

2

HITELINTÉZETI SZEMLE

2016. június

15. évfolyam 2. szám

A fiskális és a monetáris politika kölcsönhatása
Magyarországon az elmúlt másfél évtizedben

Matolcsy György – Palotai Dániel

A pénz és a bankok ellentmondásos
kezelése a makroökonómiában

Ábel István – Lehmann Kristóf – Tapaszi Attila

A magyarországi EU-transzferek áttekintése –
két költségvetési időszak határán

Boldizsár Anna – Kékesi Zsuzsa –
Koroknai Péter – Sisak Balázs

A kínai kötvénypiac főbb jellemzői

Sütő Zsanett – Tóth Tamás

Kockázatkezelési módszerek és bankméret viszonya

Homolya Dániel

Az elektronikus pénzforgalom
növekedésének makrogazdasági hatásai –
Általános egyensúlyelméleti megközelítés
magyar adatok felhasználásával

Ilyés Tamás – Varga Lóránt

Pénzügyi személyiségtípusok Magyarországon –
kutatói módszerek és primer eredmények

Németh Erzsébet – Béres Dániel –
Huzdik Katalin – Zsótér Boglárka

Hitelintézeti Szemle

A Magyar Nemzeti Bank kiadásában megjelenő tudományos folyóirat

A szerkesztőbizottság elnöke:

BALOG ÁDÁM

A szerkesztőbizottság tagjai:

BÁNYI TAMÁS, BOD PÉTER ÁKOS, HEGEDŰS ÉVA, KOCZISZKY GYÖRGY, KOVÁCS LEVENTE,
LENTNER CSABA, NAGY KOPPÁNY, P. KISS GÁBOR, PALOTAI DÁNIEL, PANDURICS ANETT,
PATAI MIHÁLY, SEBESTYÉN GÉZA, STRAUB ROLAND, SZEGEDI RÓBERT, VÉGH RICHÁRD,
EYAL WINTER

Főszerkesztő: SEBESTYÉN GÉZA
Felelős szerkesztő: PÁSZTOR SZABOLCS
Olvasószerkesztő: LÁNG ESZTER
Szerkesztőségi munkatársak:
DRAPCSIK BERTA, VADÁSZI BÁLINT

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

Borítóterv: IZSÓNÉ BIGAI MARIANNA
© Copyright: Magyar Nemzeti Bank

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

2

HITELINTÉZETI SZEMLE

2016. június
15. évfolyam 2. 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@mn.b.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

15. évfolyam 2. szám, 2016. június

TANULMÁNYOK

Matolcsy György – Palotai Dániel:

A fiskális és a monetáris politika kölcsönhatása Magyarországon
az elmúlt másfél évtizedben 5

Ábel István – Lehmann Kristóf – Tapaszi Attila:

A pénz és a bankok ellentmondásos kezelése a makroökonomiában 33

Boldizsár Anna – Kékesi Zsuzsa – Koroknai Péter – Sisak Balázs:

A magyarországi EU-transzferek áttekintése –
két költségvetési időszak határán 59

Sütő Zsanett – Tóth Tamás:

A kínai kötvénypiac főbb jellemzői 88

Homolya Dániel:

Kockázatkezelési módszerek és bankméret viszonya 114

Ilyés Tamás – Varga Lóránt:

Az elektronikus pénzforgalom növekedésének makrogazdasági
hatásai – Általános egyensúlyelméleti megközelítés magyar adatok
felhasználásával 129

Németh Erzsébet – Béres Dániel – Huzdik Katalin – Zsótér Boglárka:

Pénzügyi személyiségtípusok Magyarországon –
kutatási módszerek és primer eredmények 153

VITA

Németh György:

Az öregedésről – közgazdászoknak 173

KÖNYVISMERTETÉS

- Stefan A. Musto:** Mag- és perifériaországok kapcsolata az Európai Unióban – Hatalom és konfliktus a dualisztikus politikai gazdaságban
(J. M. Magone – B. Laffan – C. Schweiger: Core-periphery Relations in the European Union – Power and Conflict in a Dualist Political Economy c. művéről) 181
- Pálvölgyi Zsigmond:** A jövő spontán, mégis előre jelezhető
(Barabási Albert László: Villanások – A jövő kiszámítható c. művéről) 188
- Mester Antal:** India – A gazdasági növekedés ellentmondásai
(Jean Drèze – Amartya Sen: An Uncertain Glory – India and its Contradictions c. művéről) 191
- Eszterhai Viktor:** Kína titkos stratégiája az USA leváltására
(Michael Pillsbury: The Hundendred-Year Marathon: China’s Secret Strategy to Replace America as the Global Superpower c. művéről) 194
- Palicz Alexandr Maxim:** Európai tavasz: Miért hever romokban a gazdaságunk és politikánk – és hogyan tehetjük őket jobbá?
(Philippe Legrain: European Spring: Why Our Economies and Politics are in a Mess – and How to Put Them Right c. művéről) 197

