,83%	7,02%	14,68%	16,66%	14,69%	10,94%	12,66%	22,46%	0,07%	100,00%	
	(2) a Lehman sokk	1,04%	5,58%	19,84%	21,53%	18,81%	13,62%	8,17%	11,41%	0,00%	100,00%	
	(3) post-Lehman	0,42%	3,52%	11,41%	12,00%	14,01%	10,57%	14,17%	33,82%	0,08%	100,00%	
	(4) piaci alkalmazkodás, stabil időszak	1,05%	8,03%	15,41%	15,69%	12,66%	10,47%	15,76%	20,16%	0,76%	100,00%	
	(5) a napközbeni elszámolás bevezetése után	0,85%	6,86%	12,55%	13,24%	14,64%	12,66%	13,21%	21,30%	4,70%	100,00%	
Tranzakció értéke alapján	(1) pre-Lehman időszak	0,89%	6,59%	13,81%	13,66%	12,36%	11,08%	15,88%	25,70%	0,03%	100,00%	
	(2) a Lehman sokk	1,17%	6,76%	17,58%	17,85%	17,37%	11,00%	11,85%	16,41%	0,00%	100,00%	
	(3) post-Lehman	0,77%	3,10%	10,46%	9,81%	12,93%	10,18%	16,70%	36,02%	0,03%	100,00%	
	(4) piaci alkalmazkodás, stabil időszak	1,39%	7,25%	14,31%	15,64%	11,68%	10,14%	18,24%	20,52%	0,83%	100,00%	
	(5) a napközbeni elszámolás bevezetése után	0,82%	7,52%	14,55%	14,25%	12,57%	11,64%	14,63%	19,89%	4,13%	100,00%	

Forrás: Saját összesítés MNB adatok alapján.

Az O/N fedezetlen bankközi piac tételeinek időzítését a tétel nagyság nagymértékben befolyásolja, így jelentős különbség van a kisebb (2 milliárd forint alatti) és a nagyobb értékű (2 milliárd forint feletti) ügyletek között. A kisebb értékű ügyletek jellemzően a napközbeni pótlólagos likviditás megszerzését (vagyis az ad-hoc likviditáshiány megoldását) szolgálják, míg a nagyobb értékű tételeknek elsősorban a nap végi pozíciózárás, illetve a tartalékkötelezettségnek való megfelelés miatt van jelentőségük. A vizsgált időszakban egészen 2012. júliusig a 2 milliárd forint alatti ügyletek napon belül jellemzően korábban, míg a 2 milliárd forintfeletti tételek később kerültek teljesítésre¹¹ (8. ábra). A Lehman-sokk hatása itt is tetten érhető, a hitelfelvevők ugyanis a 2. (kockázatkerülő) időszakban igyekeztek minél korábban megszerezni a szükséges likviditást, és pozícióikat is hamarabb zárták, így ebben a periódusban a napközbeni és a napvégi likviditással kapcsolatos ügyleteik időzítése egyaránt korábbra tolódott (3. táblázat). A kis- és nagyrértékű tételek teljesítési időpontjainak eltérése egészen 2012 második félévéig meghatározó, azt

8. ábra
az 1. láb időzítésének alakulása tranzakcióérték szerinti bontásban
 (2008 – 2014. július)



¹¹ A jellemzően nagymértékű szórás miatt az eltérés statisztikailag nem tekinthető szignifikánsnak.

követően azok „lefutása” közel azonossá vált. Mindez összefüggésben állhat a BKR napközbeni elszámolásának 2012. július 1-jei bevezetésével, ami a hitelintézeteket alkalmazkodásra készítette likviditásmenedzsmentjükben. Eddig az időpontig ugyanis csak a BKR éjszakai elszámolása működött, amely esetben nem kellett napközben likviditást biztosítani annak kiegyenlítéséhez. A napközbeni 5 elszámolási ciklus bevezetése azonban azt jelentette a bankoknak, hogy napközben a pótlólagos likviditási igény lényegesen megnőtt a korábbi időszakokhoz képest, ráadásul időben az 5 ciklus miatt jobban „szétterül” egy napon belül. Mindemellett a BKR napközbeni forgalma – mivel a bankok ügyfelei által indított tételekről van szó – a VIBER-tagok számára előre nem kiszámítható, így adott banknak szükség esetén gyorsan kell tudnia pótlólagos likviditást szereznie a nap bármely pillanatában.

3. táblázat

Az O/N hitelfelvételekhez köthető teljesítési időpontok statisztikái tétel nagyság szerinti bontásban, periódusonként bemutatva

(óra : perc : másodperc formátumban)

		(1) pre- Lehman időszak	(2) a Lehman sokk	(3) post- Lehman	(4) piaci alkalmaz- kodás, stabil időszak	(5) a nap- közbeni elszámolás bevezetése után
		2008. jan. 2. – 2008. okt. 20.	2008. okt. 21. – 2008. dec. 16.	2008. dec. 17. – 2009. dec. 31.	2010. jan. 1. – 2012. jún. 30.	2012. júl. 1. – 2014. júl. 31.
2 mrd Ft alatti tételek teljesítési időpontjaira vonatkozó statisztikák	Átlag	13:24:10	12:54:43	14:00:39	13:25:03	14:07:54
	Szórás	1:55:47	1:32:04	2:01:41	2:00:11	2:05:17
2 mrd Ft feletti tételek teljesítési időpontjaira vonatkozó statisztikák	Átlag	14:15:13	13:56:50	14:46:11	14:08:55	14:04:34
	Szórás	2:00:36	1:55:22	1:50:20	2:01:45	2:02:54

Forrás: Saját összeállítás MNB adatok alapján.

Az egynapos fedezetlen O/N ügyletek 1. lábának tétel teljesülési időpontjainak korábbra tolódása tapasztalható (értéknagyságtól függetlenül) a naptári év vége előtt, illetve a negyedéveknél is hasonló minta érzékelhető (6. ábra). A jelenségnek számos oka lehet. Év végén a többnapos ünnepek közeledtével a hitelintézetek törekednek arra, hogy napon belül hamarabb teljesítsék a kérdéses ügyleteiket. Továbbá, szintén az év végi többnapos ünnepek előtt megugró, az ünnepeket követően viszont csökkenő lakossági készpénztartási igény aggregált szinten jelentősen befolyásolja a bankrendszer likviditását, mely áttételesen hatással lehet a bankközi ügyletek időzítésére is (Komáromi 2008). Ezenkívül az év végi pozíciózáráshoz kapcsolódóan

számos hitelintézet mérlegkorrekciót hajt végre, devizacsere-ügyletek formájában. Ennek kapcsán átmenetileg változhat a rendszerben lévő forintlikviditás, emiatt is – biztonsági megfontolásokból – korábban kezdeményezhetik a tranzakciókat (MNB 2013). Az időzítések teljesülésének feltűnően korábbra tolódását tapasztaltuk 2011 végén, illetve 2012 elején. Ez összefüggésben állhat az akkor Magyarországon tapasztalt pénzügyi turbulenciákkal. Érdekes módon ekkor a megkötött O/N tételek számosságán a hitelintézetek számottevően nem változtattak (sőt az adatokból azt látni, hogy a napi szinten teljesült átlagos értékek megnövekedtek 2012 elején, ld. 3. ábra), azonban a kialakulni látszó piaci feszültségnek valószínűleg oly módon igyekeztek elejét venni, hogy tételeik teljesülését előrébb hozták (mely időzítéssel alkalmazkodás igencsak hasonlít ahhoz, melyet a bankok Lehman-csődre adott reakciói esetén korábban tapasztaltunk). Negyedéveknél hasonló mintát lehet észrevenni – különösen a „Q1”-eknél –, ahol a fentiekben részletezett szezonális hatások (többnapos ünnepek) mellett a multinacionális vállalatok szerepe is meghatározó lehet. Hazánkban a külföldi (különösen az amerikai és brit) tulajdonú cégek részvétele jelentős, melyeknél a pénzügyi év vége jellemzően nem a naptári év végét követi, hanem egyéb időponthoz (pl. március 31.) igazodik. A pénzügyi évről való köthető tevékenységek pedig közvetve ugyan, de hatással lehetnek a bankközi likviditásra, valamint a tételidőzítések napon belüli alakulására. Látható ugyanakkor, hogy a napközbeni elszámolás bevezetésétől ez a hatás mintha tompult volna. Az új rendszer miatt feltételezhetően jobban „szétterülnek” a reálszférahoz köthető pénzügyi transzferek napon belül, ez magyarázhatja a jelenséget.

4.4. A pénzügyi események hatása az O/N fedezetlen bankközi ügyletek 2. lábának időzítésére

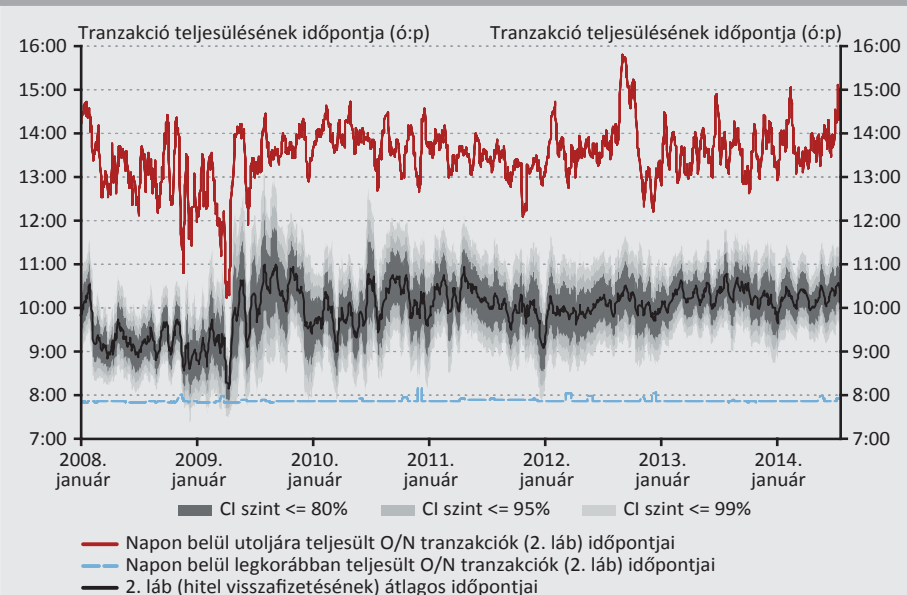
Az O/N bankközi ügyletek visszafizetésének napon belüli időzítése már a Lehman-csőd előtt fél évvel korábbra tolódott, mely jelenség egészen 2009 júniusáig tartott (9–10. ábra, illetve 4. táblázat). A második láb átlagos teljesülési idejének 2008 végén, illetve 2009 elején tapasztalható átmeneti korábbra tolódását részben a jelentősen lecsökkentett partner- és kiegyenlítési limitek okozták, melyek következtében az előző napi hitelek visszafizetésére a fizetési forgalom biztonságos lebonyolítása érdekében minél korábban szükség volt. A Lehman-csődöt követően a partnerlimitek drasztikus visszavágása miatt megnőtt annak a veszélye, hogy egy bank addig nem tud újabb bankközi ügyletet kötni adott partnerrel, amíg vissza nem fizette a korábban felvett O/N fedezetlen bankközi hitelt, mivel az partnerlimitjét az ügylet rendezéséig terhelte. További magyarázat, hogy a hitelek visszafizetésének korábbi időpontja tudatos jelzés is lehetett a partner felé, miszerint megbízható hitelfelvevőről van szó, így a nemfizetés kockázata esetében alacsonynak tekinthető. Az időzítés változása a válság kapcsán tett jegybanki likviditásbővítő intézkedéseknek is köszönhető, melyek következtében megnőtt a bankok likviditása. Így a napközbeni

fizetési forgalom lebonyolítására kisebb mértékben volt szükség bankközi O/N hitelekre, a volumenében kevesebb hitelt pedig a hitelintézetek nap elején rendezni tudták, nem volt szükséges várni az esetleg később beérkező tételek finanszírozó hatására. Érdekes megfigyelni, hogy a 2011 végén, illetve 2012 elején tapasztalt pénzügyi turbulenciák hatására az időzítések (hasonlóan az 1. láb esetén tapasztaltakhoz) korábbra tolódtak az O/N ügyletek 2. lábának teljesítésekor. Ez alapján úgy tűnik, hogy a bankok a bizonytalan, turbulens piaci helyzet esetén az O/N ügyletek visszafizetési lábának napon belüli korábbra tolódásával reagálnak.

9. ábra

Fedezetlen bankközi ügyletek 2. lábának időzítése (napi átlagok), kiegészítve a napon belüli legkorábbi, illetve legkésőbbi teljesítési időpontokkal, valamint a 80%, 95% és 99%-os konfidencia-intervallumokkal

(2008 – 2014. július)



Megjegyzés: 10 napos mozgóátlaggal

Forrás: Saját összeállítás MNB adatok alapján.

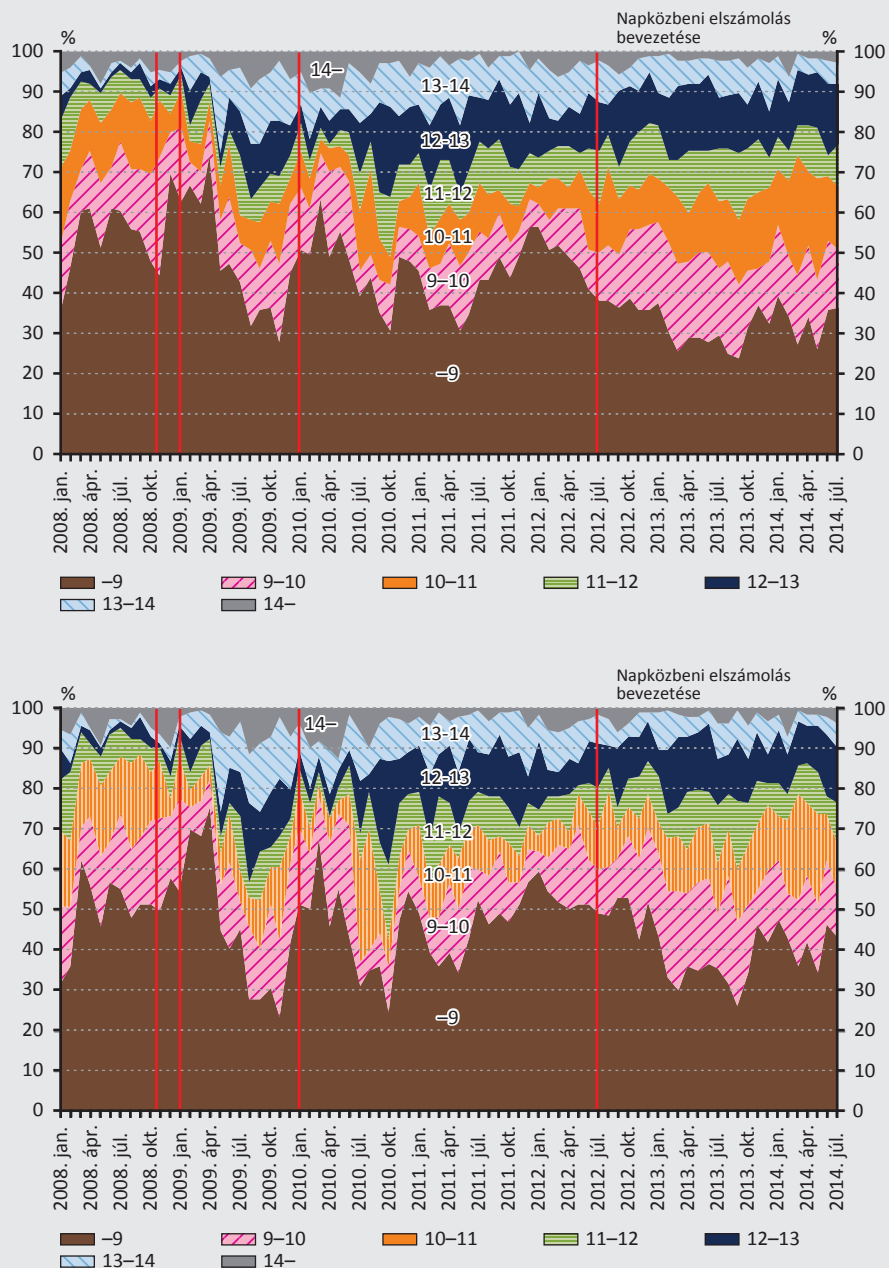
2009 júniusától a 2. láb időzítése a piaci konszolidációval összhangban folyamatosan későbbre tolódott (9–10. ábra, 5. táblázat). A partnerlimitek 2009 nyarától meginduló fokozatos korrekciójával (a visszavágot partnerlimitek növekedése) a bankközi O/N hitelek visszafizetésének időzítése egyre kisebb korlátot jelentett a kereskedésben, így a 2. láb teljesítése későbbre tolódhatott. Ezen alkalmazkodási folyamat jóval a 2012. január 1-jén életbe lépett 1 órás VIBER-üzemidőhosszabbítás előtt elindult,

4. táblázat Az O/N hitelek visszafizetéseihez köthető teljesítési időpontok statisztikái (óra : perc : másodperc formátumban)						
	Időszak	(1) pre-Lehman időszak	(2) a Lehman sokk	(3) post-Lehman	(4) piaci alkalmazkodás, stabil időszak	(5) a napközbeni elszámolás bevezetése után
	Időintervallum	2008. jan. 2. – 2008. okt. 20.	2008. okt. 21. – 2008. dec. 16.	2008. dec. 17. – 2009. dec. 31.	2010. jan. 1. – 2012. jún. 30.	2012. júl. 1. – 2014. júl. 31.
A vizsgált statisztikai mutatók	2. láb (hitelek visszafizetéseinek) átlagos időpontjai	9:23:03	9:23:25	9:53:03	10:02:57	10:13:23
	Adott perióduson belül a legkorábban teljesült O/N tranzakció időpontja	7:50:15	7:50:20	7:50:12	7:50:21	7:50:20
	Adott perióduson belül a naponta legkorábban teljesült O/N tranzakciók időpontjainak átlaga	7:50:53	7:53:12	7:51:23	7:52:49	7:51:50
	Adott perióduson belül a legkésőbb teljesült O/N tranzakció időpontja	16:28:18	16:16:22	16:40:41	17:16:50	17:01:23
	Adott perióduson belül a naponta legkésőbb teljesült O/N tranzakciók időpontjainak átlaga	13:19:31	12:52:49	13:04:54	13:36:12	13:43:10
Szórás	1:50:01	1:54:50	2:13:04	2:13:45	1:58:14	1:58:14
Variancia	0:08:24	0:09:09	0:12:18	0:12:25	0:09:42	0:09:42
Forrás: Saját összeállítás MNB adatok alapján.						

10. ábra

Az O/N ügyletek (2. láb) teljesítési időpontjainak tétekszám (felső panel), illetve érték (alsó panel) alapján kalkulált havi szintű megoszlása óránkénti bontásban

(2008-2014. július)



Forrás: Saját összeállítás MNB adatok alapján.

ami arra enged következtetni, hogy a 2. láb időzítésében tapasztalható változást elsősorban nem az üzemidőmódosítás mozgatta. A Lehman-csődöt követően ilyen hosszú időre volt szüksége a bankszektornak ahhoz, hogy normalizálódjon a helyzet a napközbeni likviditásmenedzsment tekintetében, a bankközi piac stabilizálódásával pedig a hitelintézetek valószínűleg már kevésbé tartották fontosnak a hitelek T+1

5. táblázat Az O/N hitelek visszafizetéseihez köthető teljesítési időpontok megoszlása az egyes periódusokban, napon belüli időszavak szerint (százalék, 2008. január – 2014. július)												
Periódus	Időintervallum	Időszak (százalék)						Totál				
		-9	9-10	10-11	11-12	12-13	13-14		14-			
Tranzakciószám alapján												
(1) pre-Lehman időszak	2008. jan. 2. – 2008. okt. 20.	53,51%	15,15%	14,84%	7,32%	2,82%	2,61%	3,76%	100,00%			
(2) a Lehman sokk	2008. okt. 21. – 2008. dec. 16.	50,45%	24,12%	11,15%	3,89%	2,46%	2,33%	5,58%	100,00%			
(3) post-Lehman	2008. dec. 17. – 2009. dec. 31.	47,38%	13,76%	9,04%	6,72%	8,51%	10,32%	4,27%	100,00%			
(4) piaci alkalmazkodás, stabil időszak	2010. jan. 1. – 2012. jún. 30.	45,30%	11,25%	8,93%	8,39%	11,91%	9,96%	4,25%	100,00%			
(5) a napközbeni elszámolás bevezetése után	2012. júl. 1. – 2014. júl. 31.	32,46%	17,50%	16,21%	10,75%	13,81%	6,82%	2,45%	100,00%			
Tranzakcióértéke alapján												
Totál												
Periódus	Időintervallum	Időszak (százalék)						Totál				
		-9	9-10	10-11	11-12	12-13	13-14	14-				
(1) pre-Lehman időszak	2008. jan. 2. – 2008. okt. 20.	49,40%	16,04%	16,94%	8,01%	3,09%	2,38%	4,13%	100,00%			
(2) a Lehman sokk	2008. okt. 21. – 2008. dec. 16.	51,81%	21,04%	10,12%	4,71%	2,64%	2,22%	7,47%	100,00%			
(3) post-Lehman	2008. dec. 17. – 2009. dec. 31.	45,35%	14,92%	9,25%	6,70%	8,81%	10,43%	4,54%	100,00%			
(4) piaci alkalmazkodás, stabil időszak	2010. jan. 1. – 2012. jún. 30.	47,53%	12,31%	9,03%	7,85%	10,72%	8,63%	3,92%	100,00%			
(5) a napközbeni elszámolás bevezetése után	2012. júl. 1. – 2014. júl. 31.	40,89%	16,67%	13,62%	9,09%	11,88%	5,49%	2,36%	100,00%			

Forrás: Saját összeállítás MNB adatok alapján.

napi kora reggeli órákban való rendezését, így a korábban megszokotthoz hasonlóan ismét jobban támaszkodtak a beérkező tételek finanszírozó szerepére, az O/N hitelek visszafizetési pedig későbbre tolódhattak.

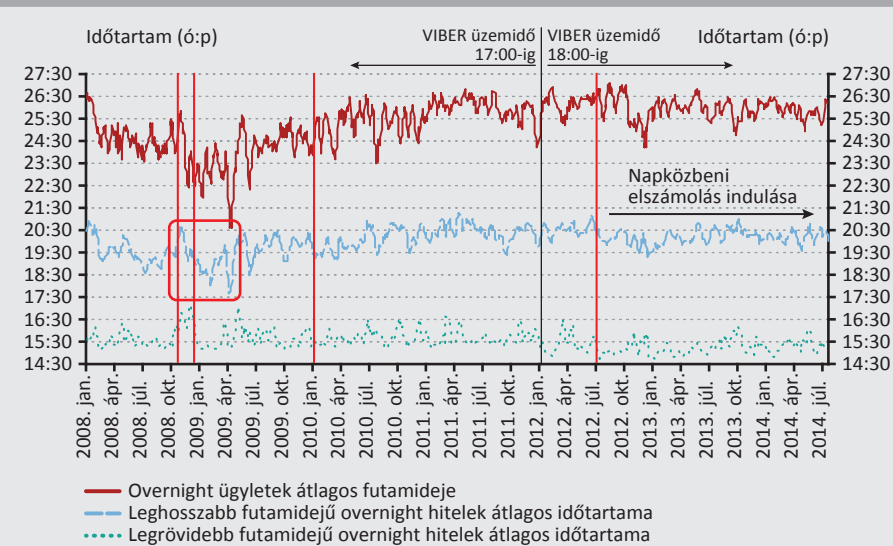
4.5. Az O/N fedezetlen bankközi ügyletek futamidejének alakulása

Annak megválaszolására, hogy valójában mennyi ideig is tart egy O/N fedezetlen bankközi ügylet, az 1. és a 2. láb teljesülése között eltelt időtartamot kell megvizsgálnunk. A VIBER üzemidejéből fakadóan a VIBER zárása és másnapi megnyitása között eltelt minimális idő – amennyiben nincs adott napra üzemidő-hosszabbítás – 2012-ig 15 óra volt, 2012-től a VIBER üzemidejének egy órával történt meghosszabbítása miatt ez az idő 14 órára csökkent. Ezen időszakban ügyletek teljesítésére jegybankpénzben nincs lehetőség. Egy O/N bankközi fedezetlen ügylet átlagos futamideje adataink alapján 17 óra 40 perc és 20 óra 40 perc között szóródott (11. ábra). A Lehman Brothers csődjét követően, bár a bankok időben korábban időzítették a hitelfelvételeiket, a felvett összegeket másnap érzékelhetően korábban is fizették vissza, ami csökkentette a fedezetlen O/N ügyletek átlagos futamidejét a 2008 végi, 2009 eleji időszakban. Craig H. Furfine (1999) is vizsgálta cikkében az amerikai fizetési rendszeren átfutó egynapos bankközi ügyletek átlagos futamidejét. Elemzésében a szerző azt találta, hogy egy O/N ügylet átlagosan 21 óra 27 percig tart. Ez hosszabb a tanulmányunkban kapott eredményhez képest, az eltérésnek

11. ábra

Az O/N fedezetlen bankközi ügyletek futamidejének alakulása

(2008 – 2014. július)



Megjegyzés: 10 napos mozgóátlaggal

Forrás: Saját összeállítás MNB adatok alapján.

a jelentősen eltérő piaci konvenciók mellett azonban számos egyéb módszertani oka is lehet, így többek között a szerző pl. mindössze 3 hónapnyi adatot vizsgál tanulmányában (1998 első negyedévét), vagyis a kapott eredményei merőben eltérő időszak adataira támaszkodnak. A különbséget indokolhatja még, hogy a *Federal Reserve* által működtetett fizetési rendszer üzemideje jelentősen eltér a VIBER-étől: Furfine tanulmányának készítésekor a Fedwire 00:30 és 18:30 közt tartott nyitva. Az üzemidőn kívül az egynapos ügyletek futamidejeinek szórása is eltérő képet fest, mivel a szerző által használt adatbázisban a legrövidebb egynapos ügylet 7 óra 7 perc, a leghosszabb pedig 40 óra 39 perc időtartamú, addig a cikkünk alapjául szolgáló adathalmaz esetén ugyanez 13 óra 55 perc, illetve 30 óra 32 perc futamidejű.

Az O/N fedezetlen bankközi ügyletek futamideje elsősorban a második láb teljesítésének későbbre tolódása miatt nőtt meg a 2009 áprilisát követő időszakban. Felmerül a kérdés, hogy az O/N futamidőt mi mozgatja elsődlegesen, az 1. láb (hitelfelvétel), vagy inkább a 2. láb (visszafizetés) időzítése? Adataink alapján azt láttuk, hogy elsősorban a 2. láb visszafizetése határozza meg a futamidőt. Ez megfelel az előzetesen feltételezetteknek is, hiszen míg a 2. láb teljesítésére a bankoknak egy egész nap a rendelkezésükre áll, addig az 1. láb teljesítésére – feltételezve, hogy az főként likviditási pozíció kezelésére szolgál –, főként csak a nap 2. felében kerül sor. A bankok a hitelfelveleik időzítését relatíve kisebb mértékben változtatták meg a Lehman Brothers csődjét követő időszakban, sőt az 2010-re gyakorlatilag visszaállt az eredeti, válságot megelőző pályára. Ellenben a visszafizetések terén a válság maradandó változást eredményezett, a hitelintézetek markánsabban változtattak időzítési szokásaikon.

5. Összegzés

Tanulmányunkban a fedezetlen bankközi ügyletek nagyértékű fizetési rendszerben (VIBER-ben) való időzítéseinek pénzforgalmi megközelítésű vizsgálatára helyeztük a hangsúlyt. Az O/N tranzakciók kiemelkedő szerepet töltenek be a napközi likviditáskezelésben, azok megfelelő időpontban való teljesítése stratégiai jelentőségű lehet a mindennapi gyakorlatban. Adott O/N ügylet esetén T napon a hitelt nyújtó eljuttatja a tőkeösszeget a hitelt felvevő banknak. A partnerek egymás között ügyletenként indítják a tranzakciókat, így tárgynapra vonatkozóan egy VIBER-tranzakcióba nem kötegelnek több bankközi ügyletkezh köthető fizetést. A VIBER-résztevők nem nettósítanak, vagyis az egymással szemben fennálló követeléseiket nem számítják be egymásnak kölcsönösen, tehát a teljes tőkeösszeget indítják T nap, míg T+1 nap a kamatösszeggel növelt tőkeösszeget fizetik vissza (azok külön tételként történő teljesítése ritkán fordul elő).

Pénzpiaci sokkok esetén a hitelintézetek hasonlóan reagálnak az O/N tételeik időzítéseit tekintve: napon belül hamarabb kezdeményezik a hitelfelveleket, illetve

másnap a visszafizetéseket egyaránt. Ezt tapasztalhattuk a 2008-as válság alatt is, a kialakuló pénzüpiaci bizalmatlanság és a lecsökkent bankközi partnerlimitek miatt az O/N piac forgalma jelentősen visszaesett, a rendszerrésztvevők egyre kevésbé voltak hajlandók egymásnak hitelt nyújtani. Tartva attól, hogy nap végén nem fognak elégséges mennyiségű likviditáshoz jutni a bankközi piacról, hitelfelvételeiket napon belül előbbre hozták. Jelentősen beszűkült továbbá az a kereskedési időablak, melyben az ügyletkötések történtek, egyúttal e rövidült időszávon belül a tranzakciók teljesítési időpontjainak véletlenszerűsége is megnőtt, ami szintén a kialakult bizonytalan állapotra utal. Az egynapos fedezetlen piac tulajdonképpen leállt, e feszült helyzet megoldására a jegybanknak átmenetileg szűkítette a kamatfolyosót annak érdekében, hogy a piac szereplői elegendő likviditáshoz jussanak. Minde mellett a külföldi tulajdonú magyarországi bankok esetén az anyabankok erősebb kontrollt kezdtek alkalmazni, jobban beavatkozva ezáltal likviditásmenedzsmentjükbe. Később a külföldi hitelfelvételek, a nagy jegybankok együttműködésének és az MNB likviditásbővítő intézkedéseinek hatására a rendszerszintű likviditás bővült, a bankközi piacon a bizalom kezdett visszaállni, az állami szintű beavatkozások pedig világszerte megnyugtatták a piaci szereplőket. 2009 nyarától a limit-visszarende ződés – bár szelektíven és kölcsönösségi alapon, de – elindult. Az MNB szélesítette a kamatfolyosót, ami szintén egyfajta jelzés volt a hitelintézetek felé, hogy likviditási problémáikat igyekezzenek a piacon, egymás közt megoldani. A külföldi tulajdonú magyarországi hitelintézetek esetén azonban az anyabankok továbbra is szoros felügyeletet alkalmaztak, aktívan befolyásolva piaci viselkedésüket. A 2008-ashoz hasonló magatartási reakciókat tapasztaltunk az időzítések tekintve a 2011 év végi magyarországi pénzüpiaci turbulencia idején is, vagyis úgy tűnik, pénzüpiaci sokkok esetén a hitelintézetek hasonlóan reagálnak az O/N tételeik időzítéseinek vonatkozásában. A 2008-as gazdasági válság bankközi ügyletek időzítésére és futamidőre gyakorolt *hosszú távú* hatásai kapcsán megállapítható, hogy a hitelintézetek elsősorban nem a hitelfelvételek (1. láb), hanem sokkal inkább a visszafizetések (2. láb) időzítésének változtatásán keresztül alkalmazkodtak, annak időzítése ugyanis a válságot követően napon belül későbbi időpontban stabilizálódott. A futamidőre tehát elsősorban nem a hitelfelvételek (1. láb), hanem a visszafizetések (2. láb) időzítése gyakorol nagyobb hatást.

Az O/N hitelfelvételek teljesítésének átlagos időpontjait a tétel nagyságok is nagymértékben befolyásolják. A kis értékű tételek szerepe elsősorban a napközbeni ad hoc felmerülő likviditáskézelési problémák megoldása esetén jelentős, míg a nagy értékű tételek inkább a nap végi pozíciózárás, valamint a tartalékkötelezettségnek való megfelelés szempontjából fontosak.