KONFERENCIABESZÁMOLÓ

- Teremi Márton:** Tőzsdefejlesztés és növekedés – Beszámoló a BÉT és az MKT tőkepiaci konferenciájának tanulságairól 203
- Csóka Péter – Havran Dániel – Váradi Kata:** Konferencia a pénzügyi piaci likviditásról – Beszámoló a Hatodik Éves Pénzügyi Piaci Likviditási Konferenciáról (6th Annual Financial Market Liquidity Conference) 208

A fiskális és a monetáris politika kölcsönhatása Magyarországon az elmúlt másfél évtizedben*

Matolcsy György – Palotai Dániel

Az inflációs célkövetés 2001-es bevezetését követően 12 évig nem volt meg a fiskális és a monetáris politika összhangja, aminek hiánya a kettő közti szoros kapcsolat és kölcsönhatás miatt jelentős károkat okozott a magyar gazdaságnak. 2013 után a megelőző két–három év fiskális és az ezt követő monetáris politikai reformoknak köszönhetően azonban létrejött a kívánt összhang, hozzájárulva a két oldal céljainak teljesüléséhez (úgy mint árstabilitás, pénzügyi stabilitás és fenntartható költségvetési politika), s megteremtve a hosszú távú növekedés alapjait. A tanulmány azt vizsgálja, hogy milyen költségvetési és monetáris politikai mix határozta meg az elmúlt 15 évet, illetve az egyes periódusokban az eltérő aktivitású, illetve dominanciájú fiskális és monetáris gazdaságpolitika milyen csatornákon keresztül hatott egymásra, és (együtt)működésük mennyire volt eredményesnek tekinthető. A fogalmi és elméleti keretrendszert Eric Leeper modellje adta, a tényleges adatokat és tapasztalatokat pedig az elmúlt 15 év magyar gazdaságtörténete szolgáltatta. Ezen belül az írás részletesebben bemutatja a 2010 és 2013 között végbement fiskális, valamint a 2013 utáni monetáris politikai fordulat okait, céljait, főbb elemeit és hatásait.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E52, E63, O23

Kulcsszavak: monetáris politika, fiskális politika, gazdaságpolitikai összhang, fiskális dominancia elmélete, magyar gazdaságtörténet

1. Bevezető

A gazdaságpolitika két meghatározó szereplőjének, a fiskális és a monetáris politikának egymáshoz való viszonya meghatározó a gazdaságpolitika sikeressége szempontjából. A köztük fennálló viszony vizsgálatához izgalmas elméleti keretet nyújt

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

Matolcsy György a Magyar Nemzeti Bank elnöke.

Palotai Dániel a Magyar Nemzeti Bank ügyvezető igazgatója és vezető közgazdásza. E-mail: palotaid@mnb.hu.

A kézirat első változata 2016. április 1-jén érkezett szerkesztőségünkbe.

A szerzők köszönetet mondanak Szalai Ákosnak, Kaszab Lórántnak, Reiff Ádámnak, Baksay Gergelynek és Meizer Gábornak a cikk készítése során nyújtott segítségükért.

a *Leeper (1991)* által kidolgozott fiskális dominancia elmélete¹. Leegyszerűsítve, Leeper azt vizsgálta, hogy a szigorú, illetve laza fiskális politika milyen monetáris politikát tesz szükségessé és lehetővé (szigorút vagy lazát), milyen a kapcsolat fordított megközelítésben, illetve mi történik, ha a két szereplő nem összeillő stratégiát folytat.

Az alábbiakban Leeper elméletét és fogalmait követve mutatjuk be a magyar gazdaságpolitika elmúlt 15 évét. Mint látni fogjuk, Leeper megközelítése kifejezetten alkalmas arra, hogy rámutassunk, mikor volt lehetetlen az összhang a két gazdaságpolitikai döntéshozó erő között, mikor volt lehetséges, de mégis hiányos, és mikor sikerült valódi összhangot teremteni. Egyértelműen látszik, hogy a gazdaságpolitika sikere függ a két tényező együttműködésétől, és Magyarországon az minősíthető a legsikeresebb időszaknak, amikor a fiskális és a monetáris politika kihasználta a lehetséges szinergiákat, illetve az volt a legkevésbé sikeres időszak, amikor az egyik úgy működött, hogy a másikat kényszerhelyzetbe hozva, utóbbi csak rossz és még rosszabb válaszokat tudott adni.

Az első rész Leeper elméletét mutatja be egyszerűsített formában, a második a hibás fiskális politika által meghatározott időszakról szól (2002–2009), a harmadik arról a három évről, amikor a fiskális politika már lehetővé tette az együttműködést, de a monetáris politika még nem élt ezzel a lehetőséggel (2010–2012), a negyedik rész pedig a két politika összhangjáról és annak eddigi eredményeiről (2013–2015). Az utolsó fejezetben levonjuk a következtetéseket.

1.1. A fiskális dominancia elmélete

Leeper elméletében a fiskális és a monetáris politika mindegyike lehet aktív vagy passzív, annak függvényében, hogy mennyire követik eredeti céljukat. Attól függően, hogy melyik gazdaságpolitikai döntéshozó aktív és melyik passzív, megkülönböztünk fiskális dominanciát és monetáris dominanciát. Definiáljuk pontosabban e célokat és viselkedéseket.

A monetáris politika célja a modellben az, hogy az infláció az előrejelzési horizont végén a kitűzött célon legyen. Aktív (avagy szigorú) a monetáris politika akkor, ha e célnak következetesen megfelel döntéseiben, és passzív (avagy laza) akkor, ha ettől eltérést enged meg a nagyobb infláció irányába.² Leeper a fiskális politika esetében fordítva definiálja az aktív és a passzív szerepet, mint a monetáris döntéshozásnál.

¹ A fiskális dominancia elméletének relevanciáját jól jelzi, hogy a legújabb Handbook of Macroeconomics is egy teljes fejezetet szentel a témának (lásd *Leeper és Leith (2015)*).

² Leeper szellemét követve úgy is lehet fogalmazni, hogy a *monetáris politikai szabály* (vagy Taylor-szabály) szerint amikor az infláció 1 százalékkal magasabb az inflációs célnál, akkor – mivel a nominális kamat és az infláció különbségeként kiszámított reálkamatnak növekednie kell – a nominális kamat 1 százaléknál nagyobb mértékben nő (a célon lévő infláció mellett érvényes nominális kamathoz képest).

Aktív (avagy expanzív, laza) a fiskális politika akkor, ha a fenntarthatónál magasabb költségvetési hiányt enged meg, és passzív (avagy szigorú) akkor, ha biztosítja a hosszú távú egyensúlyt.³ Az aktív és passzív szerepek követésétől függően megkülönböztünk fiskális dominanciát (aktív, expanzív fiskális és passzív, laza monetáris politika) és monetáris dominanciát (aktív monetáris és passzív fiskális politika). Mindezek mellett természetesen létezik aktív-aktív és passzív-passzív gazdaságpolitikai mix is.

Monetáris dominanciáról akkor beszélünk, ha leeperi értelemben a monetáris politika aktív, a fiskális pedig passzív. A jegybank szigorúan csak az inflációs célját követi, így a fiskális politikának nincsen más választása, minthogy passzív maradjon (azaz fiskális értelemben szigorú), máskülönben felborulna a költségvetés hosszú távú fenntarthatósága. Leeper ezt a gazdaságpolitikai mixet tartja alapesetnek, ami stabil együttműködési lehetőséget biztosít a két fő gazdaságpolitikai ág között.