Tanulmányunk alapján elmondható, hogy egy O/N bankközi fedezetlen ügylet átlagos futamideje 17 óra 40 perc és 20 óra 40 perc közé esett, a válság után pedig elsősorban a 2. láb esetén tapasztalt alkalmazkodás miatt nőttek a futamidők.

Felhasznált irodalom

- Bodnár László – Luspay Miklós – Madarász Annamária (2014): *MNB-kötvény betétesítésének hatása a pénzforgalomra*. MNB Szemle, 2014.
- Furfine, Craig H. (1999): *The Microstructure of the Federal Funds Market*. Financial Markets, Institutions & Instruments, V. 8, N. 5, November 1999. 1999 New York University Salomon Center. Published by Blackwell Publishers, 350 Main Street, Malden, MA 02148, USA, and 108 Cowley Road, Oxford, OX4 1JF, UK.
- Komáromi András (2008): *A monetáris aggregátumok szerepe a monetáris politikában*. MNB-tanulmányok 71., www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbstanulmanyok/mnbhu_mt_71/mt_71.pdf, Letöltve: 2015. január 6.
- Luspay Miklós – Madarász Annamária (2014): *A napközbeni elszámolás bevezetésének hatása a hazai fizetési rendszerek forgalmára*. MNB Szemle 2014.
- Páles Judit – Kuti Zsolt – Csávás Csaba (2010): *A devizaszwapok szerepe a hazai bankrendszerben és a swappiac válság alatti működésének vizsgálata*. MNB-tanulmányok (90.) www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbstanulmanyok/MT_90.pdf, Letöltve: 2015. január 6.
- Hendry S. – Kamhi, N. (2007): *Uncollateralized Overnight Loans Settled in LVTS*. Working paper, 2007. november. <http://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/03/wp07-11.pdf>. Letöltve: 2015. január 6.
- Millard S. – Polenghi M. (2004): *The relationship between the overnight interbank unsecured loan market and the CHAPS Sterling system*. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/qb040103.pdf>, Letöltve: 2015. január 2.
- MNB (2013): *Éves jelentés*. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_evesjel/MNB_EvesJelentes_2013_HUN_vegleges.pdf, Letöltve: 2015. január 6.+

Adósságvilág

Csillik Péter

Egy, a Financial Timesban 2015. január 6-án megjelent cikkben¹ érdekes gondolatok kerültek megfogalmazásra a jelen adóssághelyzetről. Az alábbiakban kiemeljük és ismertetjük ezek némelyikét, majd megkísérlünk néhány további gondolatot is felvetni.

A Financial Times cikke megállapítja, hogy az államcsőd lényegében politikai fogalom, ami akkor következik be, amikor a politikai vezetés számára nagyobb presztízsvesztést jelent teljesíteni az adósságszolgálatot, mint megtagadni a fizetést.

A fejlett országok GDP-arányos eladósodottsága 100% feletti (fejlődőknél 50% alatti), de ebből a hazai fizetőeszközben denominált rész (inflációs veszéllyel bíró) pénznyomtatással vagy pénzügyi elnyomással (a hazai megtakarítók és befektetők szabályozó eszközök alkalmazásával rákényszeríthetők a finanszírozásra) rendezhetők, nem úgy külső adósság esetén. 1970 és 2008 között Reinhart és Rogoff számításai szerint az államok átlagosan 69,3%-os GDP-arányos külső adósságnál jelentettek csődöt², Tomz és Wright pedig 1820 és 2013 között 176 ország esetét vizsgálva azt találták, hogy egy állam átlagosan 140 évente kerül csődbe, külső adósság esetén.³

Eichengreen és Panizza⁴ tanulmánya azt bizonyítja, hogy nehezzé teszi a csőd elkerülését az, hogy a jelen nemzetközi környezet sem az inflációt, sem a gazdasági növekedést nem támogatja. Az eurózána jellemzője, hogy a hazai fizetőeszköz valójában külföldi (Németországban pedig csökken az eladósodottság). A helyzet kezeléséhez így nagyon magas (Görögországnak 7,2%-os, Spanyolorzágnak 4,0%-os) GDP-arányos elsődleges egyenleget kellene elérni. A PIIGS-országok bevételeinek átlag 10%-a adósságszolgálatra megy el, de Franciaország, Belgium és Hollandia esetén is számottevő ez az arány.

Csillik Péter a Magyar Nemzeti Bank közgazdasági elemzője. E-mail: csillikp@mnk.hu.

A szemle a Financial Times 2015. január 7-i számában megjelent és a Globális monetáris figyelő 2015. évi második számában feldolgozott Adósságvilág című kézirat alapján készült.

¹ Robin Wigglesworth: *Public finances: A world of debt.* www.ft.com/intl/cms/s/2/05b14576-958f-11e4-b3a6-00144feabdc0.html#slide0

² Carmen M. Reinhart és Kenneth S. Rogoff (2010): *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly.* Princeton University Press

³ Michael Tomz és Mark L. J. Wright (2013): *Empirical Research on Sovereign Debt and Default.* NBER Working Paper No. 18855 <http://www.nber.org/papers/w18855>

⁴ Barry Eichengreen és Ugo Panizza (2014): *A Surplus of Ambition: Can Europe Rely on Large Primary Surpluses to Solve its Debt Problem?* CEPR Discussion Paper 10069 http://www.cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php?dpno=10069

Az IMF hüvelykujjszabályának megfelelően nem (lett volna) szabad hagyni, hogy a GDP-arányos államadósság meghaladja fejlett országok esetén a 85%-ot (fejlődőknél a 70%-ot), mivel e szint felett az erőteljes megszorítás csökkenti a gazdasági növekedést és növeli az adósságterhet, míg a költségvetési kiadások növelése segíti ugyan a gazdasági növekedést, ám az adósságállomány is tovább nő. Rogoff professzor véleménye szerint esélyes, hogy az erős fundamentumú gazdaságok megússzák, a gyengék azonban elbukják a magas eladósodottsági szintet.

A cikkben foglaltak továbbgondolást igényelnek. Miért nő szükségképpen az állam eladósodottsága? Schumpeter száz évvel ezelőtti modelljében rejlik a válasz. A gazdaság csak akkor nő, ha innováció kerül a gépezetbe, az ötletből pedig csak úgy lesz innováció, ha a bankrendszer többlet-vásárlóerőt teremt. Sokan és sokféleképpen kimérték az összefüggést, fejlettebb gazdaságban magasabb a hitel/GDP arány és a hitel/eszköz arány. Ez azt jelenti, hogy a hitel nem ugyanannyi százalékkal nő, mint az eszközállomány, hanem a többszörösével. (Az USA termelővállalatai kötelezettségeinek aránya az összes eszközben 1954-ben még csak 35% volt, 2000-re azonban 60%-ra nőtt.⁵) Ha ez az eladósodási ütem fennmaradt volna, mára 72% fölé kúszott volna a vállalati eladósodottság.

Mivel a bankszabályozási előírások miatt a hitel/eszközérték arány nem haladhatja meg a 70%-ot, így a gazdasági növekedés most véget érne, mivel nincs meg a szükséges többletlikviditás. Az államadósság növekedése azonban képes a szükséges likviditást bevinni a gazdaságba. (2001–2014 között az USA-ban, az állam GDP arányos eladósodottsága 53%-ról 100% fölé nőtt.) Röviden, ha a hitel/eszköz arány emelkedése a gazdasági növekedés feltétele, akkor könnyen belátható, hogy – mivel a magáneszközök tekintetében előbb-utóbb bekövetkezik a telítődés – az állam eladósodottságának növekedése teremtheti meg a hiányzó likviditás feltételét. Ha a világ vagy kétszáz országát egy főre eső GDP szerint sorba rendezzük, akkor mozgóátlaggal haladva azt nyerjük, hogy a fejlettebb országokban magasabb az eladósodottság.

Mindebből az következik, hogy az eladósodottság nem csökkenni, hanem növekedni fog. Nem arról van szó, hogy az állam eladósodottsága mindenkor válasz lenne a vállalati eladósodottság lehetőségeinek beszűkülésére, hanem a fejlődés adott fokán a vállalatok hitelfelszívó képessége szükségképpen plafonba ütközik, és csak az állam képes a továbbiakban eladósodni. (Duncan szerint pl. az USA-nak energetikai és egészségügyi kutatásokra kellene költenie.)

Az FT-cikk a gazdasági növekedést és az inflációt tekintette az eladósodottság leküzdésének jó eszközeként. Az inflációt nem szeretik (sem a túl kicsit, sem a túl nagyot), miközben nehezen számszerűsíthetők az infláció által okozott károk. Az ét-

⁵ Richard A. Brealey and Stewart C. Myers (2011): *Modern vállalati pénzügyek*. Panem Kiadó.

lapköltés és a cipőtalpköltés nem túlságosan jelentős ahhoz képest, amilyen mértékben küzdenek az infláció ellen. Mankiw meglátása az, hogy valójában nem az árak növekedésével van a baj, hanem azzal, ami ezzel együttjárhat.⁶ Az általános árszintváltozással (le vagy fel egyaránt) az a probléma, hogy a jóságok és szolgáltatások árai különböző mértékben változnak, és így az árak szóródása eltérő a különböző általános árváltozásoknál. Nem meglepő módon az árszóródás olyan V alakú függvényt mutat, ahol a minimális szóródás 2–3%-os infláció mellett következik be. Ettől jobbra és balra mozogva a számegegyenesen mindenhol nagyobb szóródással találkozunk, ami azzal jár, hogy a korábbtól eltérő erőforrás-kombináció mellett lehet a terméket optimálisan előállítani. (A feleslegessé vált raktáron lévő erőforrásoktól meg kell szabadulni, új erőforrásokat kell beszerezni, újra kell tervezni az új árviszonyoknak megfelelően a termék előállítását.)

Mindez felveti az eurózóna kérdésének megítélését is. A közös pénz jelentheti azt is, mint az USA-ban, hogy a bajba jutott tagállamokat kimentik. Nehéz azt az EU-s logikát követni, hogy mivel a szövetségi költségvetési kicsi, nem is segítik ki a bajba jutottat, ám elvonják a bajba jutott adekvát eszközét (saját valuta), hogy magának segítsen. Nem volt értelmetlen az a német javaslat, hogy amíg bajban van egy ország, addig használjon saját valutát, és ha bajából kikeveredett, akkor visszatérhet a közös valutához. (A hetvenes évek valutakijórából ismert a technika, minden résztvevő ország addig kötötte valutáját a márkához, amíg azt hasznosnak látta. Volt, hogy egy időre felfüggesztette ezt, majd később visszatért a kigyóba. Ennek aktualizált változatának tekinthető az időleges kilépés az euróövezetből.)

Végül az adósságelengedés, adósságszolgálati terhek csökkentésének kérdése: Idővel az EU megtalálja azt a csereszolgáltatást, amit azért kérhet, hogy elengedjék a görög adósság egy részét, vagy csökkentsék az adósságszolgálat terheit. Hátrébb kell lépni, ha két szereplő nem elég egy csereüzlethez, akkor új szereplőt kell bevonni. (A közgazdaságtan általában azt vizsgálja, hogy a pénz miként képes közvetíteni a cserét, most éppen az ellenkezője igaz, pénzcseré közvetítéséhez kell bevonni új szereplőt és új szolgáltatásfajtát.) A csereszolgáltatás olyan kell, hogy legyen, ami az EU egészének fontos, de valamilyen ok miatt nem képes végezni. Ilyen lehet a migráció elleni védelem szerteágazó kérdésköre. Ha menekült vagy migráns EU-területre lép, akkor más jogok illetik meg, mint ha nem EU-területen van. Görögország területe (szárazföld és szigetek) olyan, hogy annak egy része racionális költségszintek mellett védhető, míg más része nem védhető. (Közgazdaságilag szólva a fizetni nem kívánók, az ún. potyautasok kizárása racionálisan nem oldható meg, mivel az túl drága, vagy túl durva lenne.) Lehetséges megoldás, hogy egy nem EU-tagállam – ám az EU-val rokonszenvező gazdag és/vagy nagy népességű állam – bérbe vegye a racionálisan nem védhető területeket a görög államtól. (Nem eladja, mint Oroszország Alaszkát, nem is 99 évre veszik bérbe, mint Anglia Hong Kongot, hanem időlegesen veszi bér-

⁶ Gregory N. Mankiw (2005): *Makroökonómia*. Osiris Kiadó.

be.) A racionálisan nem védhető területet időlegesen bérbevevő állam célszerűen akkora éves bért fizet, ami lehetővé teszi Görögországnak, hogy az adósságszolgálat ne terhelje túlzottan gazdaságát, és ismét növekedési pályára állhasson. Mi lehet a motivációja a rejtélyes bérbevevő államnak? Ez államfüggő, más törekvése lehet egy észak- vagy dél-amerikai, esetleg ázsiai vagy afrikai államnak, de mindig vannak olyan nagy és/vagy gazdag államok, amelyek akarnak valamit, és ezt a képzeletbeli számlát valamikor benyújthatják majd.)

A migránsok és menekültek ellátásában (beleértve az iskolai oktatást, a felnőttképzést és az egészségügyi szolgálat megszervezését) nagy szerepet töltenek be az EU és a segélyszervezetek. Feltétlenül figyelembe veendő, hogy a fegyveres konfliktusok elől elmenekültek között sokan hadköteles korúak, akik adott esetben kötelességüknek érezhetik, hogy fegyveresen is részt vegyenek hazájuk békéjének kivívásában. Katonai kiképzést célszerű biztosítani számukra, és – egyetértésükkel - harcba vezényelni őket a vitatott térségekbe. (Elvárható, hogy a békére vágyó szír fiatal a szárazföldi erők tagjaként – kiképezve, felfegyverezve, légi támogatás mellett – maga is harcoljon a szír békéért.)

Röviden: az államok eladósodása természetes következménye annak, hogy a fejlődés esetén a hitel/eszköz arány előbb-utóbb telítődik, a likviditás fenntartása így az államadóságra (célszerűen innovációt szolgáló tevékenységekre) helyeződik át. Az államadósság is telítődhet, ha idegen fizetőeszközben denominált, így az EU esetén biztosítani kell adott bajban lévő ország esetén az eurózóna időleges elhagyásnak lehetőségét, és keresni kell azt az egyedi csereszolgáltatást, amit megvásárolva törleszhetővé (de facto leírhatóvá) válik az adósság adott része. Az aktuális csereszolgáltatás a migráns (menekült) tömeg kezelésével lehet kapcsolatos, egyes kontinenstől távoli, nagyobb görög szigetek felértékelődhetnek, a harcképes menekültektől pedig elvárható, hogy harccal segítsék elő országuk békéjét.

Központi bankok és a munkaerőpiac – az euróövezet válságának alternatív értelmezése

Lieli Róbert – Piroska Dóra

Bob Hancké:

*Unions, Central Banks, and EMU: Labour Market Institutions and Monetary Integration in Europe, Oxford University Press, Oxford, 2013, p. 160
ISBN: 978-0-19-966209-8*

„Valóban a déli tagállamok fegyelmezetlen költségvetési politikája okozta az euró válságát a 2000-es évek végén?” – teszi fel a kérdést Bob Hancké a London School of Economics professzora, a Közép-európai Egyetem (CEU) vendégtanára. Az összehasonlító politikai gazdaságtannal foglalkozó kutató válasza a határozott nem. Az okok mélyre nyúlnak, és az Európai Monetáris Unió (EMU) -tagországok munkaerő-piaci intézményeinek eltérésében keresendők.

Az EMU a tagállamok számára nagyon hasonló gazdaságpolitikai keretfeltételeket teremtett. Igazán fontos különbség az egyes tagállamok között csak a munkaerőpiac szerveztségében maradt fent. Itt viszont nagyon komoly eltérések mutatkoznak a magas szakszervezeti szerveztséggel, kidolgozott betanítási időszakokkal, háromoldalú munkabértárgyalásokkal rendelkező északi tagállamok, és az ilyen szinten szervezett munkaerőpiaccal nem rendelkező déli tagállamok (ide értve Írországot) között.

Hogyan alkalmazkodtak az egyes országok az EMU teremtette feltételekhez? Először is vegyük észre – érvel Hancké – hogy az EMU által teremtett új feltételek mellett az exportszektor és az állami (nem-exportáló) szektor lehetőségei nagyon megváltoznak. Míg az azonos fizetőeszköz fix árfolyamrendszere arra kényszeríti az exportáló szektor tagjait, hogy bérnövekedési ütemüket termelékenységük növekedési üteméhez igazítsák, különben könnyen kiárazzák magukat a nemzetközi piacról, addig az állami szektor bérkövetelése számára nem jelent korlátot sem a versenytársak reakciója, sem a központi bank monetáris politikai fenyegetése.

*Lieli Róbert a Magyar Nemzeti Bank vezető közgazdasági kutatási szakértője. E-mail: lieli@mbn.hu.
Piroska Dóra az International Business School Nemzetközi Tanulmányok tanszékének docense.
E-mail: dpiroska@ibs-b.hu.*

Míg az északi országokban a 2000-es években megmarad a korábban kialakított rendszer, és az állami szektor bérköveteléseit az exportáló szektor lehetőségeihez igazítják, addig délen és Írországban az állami szektor követeléseinek a korábban a Maastrichti kritériumok által teremtett akadályja megszűnt. A bérnövekedés az állami szektorban viszont bérkövetelést jelentett az exportáló szektorban is, és e két hatás eredményeként az EMU-tagországok bérnövekedési ütemei jelentősen eltértek egymástól.

Hogyan vezetett mindez az EMU 2010-ben bekövetkezett válságához? Hancké válaszában a reálárfolyam fontosságára hívja fel a figyelmet. A reálárfolyam azonos termék vagy szolgáltatás, azonos valutában, de más országban észlelt árát fejezi ki. Tehát ha a reálárfolyam alacsonyabb egy országban, az azt jelenti, hogy abban az országban alacsonyabb az árszínvonal. Bár sok tényező határozza meg a reálárfolyamot, fejlett kapitalista gazdaságokban, mint az EMU tagállamai, az egyik legfontosabb a munkabér. Úgy tűnik, hogy az EMU északi tagállamaiban, a munkabér-koordinációs intézményeken keresztül sikerült a munkabérnövekedést kordában tartani, míg a déli tagországokban, ahol a korábban életben lévő társadalmi egyezményeket az euró bevezetése után elhagyták, a munkabérek szabadon emelkedhettek. Márpedig egy többé-kevésbé zárt kereskedelmi zónában, ha az egyik országban relatíve csökken a munkabér (pontosabban Hancké unit labour cost-tal, ULC-vel számol), az annak az országnak versenyelőnyt jelent azokkal az országokkal szemben, ahol nő a munkabér.

Hancké következtetéseiben és ajánlásaiban nem meglepő módon a munkaerőpiac magasabb szintű szervezettségét javasolja a fizetésimérleg-gondokkal küzdő déli tagországoknak. Elveti azokat az érveket, melyek azt állítják, hogy ilyen munkaerőpiaci intézmények kialakulásához nagyon sok idő kell, és hogy csak adott történelmi és társadalmi környezetben alakíthatók ki. Olaszország 1990-es évekbeli példájára hivatkozva azt állítja, hogy nem kedvező körülmények mellett is kialakíthatók hatékony intézmények felülről. Vagyis a munkaerőpiac liberalizációját szorgalmazó érvekkel szemben az annak szabályozottságában rejlő nagyobb hatékonyságára mutat rá.

Hancké tanulmányának erőssége, hogy a 2010-ben eszkalálódott eurókrízist egyetlen faktorial magyarázza: a munkaerőpiac és a pénzügyi integráció európai uniós tagállamonként eltérő hatásával. Emiatt az elemzése elegáns, koherens és logikus. A tanulmányban viszont pont ez a gyengesége is, vagyis hogy nagyon sok olyan tényezőt nem tárgyal vagy csak érintőlegesen, amelyeknek rendkívül fontos hatása volt az euróvezet stabilitására. Például a pénzügyi szektor fejlettségének eltérése, a pénzpiaci folyamatok elemzése nélkül nehéz elképzelni, hogy valós magyarázatot kaphatunk arra, hogy miért került csődhelyzetbe Görögország, illetve hogy miért nem volt képes Spanyolország vagy Portugália sokáig kikerülni a gazdasági válságból.

Egy további gyengéségeként említhető Hancké túlzott optimizmusa abban a tekintetben, hogy az általa azonosított német munkaerőpiaci modell a déli országokban is megvalósítható lenne. Hancké modelljében három tényező együttes mozgása eredményezett olyan gazdasági környezetet, amely végső soron versenyképesség-javulást eredményezett. Az első elem a munkaerőpiaci koordináció volt, mely egyrészt biztosította az exportszektor dominanciáját a bérek megállapításakor az állami szektorral szemben, illetve arra ösztönözte mind a szakszervezeteket, mind a munkaadókat, hogy a munka hatékonyabb megszervezésével érjenek el bevételnövelést. A második elem a költségvetés visszafogott költekezése, mely nem gerjesztett inflációt az állami kiadások túlzott mértékével. És a harmadik elem a szigorú monetáris politika, melyet a konzervatív központi bank vezényelt, és amely fenyegetést jelentett, mind a munkaerőpiaci szereplők, mind pedig a kormányzat számára.

Hancké azt állítja zárófejezetében, hogy ezt a fajta koordinációt meg lehet valósítani a déli tagországokban is. A probléma az, amelyet részben maga Hancké is elismer, hogy ez az adaptált intézményrendszer semmivé foszlott a 2000-es években, az euró bevezetése után, amikor a külső kényszer (maastrichti kritériumok teljesítése) eltűnt. De még ha elméletileg meg is engedjük, hogy a déli országokban, ahol valós történelmi hagyománya nincs a mikroszinten is szerveződő neokorporatista rendszernek, létrejöjjön a német modellhez hasonló koordináció, akkor is logikai hibába ütközik Hancké érvelése. Hancké szerint ugyanis a német modell sikerességének feltétele volt a déli országok eladósodása. Hancké rendszerében az EU egy többé-kevésbé zárt gazdasági rendszer, ahol a tagállamok leginkább egymással kereskednek. Ebben a rendszerben a német modellt követő országok versenyképességi előnye abból is származik, hogy termékeiket el tudták adni a déli országoknak. Hancké le is írja, hogy a 2000-es években a termékek északról délre, a tőke pedig délről északra áramlott. Vagyis ha a déli országok nem adósodtak volna el ezalatt az időszak alatt, az északi országok nem tudtak volna olyan jelentős fizetésimérleg-többletre szert tenni, mint amire szert tettek. Tehát bár lehet, hogy Hancké javaslata a neokorporatista koordinációra javíthat a déli országok helyzetén, az alapproblémát, vagyis hogy Európában nem alakult ki a közös fiskális hatalom, mely képes lenne a regionális egyensúlytalanságot pénzügyi és egyéb transzferekkel kompenzálni, nem oldja fel.

Euró krízis – Hogyan rombolja le az eszközár-infláció a nemzetek gazdaságát

Szijártó Norbert

Brendan Brown:

Euro Crash – How Asset Price Inflation Destroys the Wealth of Nations

Palgrave Macmillan, 2014, p. 275

ISBN: 9781137371492

A könyv az eszközár-infláció jelenségéből kiindulva tárgyalja a 2007–2008-as globális pénzügyi válságot, amelynek kialakulásáért az amerikai, az európai jegybank, de még a feltörekvő országok (főként Kína) központi bankjainak monetáris politikája is felelős. Az amerikai gazdaság folyamataival Brendan Brown szinte egyáltalán nem is foglalkozik, fókuszja az európai gazdaságon, az Európai Központi Bank (EKB) elhibázott monetáris politikáján van. A szerző gyakorló pénzügyi szakértői tapasztalata és az osztrák közgazdasági iskola monetáris politikai megközelítése alapján vonja le következtetéseit. Érvelése alapján a Jean-Claude Trichet által vezetett EKB számos hibát követett el, majd őt az elnöki székben követő Mario Draghi, Angela Merkel politikai támogatásával komoly szerepet játszott az eurózóna szuverén adósságválság mélyülésének a megakadályozásában. A könyv végén egy mélyebb monetáris integráció működését bemutatva emeli ki a Federal Reserve (Fed) által indított válságban (eszközár-infláció kipukkanásában) rejlő lehetőségeket.

A könyv azzal az alapvető kérdéssel kezdődik, hogy a Gazdasági és Monetáris Unió miért került egzisztenciális válságba mindössze pár évvel létrejötté után. A berlini álláspont szerint minden rendben lett volna, ha az egyes tagországok nem követtek volna el mindent azért, hogy a Stabilitási és Növekedési Egyezményben megfogalmazott szigorú fiskális szabályokat megkerüljék. A párizsi és brüsszeli elképzelés ettől eltérően a válságot azzal indokolja, hogy az uniós alapszerződések nem nyújtottak lehetőséget a fiskális-, adósság- és bankunió létrehozására. Brown szerint a kialakult válság, amely majdnem az euróövezet felbomlásához vezetett, leginkább annak felémásra sikerült felépítésében keresendő; nem sikerült olyan struktúrát kialakítani, amely ellenállna a külső vagy belső monetáris instabilitást okozó erőknél.

Szijártó Norbert a Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Világ gazdasági Intézetének tudományos segédmunkatársa. E-mail: szijarto.norbert@rtk.mta.hu.

Egy komoly gazdasági kór, az eszközár-infláció támadta meg a Gazdasági és Monetáris Uniót. A vírus eredeti forrása az Egyesült Államokba a Federal Reserve-hez (Fed) vezet vissza, viszont az Európai Központi Bank (EKB) monetáris politikája (inkább annak hiányosságai) felerősítette a kór hatásait. Amikor az eszközár infláció deflációba alakult át, az európai politikai elit már nem tagadhatta az Európai Unió által elszenvedett károkat.

A monetáris magyarázatokat elutasították, még akkor sem hallgatták meg, amikor az eszközár-infláció új hullámát indította el Ben Bernanke, a Fed vezetője. Az amerikai jegybank által indított mennyiségi lazítások, valamint a hosszú-távú árfolyam manipulációja (2011–2012) olyan spekulatív lázt kreált, amely az európai szuverének állampapírjainak és bankjainak kötvényszerzésébe torkollott. A szuverén és banki papírok iránti növekvő kereslet némi időt biztosított az eurózóna számára egzisztenciális válságában. A szerző szerint Németország azért egyezett bele a gyenge eurózónatagok kimentésébe, mert a német exportgépezet sikeresen tudta eladni termékeit azokban a feltörekvő országokban, amelyek átmenetileg haszonélvezői voltak a Fed mennyiségi lazításaiból eredő spekulatív láznak. A német adófizetők toleranciája a szuveréneket kimentő programok (és Angela Merkel) felé fog tartani, amíg az eszközárak deflációja újra nem vált át inflációba.

Érdekes jelenséget ismertet a szerző könyvének első fejezetében, mégpedig a korai monetarista iskola teljes tagadását az eszközár-inflációval kapcsolatban. Sem Friedman és Schwartz, sem Meltzer nem említik írásaikban a jelenséget. Friedman esetén még inkább érdekes a kérdés, hiszen éveken keresztül ugyanazon az egyetemi kampuszon oktatott és kutatott, ahol Hayek is tette, aki már az 1920-as években írt arról, hogy a New York-i Fed milyen monetáris politikai lépések által hozott létre eszközár-inflációt. Némi magyarázattal szolgál, hogy egyrészt a Friedman által képviselt pozitív közgazdasági megközelítésbe nem illeszthető be az eszközár-infláció jelensége, másrészt a spekulatív láz mérése és empirikus tesztelése nehézségekbe ütközik. Az osztrák közgazdasági iskola alapvető hipotézise szerint a monetáris egyensúlytalanságok következtében a tőkepiaci javak relatív ára mesterségesen magasra emelkedhet. A kedvezőtlen eredmények közé sorolhatók a rossz eszközökbe történt beruházások és a kockázati kedvnek a hosszú távú eróziója, ami szükséges eleme a kapitalista piacgazdaságok működésének.¹ A Maastrichti Szerződés írói nem voltak tisztában az eszközár-infláció jelenségével, a jegybanki szakemberek, akik a közös monetáris politikát tervezték, az infláció tekintetében csupán az áruk és szolgáltatások ára építettek.

Amikor az eszközár-infláció megtámad egy gazdasági rendszert, az irracionális bőség különböző formái alakulnak ki. Az irracionális bőség olyan állapot, ahol a beruházók

¹ Brown szerint a rossz beruházás definíciója olyan tőkeköltés, amely nem következett volna be, ha az árakra vonatkozó jelzések torzítatlanok lennének. A torzítottságot pedig maga a spekulatív láz okozza.

alacsony valószínűségeket rendelnek a negatív kimenetekhez, míg túlságosan magasat a pozitív kimenetekhez. A kérdés az, hogy a monetáris egyensúlytalanságok hogyan támogatják ezt a folyamatot? Erre a kérdésre a szerző három lehetséges választ ad:

- (i) A monetáris egyensúlytalanságokat az jellemzi, hogy a közép- és hosszú távú kamatok manipulálása révén jóval alacsonyabbak, mint neutrális esetben, így túlzott tőkepiaci keresletet generálnak;
- (ii) Ha hosszabb ideig alacsony kamatok vannak, még akkor is, ha azok neutrálisak, kétségbeesett hozamvadászatot eredményezhetnek a magasabb hozamú befektetési eszközök keresése révén;
- (iii) A jövőbeli magas inflációtól való félelem elősegítheti, hogy bizonyos jelenbeli eszközökbe túlságosan sokan fektessenek be, amely végül irracionálissá válik.

Az infláció mindkét fajtáját (árak és eszközök) nehéz korai szakaszban felismerni, az eszközáruk túlzott inflációjának kiszűrését még megbízható statisztikai módszertanok sem segítik. Brown kiemeli, hogy az eszközáruk-infláció generálásában a nagy országok és valutaövezetek jegybankjai kiemelt szereppel (aszimmetrikus erővel) bírnak. Példának említi a Fed szerepét: ha az amerikai jegybank lefelé manipulálja a hosszú távú kamatokot, akkor az egész dollárzónában stimulálja a beruházókat, hogy bizonyos irracionális viselkedést vegyenek fel a magasabb hozamok keresése érdekében. Az eszközáruk-infláció kialakulása után egy kérdés marad csak, hogy az eszközáruk-buborék hogyan pukkan ki? Az eszközáruk infláció vége általában egy gazdaság normál medréből történő kizökkenését jelenti egy időszakra. A vírus monetáris politikai beavatkozás nélkül zajlik le előre jelezhetetlenségük miatt, a monetáris beavatkozás már csak akkor történik meg, amikor az eszközáruk-defláció elkerülhetetlen.

A könyv második fejezete a létre nem jött francia-német dollárunióból kiindulva mutatja be az euróövezet aktuális problémáit. De Gaulle és Adenauer megegyezhetett volna egy francia-német monetáris unióban, mindkét ország a Bretton Woodsi monetáris rendszer keretében a dollárstandardban vehetett volna részt, a német márka és a francia frank teljes átválthatósága valószínűleg megvalósult volna, a dollár elleni fluktuációkat (lebegtetési sávban tartását) pedig a monetáris bázis változtatásán keresztül oldhatták volna meg. Ehelyett a francia politikusok generációkon keresztül próbálták letörni a kontinentális európai monetáris hegemoniát, Németországot, míg végül létrehozták a Gazdasági és Monetáris Uniót az Európai Központi Bank irányításával. Az EKB csak bizonyos szabályok között működhet, viszont a közös monetáris politika nem képes minden egyes tagország gazdasági problémáját megoldani, főként a periféria-államokban. A közös monetáris politika és az EKB reformja

helyett, német kívánalmaknak megfelelően, kontra produktív, hosszú távú, szigorú költségvetési szabályokba szorították a szuveréneket.²

Brendan Brown könyvét azzal a kérdéssel folytatja, vajon hogyan is fertőzte meg az eszközár-infláció az euróövezetet? Számos szakértő, politikus és újságíró próbálta kutatni, hogy mi is okozta az eurózóna válságának elmélyülését, általában a következő témákat járták körbe: a globális hitelezési buborék kialakulása a 2000-es évek közepén és annak kipukkanása, a hibás monetáris politikai doktrínák, a szabályozó rezsimek, a pénzügyi közvetítés rendszere, amely rendszerszerűen alulbecsülte a kockázatokat és visszaszámítás szabványokat tartott fenn, vagy a tőkepiacok árazási hiányosságai. A vádlottak között voltak prominens jegybanki szereplők (Alan Greenspan és Ben Bernanke), de kollektív entitások is, mint például Kína (árfolyam-politikája miatt), a kelet-ázsiai háztartások és vállalatok túlzott megtakarítási rátája, szabályozók, mint az Amerikai Tőkepiaci Szabályozó és Felügyelő Hatóság vagy a Nemzetközi Fizetések Bankja, továbbá a központi bankok Európában vagy egyszerűen az Egyesült Államok.

Az eurózóna központi bankja már indulásakor hibás monetáris keretrendszerrel és hiányos mandátummal rendelkezett. Brown itt a Maastrichi Szerződés 105. cikkelyében található monetáris politikai célokat hozza fel, miszerint az Központi Bankok Európai Rendszerének elsődleges célja az árstabilitás fenntartása. Az árstabilitás és monetáris stabilitás hosszú távon egymást részben átfedő fogalmak, viszont a Szerződésbe a monetáris stabilitás fenntartását is bele kellett volna foglalni.³ Az EKB monetáris politikájának kialakításakor az Issing Bizottság számos alternatíva közül választhatott volna, merítve az angolszász monetarista hagyományokból vagy akár az osztrák közgazdasági gondolkodásból. Az EKB monetáris célkitűzése – a harmonizált fogyasztói árindex átlagos értéke nem lehet magasabb, mint 2% középtávon – a Gazdasági és Monetáris unió első évtizedében háromszor sodorta veszélybe a monetáris uniót, mindháromszor komoly egyensúlytalanságokat generálva.⁴ A fejezet további problémákat is feltár: az EKB nem rendelkezett vészforgatókönyvvel, vagyis nem volt semmilyen terve arra az esetre, ha mély gazdasági recesszió vagy pénzügyi pánik alakul ki. Másrészt, az EKB számos kritikát kapott azért, mert a német-központi tényezők sokkal inkább latba esnek a monetáris politika kialakításában, mint Németország gazdasági súlya. Harmadrészt, az EKB képtelen volt az euró indítása által gerjesztett monetáris egyensúlytalanság kialakulását észlelni, az egyre

² A történetet érdemes kiegészíteni azzal, hogy a Fed nyomán az EKB megkésve ugyan, de számos nem konvencionális monetáris politikai lépést hajtott végre, amelyek egy részéről az EKB mandátuma nem rendelkezik.

³ Monetáris stabilitás alatt azt értjük, hogy a pénz nem válik komoly egyensúlytalanságok forrásává a gazdaságban.

⁴ Az első alkalom: 1994 Q4 és 1999 között, a második alkalom: 2003–2005/2006 között, míg a harmadik alkalom: 2007 H2 és 2008 Q3 között.

felhevültebb pénzügyi piacok ellenére sem. Végül, az EKB újra és újra alulbecsülte az amerikai gazdaság hatásait Európára, főként az USA recessziója idején.

Hasonló folyamatok – monetáris politikai lépések – vezettek az európai eszközár-buborék kipukkanásához, mint az 1929-es Nagy Válsághoz. A felelősség Brown szerint az amerikai és az európai monetáris politika irányítóit, valamint a feltörekvő piacokat, főként Kínát is terheli, mivel nem voltak hajlandóak mindent megtenni azért, hogy a jüan konvertibilis legyen. Az EKB lépései nem lehettek hatásosak, mivel nem ismerték fel a válság igazi mibenlétét, és likviditási válságként kezelték az eseményeket. Ha likviditási válság lett volna, akkor az EKB által nyújtott likviditás pár nap alatt helyre állította volna a bankközi piacokon kialakult egyensúlytalanságokat, és utána visszavonhatta volna támogatását. Számos esetben jóval nagyobb likviditást biztosított az eurózóna központi bankja, mint amire szükség lett volna, kialakítva a transzferunió rendszerét. Arra a kérdésre, hogy miért ez történt, a szerző számos választ ad. Egyrészt, az EKB monetáris politikai stratégiáját át kellett volna alakítani, és mennyiségi célkitűzést használni a monetáris bázisra, viszont ez nem kivitelezhető egy válság közepette. Másrészt, a bankközi kamatok nullára csökkentésével a kereskedelmi bankokat közvetve arra kényszeríthette volna, hogy rövid lejáratú állampapírokba fektessék a pénzüket ahelyett, hogy kockázatmentesen az EKB-ban tartották. Harmadrészt, az európai jegybank túlzott módon olyan módszertani (ökonometriai) alapra támaszkodott egy olyan időszakban, amikor nem voltak előre jelezhetőek a monetáris és pénzügyi folyamatok. Végül, az EKB felvállalhatta volna a végső hitelező szerepet.

További problémát jelentett, hogy az EKB-nak az inflációra vonatkozó mérése és előrejelzése túlságosan nagy szerepet adott az átmeneti, rövid távú, főként az olajár által okozott hatásoknak, emellett az EKB nem készült arra, hogy a válság után a nem konvencionális monetáris politikai lépéseit hogyan vezesse ki. Az európai fizetéképtelenségi válság pedig továbbmélyült 2008-ban, ami odáig vezetett, hogy a szuveréneknek csődközeli helyzetbe jutott bankokat kellett kimenteniük. Ez már magukat a szuveréneket is veszélybe sodorta, pedig ekkor még Görögország nem került a figyelem középpontjába. Brown az EKB vezetőinek beszédeit elemezve megállapította, hogy egyikük sem ismerte el, hogy hibáztak volna a válság kezelésében, sőt még akkor sem, amikor a többi jegybankkal párhuzamosan nem indítottak el mennyiségi lazító programot.

A hetedik fejezetben a szerző azt tárgyalja, hogy a Fed által indított eszközár-infláció nyomán kialakult eurózóna szuverén válsága, az EKB hibás lépései ellenére is, az integráció mozgatórugójává vált, új lendületet biztosítva Európának. Brown itt a Draghi–Merkel párosra gondol. Mario Draghi és Jean-Claude Trichet még együtt tárgyalt 2011 őszén a Fed vezetőjével és az amerikai pénzügyminiszterrel egy komoly dollár swap-ügyletről, amelynek következtében az EKB el tudta indítani két hosszú távú refinanszírozási programját (LTRO). Angela Merkel a szerző szerint politikai

oldalról támogatta Mario Draghi nem konvencionális monetáris politikai lépéseit, amelynek központi eleme volt a monetáris célú, végleges értékpapír-adásvételi ügyletek (OMT) bevezetése. Ennek lényege abban állt, hogy megfelelő feltételek mellett az EKB tökéletesen hatékony támaszt tud nyújtani a bajba jutott euróvezetési tagállamoknak.

Brendan Brown könyvének zárófejezetében az összefoglalás helyett inkább a Gazdasági és Monetáris Unió előtti lehetséges jövőképet vázolja. Bemutatja a Párizs–Berlin tengely által „létrehozandó” új monetáris uniót. Ennek tervéről elvéve a sajtó is cikkezett, viszont bármilyen tényleges szándék (kész forgatókönyv) komoly problémákat okozna: egyrészt erőteljes feszültségeket gerjesztene az eurózóna országainak jegybanki vezetői és pénzügyminiszterei között, másrészt a pénzügyi piacok spekulatív támadásainak újabb hullámaival kellene szembe nézni. Ezzel szemben a Maastrichtban kialakított monetáris unió eddigi hibáiból tanulva ki lehetne alakítani egy olyan új monetáris uniót az eurózónában, amelynek felépítése stabilabb lenne, mint a mostani.

Magyarország a változó világban

Mikó Eszter

*Patai Mihály – Parragh László – Lentner Csaba:
Magyarország a változó világban
Éghajlat Könyvkiadó Kft. Budapest, 2015, p. 330
ISBN: 978-963-9862-76-0*

Magyarország történetében a rendszerváltás után új fejezet kezdődött. Hatalmas átalakuláson ment keresztül az ország gazdasága és társadalma, miközben jelentősen megváltozott a körülöttünk lévő világ is. Ez a könyv az elmúlt 25 év sajátosságait mutatja be három szerző beszélgetésén keresztül, akik a gazdasági életben és az oktatásban elismert szaktekintélyek. A könyvben megjelennek a saját tapasztalatok és vélemények az adott időszak eseményeiről. A szerzők: Dr. Patai Mihály a Magyar Bankszövetség elnöke és az UniCredit Bank Hungary Zrt. elnök-vezérigazgatója, Dr. Parragh László a Magyar Kereskedelmi és Iparkamara elnöke és Dr. Lentner Csaba egyetemi tanár, a Nemzeti Közzolgálati Egyetem Közpénzügyi Tanszékének vezetője.

Az Éghajlat Könyvkiadó gondozásában megjelent könyv 8 fejezetből álló első része az elmúlt negyedszázad hazánkat érintő nagy gazdasági és társadalmi problémáit elemzi, a második szerkezeti egység pedig a szerzőkkel készült beszélgetéseket tartalmazza.

A szerzők egyik központi kérdésként Magyarország rendszerváltást követő időszakával foglalkoznak, azt boncolgatva, hogy a külső és belső gazdasági-társadalmi változások hogyan hatottak az ország helyzetére, a külföldi megítélésre. Foglalkoznak az Európai Unióhoz való csatlakozással és a rendszerváltás okozta sokkot követő, 2008-as gazdasági világválsággal, továbbá a devizahitelezésből fakadó problémákkal. Elemzik azt, hogy az eurózónához való csatlakozás elmaradása milyen gazdasági hatásokat okozhatott Magyarországon. Kitekintenek a lehetséges jövő irányába, feltérképezik, hogy az ország gazdasági növekedéséhez milyen további változásokra van szükség, elsősorban a felsőoktatás megreformálásával és a magyar vállalkozói szektor megerősítésével.

A könyv első fejezete bemutatja a rendszerváltás főbb gazdasági és politikai eseményeit, hazánk 1990-es évek eleji gazdasági és társadalmi helyzetét. Magyarország

*Mikó Eszter a Nyugat-magyarországi Egyetem Közgazdaságtudományi Karának doktorandája.
E-mail: mikoeszter@gmail.com.*

a rendszerváltáskor jelentős államadóssággal küszködött, és nagyon alacsony volt a befektethető, hazai kézben lévő tőkeállomány. A gyárak és a vállalatok műszaki-technikai színvonala jelentősen elmaradt a fejlett (nyugati) államokétól. A rendszerváltáskor hazánk megnyitotta kapuit a külföldi tőke előtt, és rövid időn belül jelentős investíciók történtek. Magyarország ekkor Kelet-Közép-Európa élén állt a külföldi tőke vonzásában. 1997-ben 1,5–2 milliárd dollár áramlott be hazánkba (Diczházi 1997), míg 2003-ig közel 43 milliárd dollárt fektettek be a külföldiek, melynek 50%-a az iparra koncentrált. A közép-kelet európai országok gazdasági megújulásában és a világgazdaságba való integrálódásukban fontos szerepet játszottak a működőtőke-befektetések és a transznacionális vállalatok. Az FDI részt vett a privatizációban is. Sokszor csak piacot vásároltak a külföldiek, aminek az lett a következménye, hogy az így eladott gyárak többségének modernizálása és fejlesztése elmaradt, s hamar be is zárták őket. A kormány egyik privatizációs célja, hogy fejlessze a hazai vállalatokat, nem valósult meg. Ennek hatásai ma is megfigyelhetők, mint például az egyes gazdasági területeken végbemenő termelési mennyiség csökkenése, vagy esetleg a termelés megszűnése, elsősorban a nehézipart, a textilipart, a bányászatot és a cukorgyártást tekintve, de nem elfelejtve, hogy ezek a területek a fejlett országokban is a hanyatló ágazatok közé tartoztak az 1970-es évektől.

A KSH-adatokból is tudjuk, hogy a cukoripar nem szűnt meg, csak a korábbi tizenkét gyárból egy, a kaposvári maradt meg. A cukorgyártás 2007-ben épült le, míg az autóbuszgyártás 2009-re állt le, de időszakosan újraindult később. Ugyanakkor, bár jelentősen visszaesett a pamut-szövet gyártás és a szén kitermelése, ezek mégsem tűntek el. Sőt, a legutóbbi adatok szerint, bár 2011-ben és 2012-ben csak 2 millió m² pamut-szövetet gyártottak, valószínűleg a válság következtében, 2013-ban ez a szám már 12 millió m²-re nőtt.

A beszélgetőpartnerek egyetértnek abban, hogy a magyar gazdaság számára a rendszerváltáskor nélkülözhetetlen volt a külföldi tőkebefektetés. A multinacionális vállalatokkal a magyar gazdaság olyan hasznot ért el, amit nélkülük nem lehetett volna. A rendszerváltásig Magyarországon a vállalatok magyar érdekeltségbe tartoztak, a magyar állam tulajdonát képezték. A privatizáció és a multinacionális vállalatok betelepülésének hatására 1997-re jelentősen átalakult a vállalatok tulajdonosi szerkezete. 1990-ben még csak 5.462, 1997-ben pedig már 25.706 olyan vállalkozás volt Magyarországon, ami vagy magyar és külföldi, azaz vegyes érdekeltségű, vagy tisztán külföldi érdekeltségű vállalat volt (KSH). A külföldi érdekeltségű vállalatok közül 12.279 vállalat a kereskedelmi, közúti jármű és közszükségleti cikk javítása területén működött, míg 4.276 a feldolgozóiparban, 4.107 az ingatlanügylet, bérbeadás és gazdasági tevékenységet segítő szolgáltatások területén.

A szakértők rámutattak arra is, hogy a rendszerváltás és a privatizáció nem csak a vállalatok és a gazdaság életében hozott változást, hanem a társadalomban is. 1989 után a vállalatok, a gyárak bezárásának, a szövetkezetek megszűnésének ha-

tására megjelent a munkanélküliség hazánkban, ami teljesen új jelenség volt a korábbi teljes foglalkoztatottsághoz képest. Az 1990-es évek elején hirtelen több ezer munkavállaló került az utcára. A munkanélküliség elkerülésére tömegesen vonultak az emberek nyugdíjba, vagy választottak valamilyen nyugdíjszerű ellátást, miközben a fiatalok a jobb elhelyezkedési esélyek reményében hosszabb ideig maradtak az iskolában. Mindez komolyan megterhelte a magyar gazdaságot. Míg 1992-ben a munkanélküliség csupán 9,9% volt, 1995-ben ez 10,3%-ra nőtt. A foglalkoztatottak aránya 52,5%-ról 46,7%-ra esett vissza, az aktivitási arány pedig 58,3%-ról 52%-ra csökkent. Ezek az adatok azonban eltakarják a regionális különbségeket mind a munkanélküliség, mind a gazdasági aktivitás terén. Óriási egyenlőtlenségek bontakoztak ki az ország különböző területei között. 1997-ben a munkanélküliségi ráta Pest megyében 6,6% volt, míg Borsod-Abaúj-Zemplén megyében 15,3%. A külföldi érdekeltségű vállalatok többsége a közép-magyarországi régióba és az észak-dunántúli régióba települtek, ezzel is növelve a regionális egyenlőtlenségeket. Ez a területi különbség még ma is fennáll (Kiss 2007). A hivatalos statisztikai adatok szerint 1997-ben Pest megyében 1626 külföldi érdekeltségű vállalat volt, míg Nógrád megyében csupán 147. A munkanélküliségnek, a gazdasági aktivitás csökkenésének és a vállalatok, szövetkezetek bezárásának hatására 1989–1994 között csökkent Magyarország GDP-je, majd lassú emelkedésnek indult.

Az 1990-es évek elején bekövetkezett változások, a gazdaság egy részének leépülése, a munkanélküliség térhódítása, a regionális különbségek fokozódása, az elszegényedés, az életkörülmények romlása miatt a társadalom kiábrándult a nyugati útból. Ezen kiábrándultságot idézte vissza, vagy talán még fokozta is a szerzők szerint a 2008-as gazdasági válság. A társadalom tehát mintegy „permanens” válságban van.

A 2008-as gazdasági válsághoz a szerzők véleménye szerint a piaci és banki feltöltékezés vezetett, a 2000-es évekre a vállalatok több terméket nem tudtak eladni, a bankok pedig nem tudtak több hitelt kihelyezni, emiatt további profitdinamikát már csak kisebb mértékben lehetett teljesíteni. Először Észak-Amerikában, majd egyre több országban kaptak olyan emberek is hitelt, akik nem voltak hitelképesek. Később ezen hiteleket tömegesen nem fizették vissza. Egy ideig a bankok a veszteséget értékpapírosítással, visszafizetetlen hitelkövetelések work out cégekbe való kiszervezésével eltüntették, de 2008-ra ez már nem volt tovább tartható. Több nagybank összeomlott, a hitelek megdrágultak és a hitelcsatornák kiszáradtak, a bankrendszer válsága pedig gazdasági válsággá fejlődött. Magyarországot azért is érintette komolyan a válság, mert a külföldi tulajdonú bankok a visszafizetett hiteleket hazavitték otthoni költségeik és veszteségeik fedezésére, és nem Magyarországon forgatták vissza, amiért a külföldi bankok nem elítélhetők, mutatnak rá a szerzők. Azzal tisztában kell lenni, hogy a lakosságnak és a vállalkozásoknak is szüksége van hitelre, a baj a mértékkel és az arányokkal volt.

További problémaként jelentkezett a válság során az, hogy a szabályozó-ellenőrző hatóságok nem vizsgálták, ellenőrizték és szabályozták ezeket a folyamatokat kellő hatékonysággal. A magyar társadalom legnagyobb hibája az volt szerintük, hogy nem rendelkezett megtakarításokkal. Az előző rendszerből örökölt felfogás, hogy az állam majd mindent megold, napjainkig továbbél a társadalomban.

A könyv írói úgy vélik, hogy a 2008-as válsagnak több olyan előzménye is volt, amely súlyosbította a hatásokat. A válság rossz gazdasági körülmények között találta Magyarországot, mert például jelentős volt az államadósság mértéke. A GKI Gazdaságkutató Zrt. adatai szerint az államadósság, amely 1989-ben a GDP 73%-a volt, a 2008–2010 közötti időszakban 80%-ra nőtt, ami igen súlyos teher.

A rendszerváltás utáni első súlyos válság problémáinak megoldása nagy kihívást jelentett az akkori kormánynak. Többféle intézkedést és eszközt alkalmaztak, hogy a kialakult kedvezőtlen helyzetet minél zökkenőmentesebben oldják meg. A válság kezelésének egyik lépése az volt, hogy a kormány igyekezett az embereket munkára fogni. A munkanélküliek megsegítésére bevezették a közfoglalkoztatást. A szerzők szerint ezen a területen a következő fontos lépés az lenne, hogy ne a Belügyminisztérium legyen a legfőbb foglalkoztató, mint most, a közfoglalkoztatás esetében, hanem a cél az, hogy a közmunkások visszatérjenek a versenyszférába.

Továbbá a fenntartható gazdasági növekedés eléréséhez a jövőben elengedhetetlen a felsőoktatás, az egészségügy és a kutatás-fejlesztés területének megreformálása. A felsőoktatásban azért van szükség reformokra, mert ma Magyarországon 550.000 férőhely van az egyetemeken, de csak 320.000 hallgató, sőt, 2014-ben már csak 307 ezer fő tanult a felsőoktatásban. Ráadásul további csökkenéssel is lehet számolni a népesség fogyása és a külföldre jelentkezők növekvő száma miatt. A reális cél az lenne, hogy a férőhelyek száma a valós igényekhez igazodjon, és a felsőoktatás teljes kihasználtságú legyen. A felsőoktatás átalakításának egyik problémája, kedvezőtlen kihatása, hogy ha ma egy várost felsőoktatási intézmény nélkül hagynak, akkor az a város hanyatlani kezd, tehát gazdasági és társadalmi szempontból kedvezőtlen irányt vehet a további fejlődése, mert a fiatalok, az értelmiségiek egy része elmegy. Lényeges, hogy csak olyan szakokat és szakmákat oktassunk, amire a piacnak szüksége van. Parragh László felhívja a figyelmet, hogy együtt kell működnie a gazdaságnak, az oktatásnak, a kutatás-fejlesztésnek és az addicionális források felhasználásának ahhoz, hogy hazánk jelentős gazdasági növekedést érjen el a jövőben.

A szakértők nélkülözhetetlennek tartják, hogy Magyarországon egy széles, hazai tőkére épülő vállalkozói réteg jöjjön létre. Ha fenntartható fejlődést akarunk, akkor kell egy erős középréteg, amit az államnak megfelelő eszközökkel támogatnia kell. További gazdasági növekedést hozó lépés a keleti piacok bővítése, a nyugati piac megtartása mellett. Az is nagyon fontos, hogy a központi költségvetés egyensúly-

közeli helyzete tartható legyen. Bár a hiány most is 3 % alatti, arra kell törekedni, hogy a jövőben tovább mérséklődjön.

Lentner Csaba kihangsúlyozta, hogy segíteni kell a magyar családok jövedelemgyarapodását, amihez csökkenteni kell az adókat és növelni a társadalmi kedvezményeket. Le kell vinni a jövedelemadó mértékét egy számjegyre, a 27%-os áfát pedig indokolt legalább az európai átlag szintjére mérsékelni. A jövőben a közfoglalkoztatás átszervezését is szükségesnek ítélte.

Összességében véve, három különböző területen dolgozó szakember eltérő megfogalmazásában, de alapvetően azonos álláspontjain keresztül ismerjük meg hazánk helyzetét a változó világban. Mindez jól érthető, olvasmányos formában tárul elénk, rengeteg összegző, értékelő információval. A beszélgetések hozzásegítenek ahhoz, hogy ne elfogultan, ne bizonyos szempontok szerint, hanem komplexen lássuk Magyarország negyedszázados fejlődését, gazdasági helyzetét.

Ajánlom ezt a könyvet mindazon olvasók számára, akiket érdekel, hogy három szaktekintély hogyan gondolkodik az elmúlt 25 év gazdasági, társadalmi és politikai változásairól, milyen tapasztalatokat szereztek, miben látják hazánk gazdasági felvirágoztatásának a kulcsát, és véleményük szerint milyen fontos jövőbeni változások szükségesek a fenntartható gazdasági növekedés eléréséhez.

Felhasznált irodalom

Diczházi Bertalan (1997): *Külföldi tőkebefektetések hatása a regionális gazdaságra*. Tér és Társadalom 11. évf. 1997/2. pp. 67–79.

Kiss Éva (2007): *Foreign direct investment in Hungary. Industry and its spatial effects*. Eastern European Economics. Volume 45. Issue 1. pp.6–28.

Központi Statisztikai Hivatal (KSH 2015): Adatok. www.ksh.hu.

GKI Gazdaságkutató Zrt. adatai (2015): <http://www.gki.hu/en/node/350>

Népiirtás Afrikában: cselekvésképtelenség vagy érdektelenség

Éva Ádám

Biedermann Zsuzsánna:

Genocídium és destabilizáció az afrikai nagy tavak régióban

Publicon Kiadó, 2015, p. 249

ISBN: 978-615-5001-09-3

A szerző az afrikai Nagy Tavak régió három államát (Burundi, Ruanda és a Kongói Demokratikus Köztársaság) emeli ki elemzésében. A függetlenség után megalakuló nemzeti kormányok több évtizeden át tartó etnikai tisztogatást hajtottak végre, ami közép- és hosszú távon kétségtelenül a rezsimbiztonság növeléséhez és személyes gazdasági sikerekhez vezetett, így politikai gazdaságtani szempontból megtérülő vállalkozásnak bizonyult. A nemzetközi közösség ugyanakkor egyezményesen törekszik a II. világháború óta a genocídium minden formájának megelőzésére. A szerző a gazdasági motivációk feltérképezésével szeretne hozzájárulni a prevenció módszereinek hatékonyságához.

Biedermann Zsuzsánnának ez ugyan nem elsődleges célja, mégis rávilágít nemcsak a gyarmatosító országok, hanem a nemzetközi közösség felelősségére is az Afrikában zajló emberiség ellenes bűntettek több kategóriájának megvalósulásában. Azért érdekes és megvilágító erejű elemzés ez, mert a laikus érdeklődő számára is világossá válik, hogy a nemzetközi közösség cselekvésre késztetéséhez nem elegendő a holokauszt tragédiájának élménye és az arra válaszul megszületett nemzetközi egyezmények létrehozása. A nemzetek és etnikumok eltérő politikai és gazdasági érdekeinek bonyolult összefüggései döntik el a II. világháború tragédiája után fél évszázaddal is, hogy az emberiség eleget tesz-e alapvető kötelességeinek.

Biedermann felhívja a figyelmet az 1948-ban elfogadott Genocídium-egyezmény sikertelen alkalmazására.¹ Előbbi értelmében a népiirtás az emberiség elleni bűntettek olyan kategóriája, amelyben jelen van a speciális szándék (*dolus specialis*) egy embercsoport részleges vagy teljes megsemmisítésére. Az Egyezmény tartalmi és fogalmi problematikája mellett a fő probléma az, hogy a genocídiumra utaló jelek azonosítása után az intervenció lenne az adekvát lépés. Jellemző, hogy a nemzetközi

Éva Ádám az Antall József Tudásközpont Nemzetközi Kapcsolatok referense. E-mail: eva.adam@ajtk.hu.

¹ A Népiirtás Bűntettének Megelőzéséről és Megbüntetéséről Szóló Egyezmény

közösség általában az események bekövetkezése után cselekszik (nürnbergi perek; ICTY és ICTR ad hoc bíróságok).

A három afrikai országban az 1960-as és 2000-es évek között zajló események során nyilvánvalóvá vált, hogy a nemzetközi közösség jól volt informálva, ugyanakkor semmit nem tett a népirtások megelőzése vagy megállítására érdekében. Az ENSZ cselekvésképtelenség bizonyult, míg az USA-nak nem állt érdekében a beavatkozás. A gyarmatosító hatalmaknak szintén nem állt érdekében a helyi klientúrájuk felszámolása.

A szerző alapvetően a hagyományosan földműveléssel foglalkozó hutu és a szarvasmarha-tenyésztésből élő arisztokratikus tutszi népcsoport gyarmatosítás utáni konfliktusait elemzi. Az erőszakspirál az 1972-es Burundiban történt népirtással kezdődik, amely hivatalosan soha nem került elismerésre. A 200 ezer áldozatot maga után hagyó esemény váratlanul számított egy látszólag olyan stabil társadalmi struktúrában, ahol az etnikai keveredés hagyományosan elfogadott, vallási különbségek nincsenek, és a társadalmi ranglétra minden irányban akadálymentesen végigjárható. Valójában azonban a belga közigazgatási rendszer meggyökeresedésében és a gyarmati gazdasági rendszer konzerválásában kell keresnünk a feszültségek okát.

A belga gyarmati közigazgatásban bevezették az etnikumok szerinti megkülönböztetést, ezáltal ellehetetlenítették a mobilitást a társadalmi ranglétrán. Míg a gyarmatosítás előtti „megélhetési gazdasági rendszer” valamennyi népcsoport gazdasági hasznát maximalizálta, a gyarmatosítók által az országra kényszerített nemzetidegen gazdasági ágazatok (kávé- és teatermesztés) egyik csoportnak sem kedveztek, hanem egy új tutszi politikai elitet emeltek hatalomra, ami ezt követően a járadékmaximalizálásra törekedett. Ruandában a tutszi szupremáciát megdöntötte az 1959-61-es hutu forradalom, kiéleződött a feszültség a két népcsoport között. A feszültség 1994 áprilisában érte el a csúcspontját Ruandában, 100 nap alatt mintegy 500.000, javarészt tutszi halálos áldozatot követelt a genocídium. Végül a tutszi RPF vette át a hatalmat, ezt követően a népirtásokban részt vevő hutu *génocidaire*-ek több tízezres tömegekben hagyták el az országot Kongó irányába.

A genocídiumokhoz vezető gazdasági összeomlás a következőképpen alakult. A kávé és tea magas világgpiaci ára idején a 70-es és 80-as években az állam a termelés ösztönzése érdekében rendkívüli támogatásban részesítette a termelőket, és magas áron vásárolta fel a terményt. A 90-es évek elejére a világgpiaci árak zuhanása miatt már nem volt fenntartható az állami támogatás mértéke. A népességszám robbanásszerű növekedése és az erőforrások hiánya kiélezte az etnikai feszültségeket, ami mindennapos atrocitásokat eredményezett.

Közvetlenül a genocídiumok által beindított menekülthullámok élezték ki az etnikai helyzetet Kelet-Kongóban (Észak- és Dél-Kivu tartományokban) az őslakosok és

a ruandai menekültek között a 90-es évek második felében. A menekülttáborok köré gyülekező ellenállási mozgalmak rendszeres támadásokat indítottak országuk kormánya ellen, amely végül beavatkozott, majd népirtásokat hajtott végre a menekülő tömegben. Az ásványokban gazdag terület (ón, tantál, volfrám) kiaknázása hozzájárult a térség „önfenntartó háborúhoz”. Ruanda a mai napig vám- és adómentesen szállítja el és értékesíti saját tulajdonaként a Kongót megillető ásványkincset.

A Ruandában 1994 óta hatalmon lévő Paul Kagame tutszi elnök az etnikai megkülönböztetés eltörlésére és a genocídium előfordulásának konstans veszélyére hivatkozva tartja fenn legitimitását a nemzetközi közösség szemében. Az elnök „fejlesztő patrimonializmust” alkalmaz, ezért a járadékok szélesebb körben és igazságosan kerülnek elosztásra, ami a rezsim hosszú távú fennmaradására garanciát jelenthet.

Az elemzés végére az a dilemma rajzolódik ki előttünk, hogy az afrikai Nagy Tavak Régió autoriter rezsimeit számára a népirtás egy „kifizetődő” vállalozási formának bizonyult, és a nemzetközi közösség számára a jövőben sem lenne indokolt a beavatkozás a régió bármely országának a belügyeibe. Ugyanakkor az is kijelenthető, hogy a térség infrastruktúrájának fejlesztése, gazdasági tömörülése és technológiai fejlesztése mind ezen országok, mind a nemzetközi közösség számára egy még inkább megtérülő vállalozás lenne. Biedermann Zsuzsanna elemzése a magyar Afrika-kutatásban hiánypótló és kijelöli az afrikai fejlesztéspolitika és nemzetközi segélyes problémakörének további kutatási irányait.

Móhandász Karamcsand Gándhí filozófiai gondolkodásának központi fogalmai

Varga Norbert

Szenkovics Dezső:

Móhandász Karamcsand Gándhí filozófiai gondolkodásának központi fogalmai.

Pro Philosophia Kiadó, Egyetemi Műhely Kiadó, Kolozsvár, p. 225

ISBN 978-606-8074-07-8/ISBN 978-606-8145-52-5

Az elmúlt évtizedekben az indiai szubkontinens vallási és kulturális irányzatai kontinuos módon jelentek meg Kelet-Közép-Európában, és széles körű társadalmi érdeklődést váltottak ki. Sorra jegyezték be az indiai szellemi gyökerű civil szervezeteket, nyíltak meg a különböző egyházak kapui, és álltak rendelkezésre az életminőséget javító jógaiskolák. A globalizáció hatásaként a szinkretizmus szinte magától értendő irányzattá vált, ezért első látásra sem csodálkozhatunk azon, hogy Kelet-Közép-Európában egy indiai téma tudományos érdeklődésre is szert tehet. Sőt, mivel a technikai fejlődés nyomán sok szempontból „térbeli kontrakciók” lépnek fel a pulzáló világban, társadalmi, ezen belül különösen gazdasági és politikai kérdéseket megválaszolni egyfajta univerzális tudástár nélkül, pusztán saját földrajzi-kulturális régióink tapasztalataira támaszkodva szinte lehetetlen. Illusztráljuk ezt egy egyszerű példával: László Zoltán szakszervezeti tisztségviselő egy előadásában nem kis derűtséget keltett a közönség soraiban, amikor elmesélte, milyen interkulturális szakadék tátongott az indiai tulajdonosi hátterű Samvardhana Motherson Reflectec (SMR) autóalkatrész-gyártó cég vezetősége és a magyar fél közt a gyár mosonmagyaróvári telephelyének beindításakor. Egyik oldalról a racionalista európai szem számára elképzelhetetlen intézkedésekre került sor a telep helytelen fekvéséből adódó szakrális jellegű „energiagát” megalkotásakor vagy a bútorzat beállításakor. Az indiai tulajdonosi kör oldaláról nem kisebb megdöbbenést váltott ki a magyar vendéglátók legnagyobb jó szándékával számukra szervírozott szürkemarha-specialitás.

Mindamellert, ha a kultúraközi párbeszéd fontosságát elismerjük is, a bemutatandó kötet szűkebb szakmai-tudományos jelentőségét vizsgálva meg kell torpannunk egy pillanatra, és fel kell tennünk a kérdést: a számlálhatatlan mennyiségű Gándhival foglalkozó irodalom mellett szükségünk van-e egy újabb, hasonló témájú tudományos kísérletre?

Varga Norbert a Nyugat-Magyarországi Egyetem Benedek Elek Pedagógiai Karának egyetemi adjunktusa.
E-mail: varga.norbert@bpk.nyme.hu.

A válasz egyértelműen igen. Hogy a felelet nem pusztán axiomatikus, bizonyítsa Szenkovics Dezső művének alábbi recenziója. Egy momentum erejéig magára az alkotóra is célszerű kitérnünk. Tacitus „sine ira et studio” programjának értelmében a recenzió írójának kettős hangsúllyal is érvényesítenie kell írásában a pártatlanság elvét, egyrészt Szenkovics Dezsőhöz fűződő barátsága, másrészt Gándhí felé való mélyszéges tisztelete miatt.

Anamnézisként jegyezzük meg, hogy – köszönhetően a Kőrösi Csoma Sándor életútjának szentelt kiemelt figyelemnek, mely Erdély-szerte inkább jellemző, mint Magyarországon – Szenkovics Dezső romániai magyar tudósként a nagy magyar orientalista „útján” jutott el az 1990-es években először jó pár hétre Indiába.

Személyes beszámolójából tudhatjuk, hogy közvetlenül a szubkontinensre érkeztek egy országimázs-kampánnyal találkozott, mely az Indiához való viszonyulást illetően két szélsőséges alternatívát kínált: „love it or leave it”. Az ő döntése az elszakíthatatlan kötődés lett Indiához, kultúrájához és szellemi örökségéhez/ alkotóihoz. Az alkotók közül különös módon felkeltette érdeklődését a Mahátmá (Tagore adja a névvé kristályosodott jelzőt Gándhínak) személye. Mindezt számtalan előadása és publikációja, valamint Gándhí nagy jelentőségű művének a „Hind Szvarádzs, avagy az indiai önkormányzat” (Kriterion Könyvkiadó, Kolozsvár, 2010) címmel megjelentetett magyar nyelvű kiadása, szakmai ellenőrzése és gondozása is tanúsítja. Ezzel a tudományos háttérrel felvértezve jutott el Szenkovics Dezső saját könyvének megírásáig, (amely egyben egy doktori címet is eredményezett számára). Felvetődhet a kérdés: egy protestáns kulturális beágyazottsággal rendelkező szerzőben miért nem okoz disszonanciát, hogy mintaadót találjon egy hindu moralistában? A recenzió indirekt módon talán e kérdésre is választ ad.

A könyvet olvasva megállapíthatjuk, hogy annak szerkezeti felépítése logikus: mint egy jól konstruált szellemi tanösvényen, úgy haladunk témáról-témára, az embertől India társadalomtörténetén keresztül a Nagy Tanító filozófiai alapfogalmainak értelmezéséig, mely több mint exegézis vagy szemantikai distinkcióhalmaz. A mű hatalmas érdeme, hogy szintetizálja és a komparatív módszer alkalmazásával bemutatja a releváns gandhiánus szakirodalmat, nem elhallgatva a Mahátmát kritikai éllel megközelítő műveket sem. A téma szempontjából nélkülözhetetlen eseménytörténeti elemek sem India már sokszor megírt társadalomtörténetének notórius ismétléseként hatnak, hanem szerves részét képezik a könyv episztomológiai fundamentumának. Természetesen a kanti értelemben vett *a priori* fogalmak (tér és idő) meghatározzák a politikai cselekvéseket, mégis úgy tűnik, Gándhí társadalomfilozófiai gondolatai szétrobbantják ezeket a kereteket. A 21. század Európájában egy gondolkodónak – a „Historia est magistra vitae” szellemében – különösen szenzibilis módon kell figyelnie a könyv ezen részeire, hiszen az indiai szubkontinensnek olyan kihívásokkal kellett szembenéznie, mint a szegénység, a kulturális sokszínűség, a munkanélküliség, a kontraproduktív oktatási rendszer, a korrupció, a bürokrá-

át átható inercia, a kis-és középvállalkozókat megfojtó struktúra, a multinacionális gazdasági szereplők hatása stb.

Nem elhanyagolható szempont, hogy az Indiai szubkontinens több világvallás szülőhelyének tekinthető. Ezen vallások bölcseleti irodalmából kibontakozik egy olyan teoretikus tevékenység, amely évezredekken keresztül hatással volt az optimális politikai és gazdasági berendezkedés megfogalmazására. Az unikális elméleti alapokhoz komplementer teóriák is társultak – nem kis mértékben a nyugat-európai hatalmak keleti terjeszkedése nyomán. A nyugati keresztény univerzum és a felvilágosodás eszmerendszere azonban nem volt képes beágyazódni az indiai kasztrendszer világába, és jórészt csak egy szűk angol (át)neveltetésben részesült kollaboráns elite hatott. A 19. században a nyugati világban megjelent „izmusok” (liberalizmus, konzervativizmus, kommunizmus/szocializmus, nacionalizmus) hatása is csak jelentős késéssel érkezett meg a szubkontinensre. A gyarmatosítók hiába hoztak létre közvetítő intézményeket, a „kulturális utánzás” szintjénél többet nem tudtak elérni, mivel a befogadókészség hiánya megakadályozta a nyugati társadalmi teóriákkal való teljes azonosulását. Az 1947-ben függetlenné vált India alkotmányos berendezkedése procedurális értelemben a nyugat-európai demokráciák mintázatát követi, de szubsztantív összehasonlításban már eltér a mintaadótól. Megkérdőjelezhetetlen, hogy az Indiai szubkontinens és Nyugat-Európa nem ugyanazon civilizációs keret része, ami szinte feloldhatatlan strukturális differenciáltságot is jelent.

A könyv esszenciáját Gándhí (társadalom-, vallás-, politikai-) filozófiai gondolkodása központi fogalmainak elemzése adja. Fontos leszögeznünk, hogy Gándhí társadalmi gondolkodásának alaptoposzai szinte maradéktalanul vallási eredetűek (igazság – szatja; erőszakmentesség – ahimszá; az igazsághoz való ragaszkodás – szatjágriha). Ez mégsem egyetlen vallás (jelen esetben a hindu, amelynek vaisnava ágához tartozott Gándhí) centrális szerepét vetíti előre, hívja fel a figyelmünket a szerző. Gándhí a vallások dogmatikus értelmezésével szemben azok lényegére koncentrált. Így talált a hinduizmus, a dzsáinizmus, a buddhizmus és Jézus Krisztus tanításaihoz megfelelő fogalmi készletekre, melyeket szelektálva, adaptálva és modifikálva használt fel. A Gándhí-féle rekontextualizáló-újraértelmező kísérlet révén a fogalmi entitások új jelentéstartalmakkal bővültek, új összefüggésrendszerbe ágyazódtak – ami egyben új politikai és gazdasági mintázatot is eredményezett. Történt mindez úgy, hogy a Gándhí által konstruált tartalmak a társadalmi–politikai–gazdasági mező minden szegmense számára dekódolhatóvá, így a közgondolkodásba is beilleszthetővé váltak.

Gándhí metahistorikus bölcsele; igaz, hogy gondolkodása meghatározott politikai térben és időben zajló politikai cselekvésekhez kapcsolódott, iránytűje azonban az abszolút cél felé mutat. Gándhí azért tud egy *sui generis* paradigmaváltást megvalósítani, mert teopolitikai attribútumokat vesz magára. Amit Gándhí tesz, az már túlmutat a politikán: politikai gondolkodása univerzális jegyeket hordoz. Eszmevilága

nem korlátozódik partikuláris helyzetekhez kötött tevékenységi körökre, tanításának tartalma és értelme nem csak adott szövegkörnyezetbe helyezve ragadható meg, hanem eruptív módon szól mindenkihez, tértől és időtől függetlenül. Ez nem jelenti azt, hogy Gándhí ne vett volna tudomást a világtörténelem periódusairól, ellenkezőleg, receptorai tökéletesen jelezték számára a gazdaság- és politikátörténet irreverzibilisnek tűnő változásait.

Gándhí eszmerendszerének origójában az Igazság fogalma áll, mely túlmutat minden evilági megalománián. Ez eredményezi, hogy ugyanazon apriori tér és idő struktúrában megjelenhet egy azokat szétfeszítő új paradigma – azaz a Gándhí által tételezett Igazság megengedi az egyidejűleg létező, párhuzamos paradigmák fennállását. Mivel azonban a köztük lévő reláció és kommunikáció kódolatlan marad, az uralkodó gazdasági és politikai viszonyok paradigmatisztikus értelmezésében szétfejlődés jut érvényre. Az antinómia okát az értelmezési alapképletekben találhatjuk meg. Míg a britek politikum-felfogását a machiavellista elv vezérli (mely következőképp kihata a társadalmi valóság szerveződésére), addig Gándhínál a cselekvés eszközei és a célja teljes harmóniában állnak egymással azáltal, hogy az Igazságra irányulnak. Ebben gyökerezik a brit és a gandhiánus álláspont kibékíthetetlen ellentéte. Míg Nagy-Britannia vezetői Morus Tamás szellemi hagyatéka és életútja ellenére is elképzelhetetlennek tartották, hogy vallási-erkölcsi nézetek a politikum motiválói lehetnek, addig Gándhí „alkalmazott vallásnak” (Szenkovics 2014:102) tekintette a politikát. A huszadik század közepére az India és Nagy-Britannia közötti aszimmetrikus politikai és gazdasági reláció tarthatatlanná vált, mivel a domináns fél mindössze egy sajátos olvasatú kereslet–kínálat viszonyban tekintett Indiára: gyakorlatilag kizsákmányolta. Nem csodálkozhatunk tehát azon, hogy Gándhí nagyon erős kritikával élt a Nyugatot illetően, hiszen gazdasági és politikai megoldásait homlokegyenest szembenállónak tartotta a krisztusi tanítás Hegyi Beszédben megfogalmazott téziseivel és antitéziseivel.

Tekintettel a Gándhí-korabeli India fejlettségi szintjére és közállapotaira, érdekes lehet Szenkovics Dezső könyvét úgy olvasnunk és értelmeznünk, hogy párhuzamba állítjuk Morus Tamás *Utópia* című művével (Cartaphilus Könyvkiadó, 2011), mely az angliai korai (a 16. század első évtizede) tőkés termelési és társadalmi viszonyok bírálatát tartalmazza. Az általam önkényesen kiválasztott három problémakör és idézet rámutathat a hasonlóságokra:

i. Veszélyeztetett társadalmi rétegek helyzete:

Az agrárnépesség és a kis- és középvállalkozók tönkretétele az élelmiszertermelés és a könnyűipar tekintetében Morus korában: „A juhaitok! - feleltem. – Ezek az állatok különben szelídek és igénytelenek szoktak lenni. Most azonban olyan falánkok és féktelenek, hogy megeszik az embert, elpusztítják és elnéptelenítik a mezőket, házakat és falvakat... Sőt a gyapjújuk is annyira felszökött az ára, hogy még a takácsok,...

sem tudják megvenni, és...munkanélkülivé lesznek". (*Morus 2011:26–29*) Gándhí korában: „a pamutzövők csontjaitól fehérlenek India síkságai” (*Szenkovics 2014:47*)

ii. „Oikosz”- típusú önellátás:

Az utópisztikus *Sehol*-sziget mikroközösségének önellátása: „Mert a ruházatot minden család maga készíti el, de formája az egész szigeten ugyanaz.” (*Morus 2011:68*) Gándhí programja: „Megfogalmazásra került a konstruktív program is, amelynek szimbóluma a házi fonás és szövés lett, de ami tulajdonképpen a mikroközösségek minél nagyobb fokú önellátó-képességére fektette a hangsúlyt.” (*Szenkovics 2014:77*)

iii. A vezetők rekrutációja:

Morus „*politeia*” (meritokrácia)-programja: „A követeket, papokat, traniborosokat, sőt végtére magát a fejedelmet e tudósi rendből választják ki, mely utóbbi régen „istenfinak”, most azonban „népetlennek” nevezik.” (*Morus 2011:72*) Gándhí gnosztikus teóriája: „...akik nem csak felesküdtek az ahimszá gyakorlására, hanem átesetek egy olyan átfogó spirituális és erkölcsi nevelésen...Csakis ennek az ismeretnek, tudásnak és egyben szellemi képességnek a birtokában kerülhető el ugyanis az, hogy... az ahimszá tana ne váljon számukra is egy 'merev és élettelen dogmává' ...”. (*Szenkovics 2014:147–148*)

A példák a végtelenségig sorolhatók. Bár e recenzió keretei nem teszik lehetővé a részletes összehasonlító elemzést, a két könyv együttes tanulmányozása kétségtelenül új összefüggérendszerre világíthat rá, s komplexebb megértés-élményhez juttathatja az olvasót.

Szenkovics Dezső könyvének befejező szakaszaiban kiemeli a gandhiánus elvek relevanciáját, majd következtetéseket fogalmaz meg. Talán a könyv egészének üzenetét a Bápú következő tanítása adja - amely nagyon ismerősen csenghet a markáns keresztény gyökerekkel rendelkező magyar társadalom számára is: „*abhaja*”, azaz félelemnélküliség. Mindezt felerősíti az abszolút transzparencia programja, ami magában foglalja a gondolat, a kimondott szó és a cselekedet tökéletes harmóniáját. Gándhí tanítása az előbbieken fényében akár Samuel P. Huntington „A civilizációk összecsapása és a világrend átalakulása” (Európa Könyvkiadó, 2008) című művében megfogalmazottak antitézise is lehetne, a hinduizmus által hirdetett értékrendszernek a nagy világvallások (zsidó-keresztény, iszlám, hinduizmus) konstellációjában. A recenzió írójának hiányérzete egyetlen momentumban merül ki: érdekes lett volna Gándhí Koránhoz való viszonyát bemutatni, hiszen a Mahátmá életművének legnagyobb kudarcát a Muhammad Ali Dzsinnah által vezetett Muzulmán Liga kompromisszumképtelensége jelentette, ami végül a „multi-religionális” India fragmentációjához vezetett.

Gándhí tisztában volt vele, hogy a „szarvódaja” (új, morális és jóléti társadalom) csak nagyon nehezen valósítható meg, ennek ellenére töretlen hittel és fáradhatatlan aktivizmussal törekedett annak elérésére – miként a kötet szerzője is egy sokkal morálisabb jelent és jövőt óhajtana. A mű kétségtelenül ars poetica és hitvallás Szenkovics Dezső részéről, aki talán bízik egy „spill over”-hatásban, vagyis abban, hogy könyvének hívóereje a tudomány szférájáról fokozatosan áthúzódik az élet minden területére. Miként Gándhí elképzelhetetlennek tartotta, hogy egy vallásos ember távol tartsa magát a politikai és gazdasági kihívásoktól, úgy a szerző személyében is valódi „homo politicus”-t tisztelhetünk. Az üzenet pedig mindazoknak szól, akik akár a hindu eszmerendszert, akár a Biblia értékvilágát a jelenben is érvényesnek tartják, esetleg Kant kategorikus imperatívuszát létező valóságként fogadják el.

A bankrendszer jövője a közép- és kelet-európai régióban – Beszámoló a Magyar Közgazdasági Társaság és a Magyar Nemzeti Bank közös konferenciájáról

Rózsás Tamás

Hagyományteremtő szándékkal tartott közös konferenciát a közép- és kelet európai régió bankrendszerének jövőjéről, kilátásairól 2015. szeptember 30-án a Magyar Közgazdasági Társaság és a Magyar Nemzeti Bank. A színvonalas szakmai rendezvényen régióknak jegybankjainak elnökei és alelnökei, valamint hazai kereskedelmi bankok vezetői beszéltek arról, hogyan látják a bankszektor jövőjét, fejlődését, kihívásait és feladatait, illetve milyen stratégiákkal lehet a mai kihívásoknak megfelelni és a jövő kihívásaira felkészülni.

A konferenciát Matolcsy György, a Magyar Nemzeti Bank elnöke nyitotta meg, aki beszédében elmondta, hogy – a válság által kikényszerített unortodox módszerek indokolt részét megtartva – a jegybankoknak vissza kell térniük a hagyományosabb szerepekhez, a pénzügyi közvetítésben pedig a főszerepet a kereskedelmi bankoknak kell játszaniuk.

A nyitóbeszédet Marek Belka, a Lengyel Nemzeti Bank elnöke, előadása követte, amely az alacsony kamatok és az eurózóna gyenge konjunktúrája régióknak gazdaságaira gyakorolt hatásait tárgyalta. A lengyel jegybankelnök szerint az alacsony kamatok tavaly Lengyelországban, Magyarországon, Csehországban és Litvániában is hozzájárultak a GDP nagymértékű növekedéséhez, a vállalatok alacsony költség-szintű hitelhez jutásán és a lakosság fogyasztásának élénkülésén keresztül.

A Török Nemzeti Bank elnöke, Erdem Başçı az óvatos és ésszerű szabályozás gazdaságélénkítő szerepére összpontosított, és elmondta, hogy a válság előtt 25 százalék körül állt Törökországban a kamatszint, amit a válság alatti években 2 százalék körüli szintre szorítottak le. Ebben a globális kamatszintek 1980-as évek óta csökkenő tendenciája mellett meghatározó szerepe volt a szigorúbb makroprudenciális szabályozásnak, és az ennek következtében egészségesebbé váló török hitelezési gyakorlatnak.

Rózsás Tamás a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: rozsast@mnk.hu.

A Román Nemzeti Bank részéről Bogdan Olteanu alelnök szólt Románia nehéz, de sikeres fiskális konszolidációjáról és a román bankrendszer fő kérdéseiről. Romániában a korábban 2019-re kitűzött euróbevezetés ma nem látszik reálisnak, de az eurózónához való csatlakozás szükségességében társadalmi konszenzus van. A bankszektor helyzetével kapcsolatban a román alelnök elmondta, hogy bár az utóbbi években a pénzügyi közvetítés leszálló pályán volt, 2015-ben a belföldi hitelezésben mérsékelt élénkülést tapasztaltak, elsősorban a lejben denominált lakossági és vállalati hiteleknek köszönhetően. A kamatok az elmúlt időszakban Romániában is csökkentek, bár a magasabb infláció miatt a régió más gazdaságaihoz képest késleltetve. Végül a román bankrendszerben görög tőkével működő bankokkal kapcsolatban a román jegybank elnöke rámutatott, hogy ezeknek a bankoknak a prudenciális mutatói megfelelőek.

Ezt követően Stanislava Zadavec Capriolo, a szlovén jegybank alelnök asszonya beszélt a közép- és kelet-európai régió bankrendszerének jövőjéről szabályozói és kockázati megközelítésben, akinek véleménye szerint egészségesebb arányokat jelentene a tőkeeszközök és a banki finanszírozás között, ha a banki finanszírozás aránya csökkenne. A bankrendszerben általánosságban van tere a konszolidációnak, ami a szlovén bankrendszerben is a bankok számának csökkenését jelenti.

A délelőtti szakasz utolsó előadását Andreas Ittner, az Osztrák Nemzeti Bank alelnöke tartotta. Szólt az osztrák bankok jelentős kelet- és közép-európai kitétségéről, a régió heterogenitásáról és a válság időszak tanulságairól. A tanulságok között említette a betétnövekedést meghaladó hitelnövekedés, a tömegtermékként alkalmazott devizahitelek, a megfelelő pufferek nélkül vállalt kockázatok, a túlzott optimizmus és a koordinálatlan fellépés veszélyeit. Elmondta ugyanakkor azt is, hogy a régió eurózónáénál magasabb növekedése miatt ma is érdemes jelen lenni a kelet- és közép-európai régióban, a hitelfelvevők magasabb kockázatérzékenysége és a makro- és mikroprudenciális felügyelet szerepe miatt a hitelkínálat fenntarthatóbb.

A konferencia délutáni szakaszát Balog Ádám, az MKB elnök-vezérigazgatója előadása nyitotta, amelynek fő témája az egymást követő generációk banki szolgáltatások használatára vonatkozó gyakorlatát, illetve annak trendjeit vette górcső alá. Az előadás kulcsgondolata a bankok számára a jövőben egyre fontosabbá váló Y- és Z-generációk eddig megszokottól eltérő, a technológiára jobban támaszkodó, bankjához kevésbé lojális, szélesebb szolgáltatástartalmat elváró igényei megértésének fontossága volt.

Patai Mihály, az UniCredit elnök-vezérigazgatója ezt követő előadásában a banki hitelezés gyengélkedésének okairól beszélt, rámutatva, hogy annak okai nem feltétlenül a hitelkínálat hiányában keresendők. A régió országait összehasonlítva az előadó elmondta, hogy azokban az országokban, ahol a rossz portfólió aránya alacsony volt, a hitelvolumen növekedésére nem lehetett panasz. Magyarorszá-

gon ugyanakkor az átlagnál jelentősen nagyobb volt a bankszektor vesztesége, és magas a rossz portfólió aránya. Az EU-csatlakozás után a működőtőke-befektetések szerepét a nagyságrendben a Marshall-tervhez hasonlítható EU-források átvették, amit a sikeres Növekedési Hitelprogram különösen a gépgyártásban és a mezőgazdaságban egészített ki.

A a bankrendszer kilátásaival foglalkozó előadásban Bencsik László, az OTP vezérigazgató-helyettese méltatta a forintosítás és az önfinanszírozási program pozitív hatását, beszélt a hitelezés és a gazdasági növekedés kapcsolatáról, a Magyar Nemzeti Bank jelentős szerepvállalásáról a növekedés és a hitelezés feltételeinek megteremtésében és a hazai gazdaság hitelezés ellen ható strukturális jellemzőiről, problémáiról. A hazai bankrendszer kilátásait illetően elmondta, hogy a magyar bankrendszer a többi visegrádi országgal szemben évek óta veszteséges, a csökkenő bankadóval és további többletterhek nélkül azonban a magyar nagybankok középtávon újra 10% körüli megtérülést érhetnek el, a kockázati költség mérséklődésével.

A Gránit Bank alelnök-vezérigazgatója, Hegedűs Éva a jövő bankrendszerét vázolta fel. A vezérigazgató asszony szerint a válság megtépázta ugyan a bankrendszer jövedelemtermelő képességét, de látványos piaci áttrendeződés nem következett be. A jövőben a sikerhez ugyanakkor szükség van a stratégia újragondolására, technikai fejlesztésekre, költségcsökkentésre és hiteles bankárookra. A Gránit Bank stratégiáját tekintve hangsúlyozta, hogy az ötvözi az innovációt és a konzervatívizmust, beszélt a bank jó teljesítményéről és a bevezetés alatt álló új elektronikus megoldásokról.

Szabó Levente, a Takarékszövetkezeti Bank vezérigazgatója a szövetkezeti hitelintézeti szektor történetét, helyzetét mutatta be Európában, valamint a közelmúltban lezajlott integrációs folyamat okait, eredményét és még várható lépéseit. Ismertette a szektor jellemző mutatószámait, eredményeit is, rámutatva, hogy az integrációnak köszönhetően a takarékszövetkezeti szektor jobb eséllyel válhat a hazai gazdasági növekedés egyik motorjává, ami korábban érdemben nem sikerült.

Végül Nagy Márton, a Magyar Nemzeti Bank alelnöke tartott előadást a közép- és kelet-európai régió bankrendszereinek helyzetéről, összevetve a vállalati és háztartási hitelállomány dinamikáját, a nemteljesítő hitelek arányát, a hitel-betét arányt, a tőke megfelelést, a tőkearányos megtérülést és a jövedelemarányos működési költségeket Magyarország és a régiós társországok vonatkozásában. Az előadó rámutatott, hogy az összehasonlításban szereplő tíz ország között a legrosszabbként, 65,66 %-os aránnyal, magas a hazai bankrendszer jövedelemarányos működési költség mutatója. A mutatók alapján a régió bankrendszerei két jól elkülönülő csoportra oszthatók. Az élbolyba tartozó országok bankrendszerei egészséges növekedést mutatnak, míg a felzárkózó csoport tagjai – köztük Magyarországgal – még mindig jelentős problémákkal küzdenek.

A konferenciát Kovács Árpád, a Magyar Közgazdasági Társaság elnöke zárta, aki kiemelte, hogy az elmúlt időszakban a magyar jegybankot sok kritika érte amiatt, hogy az árstabilitás megőrzése mellett, a gazdaság élénkítése érdekében a hitelezés újraindítását, ösztönzését is felvállalta. A szakma ugyanakkor már a szeptember eleji közgazdász vándorgyűlésen is egyetértett abban, hogy ma a vállalati hitelezés egyedüli motora a Magyar Nemzeti Bank Növekedési Hitelprogramja, amit ezért feltétlenül folytatni kell.

A Hitelintézeti Szemle 2015-ben

Az év utolsó kiadványában szeretnénk röviden számot vetni a folyóiratban megjelent tanulmányokról, szerzőkről és a lektorokról.

2015-ben a Hitelintézeti Szemle lapjain összesen 24 tanulmány, 2 esszé, 2 folyóirat-szemle, 31 könyvismertetés, 4 konferenciabeszámoló jelent meg. Novemberben a Bankrendszerek felépítése és evolúciója című különszámunkban 16 tanulmány különböző országok bankrendszerének átalakulásáról adott számot a válságot megelőző, illetve az azt követő időszak átalakulását kiemelve.

A tanulmányok 97 szerzőjének többsége a Magyar Nemzeti Bank munkatársa, emellett szép számmal közöltünk írásokat hazai és külföldi egyetemi oktatók, kutatók és kutatóintézeteknél, kormányzati szerveknél dolgozók tollából is.

A folyóirat tanulmányainak szerzői 2015-ben:

Ábel István,	Kálmán Péter,
Ádám Dénes,	Kalmár Péter,
Baksay Gergely,	Kékesi Zsuzsa,
Balla Gergely,	Kicsák Gergely,
Balog Ádám,	Kóczyán Balázs,
Banai Ádám,	Kollarik András,
Banyár József,	Kolozsi Pál Péter,
Bethlendi András,	Komlóssy Laura,
Biedermann Zsuzsánna,	Kovalszky Zsolt,
Bodnár Katalin,	Körmendi Gyöngyi,
Bodnár László,	Kreiszné Hudák Emese,
Bokor Csilla,	Lang Péter,
Császár Péter,	Lányi Bence,
Csortos Orsolya,	Lehmann Kristóf,
Dancsik Bálint,	Ligeti Imre,
Delikát László,	Lovas Anita,
Erhart Szilárd,	Lukács János,
Fáykiss Péter,	Luspay Miklós,
Felcser Dániel,	Madarász Annamária,
Fülöp Zénó,	Makay Eszter,
Hidasi Balázs,	Máté Domicián,
Horváth Dániel,	Matolcsy György,
Illés Bence,	Mátrai Róbert,
Ilyés Tamás,	Méhes Attila,

Módos Dániel,
Molnár György,
Monoki Péter,
Mucsi Balázs,
Nagy Márton,
Novák Zsuzsanna,
Nyitrai Tamás,
Ódor Lajos,
Olasz Henrietta,
Orosz Ágnes,
Ország, Michael J.,
Ország, Peter R.,
P. Kiss Gábor,
Papp István,
Pappné Kovács Beáta,
Pereczes János,
Pintér Cecília,
Plajner Ádám,
Rába Viktória,
Schinder István,
Seregdi László,
Sisak Balázs,
Soós Gábor Dániel,
Stancsics Martin,
Sulyok András,

Szabó Lajos,
Szabó-Solticzky András,
Szakács János,
Szalai Zoltán,
Szentmihályi Szabolcs,
Szepesi Ádám,
Szini Róbert,
Tapaszi Attila
Thomas F. Huertas,
Tóth Ede,
Tóth Tamás,
Tőrös Ágnes,
Vágó Nikolett,
Várad Balázs,
Varga Lóránt,
Varga Péter,
Várpalotai Viktor,
Végh Richárd,
Világi Balázs,
Virág Miklós,
Vona Máté,
Vonnák Balázs,
Winkler Sándor,
Zéman Zoltán

Folyamatosan törekszünk arra, hogy magas színvonalú és a szakma által is elismert írásokat közöljünk, ezért a beérkező kéziratok lektorainak rendkívül fontos szerepe van. Szakmaiságuk és alapos munkájuk segíti a szerzőinket a tanulmányok tartalmának és főbb következtetéseinek pontosításában. Mindemellett a szerkesztőség számára pedig azt a garanciát nyújtják, hogy a Hitelintézeti Szemle hasábjain kizárólag a legkiválóbb írások jelenjenek meg.

A lektoraink kiválasztásakor 2015-ben elsődlegesen a szerkesztőbizottságra támaszkodtunk. Emellett egyetemi oktatók, kutatók, kutatóintézeteknél dolgozó szakértők, a Magyar Nemzeti Bank, a Bankszövetség, az Európai Központi Bank, a Nemzetközi Fizetések Bankja és az Európai Bizottság munkatársai voltak segítségünkre, összesen hatvanan.

A folyóirat tanulmányainak lektorai 2015-ben:

Baksa Dániel,
Berde Éva,
Berlinger Edina,
Bod Péter Ákos,
Botos Katalin,
Czeglédi Pál,
Csáky Krisztián,
Csordás Katalin,
Dobák Miklós,
Dóra Dániel,
Ferkelt Balázs,
Fiáth Attila,
Gáll József,
Gáspár Attila,
Győrffy Dóra,
Havas László,
Havelda Balázs,
Hegedűs Éva,
Hoffmann Mihály,
Julius Horvath,
Katona Zsolt,
Kiss Gábor Dávid,
Kóczán Gergely,
Kocziszky György,
Kocsis Zsolt,
Koreck Ferenc,
Kovács Árpád,
Kovács Erzsébet,
Kovács Levente,
Kristóf Tamás,

Lentner Csaba,
Losonczi Miklós,
Magas István,
Matits Ágnes,
Móra Mária Tünde,
Nagy Tamás,
Németh Szilvia,
P. Kiss Gábor,
Pál Zsolt,
Pandurics Anett,
Papp István,
Pellényi Gábor,
Pintér Klára,
Pogácsás Péter,
Poór József,
Réthy Anna,
Rezmovits Ádám,
Schindele Ibolya,
Sebestyén Géza,
Straub Roland,
Stréda Antal Balázs,
Sütő Zsanett,
Szegedi Róbert,
Szép Olivér,
Takáts Előd,
Tóth Máté,
Váradi Kata,
Vass Péter,
Zsembery Levente,
Zsolnai Alíz

Köszönjük a szerzők és a lektorok színvonalas munkáját, a jövőben is feltétlenül számítunk szakmai elkötelezettségükre.

Ezúton kívánunk áldott, békés és boldog karácsonyi ünnepeket és sikerekben gazdag boldog új évet minden kedves Olvasónknak!

A szerkesztőség nevében üdvözlettel:

*Pásztor Szabolcs
felelős szerkesztő*

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/szerzoknek/Szerzoi_utmutato.pdf

Köszönettel:

A Hitelintézeti Szemle szerkesztősége
1054 Budapest, Szabadság tér 9.
Tel.: 06-1-428-2600
E-mail: szemle@hitelintezetiszemle.hu



www.hitelintezetiszemle.hu