Fiskális dominanciának nevezzük azt a gazdaságpolitikai kombinációt, mikor a fiskális politika aktív (expanzív), a monetáris politika pedig passzív (laza). A fiskális politika tehát túlzottan magas, hosszú távon nem fenntartható hiányt enged meg. Annak érdekében, hogy a konszolidált államháztartás hosszú távú költségvetési egyensúlya mégis fennmaradjon, Leeper modelljében arra van szükség, hogy a jegybank adja fel inflációs célját, engedje a magasabb infláció kialakulását, azaz folytasson laza monetáris politikát. Ennek következtében ugyanis a jegybankban seigniorage bevétel keletkezik, amit a költségvetés részére átadhat, vagy másképp megfogalmazva, elinflálja az adósságot. Természetesen a valóságban ez a kérdés sokkal összetettebb, és a közgazdasági mellett számos jogi, valamint hitelességi korlát is fennáll, de Leeper modellje a fenti módon kezeli a kérdést. A fiskális dominancia mellett végül tehát teljesül a konszolidált államháztartás hosszú távú fenntarthatósága, de nem az elsődleges költségvetési egyenleg egyensúlyban tartásával, hanem az indokoltnál magasabb infláció generálásával, vagyis azon az áron, hogy a jegybank – részben, vagy teljesen – feladja eredeti célját, és így politikája passzívvá (lazává) válik.⁴

Több országra jellemző a fiskális dominancia egyes periódusokban. Például *Blanchard (2004)* rámutat, hogy 2003-ig a brazil gazdaság jól leírható a fiskális dominancia elméletével, ahol a fiskális politika aktív viselkedése következtében magas hiány alakult ki, de a jegybank szinte egyáltalán nem reagált kamatemeléssel a 2002 táján fellépő inflációs nyomásra. *Fan, Minford és Ou (2014)* amellet érvel, hogy a 70-es évek Angliáját képes jól megragadni egy olyan modell, amelyben a fiskális

³ Leeper alapján a *fiskális szabály szerint*, amikor a reálértelemben vett adósság meghalad egy küszöbértéket, a költségvetési többletnek emelkednie kell.

⁴ Fiskális dominancia esetén az expanzív fiskális politika mellett az ún. „vagyonhatás” is növeli a jelenlegi inflációt. Ennek értelmében a háztartások (nominális) eszközállománya a magasabb transzferek és/vagy alacsonyabb adók miatt nagyobb (vagy egyszerűen fogalmazva: „több pénz marad az embereknél”), és e magasabbnak érzékelt vagyon is többletköltségre ösztönzi a háztartásokat, tovább emelve az inflációt.

dominancián alapuló rezsim is szerepel. *Davig és Leeper (2008)* amerikai idősorokat vizsgál, és a 80-as éveket megelőzően azonosít fiskális dominancián alapuló periódusokat. Érdemes tudni, hogy a 80-as évek elején monetáris rezsimváltás volt az USA-ban: a korábbi passzív monetáris politikát (amely szükséges az aktív fiskális rezsim fenntartásához) egy aktív monetáris rezsim váltotta fel (Paul Volcker Fed elnök 1979-ben történt kinevezése után).

Felmerül a kérdés, hogy mi történik akkor, ha – az előzőekben ismertetett helyzetekkel ellentétben – a monetáris és a fiskális politika *egyszerre aktív vagy passzív*. Belátható az eredeti modellben (*Leeper 1991*), hogy amikor a monetáris és fiskális politika egyszerre aktív vagy passzív, akkor nem létezik egyensúlyi állapot.⁵ A rendszer stabilá tételében tehát nagy szerepe van a központi banknak: tudnia kell, hogy a fiskális politika éppen aktív-e vagy passzív, és ennek megfelelő stratégiát kell követnie.

Figyeljük meg, hogy aktív (expanzív) fiskális politika mellett a jegybanknak nincs jó válasza. Csak a közül választhat, hogy – részben vagy teljesen – feladja célját, vagy szigorúan követi azt (aktív marad). Előbbi esetben az infláció tartósan a kitűzött célja fölé emelkedik, utóbbi esetben pedig nem teljesül a konszolidált államháztartás hosszú távú egyensúlya, és szélsőséges esetben csődhelyzet vagy válság következik be.

Ezt az elemzést általánosítja *Davig és Leeper (2008)* azzal, hogy megvizsgálja, mi történik akkor, ha aktuálisan nem fenntartható a gazdaságpolitikai mix, de egy bizonyos valószínűséggel a jövőben azzá válik. Eredményeik szerint, amennyiben a jelenlegi rendszer instabil (mert például a monetáris és a fiskális politika is aktív), akkor a rendszer továbbra is stabil marad, ha legalább egy kis valószínűsége van a fiskális politika jövőbeli passzívvá válásának. Más szavakkal: még egy láthatóan nem fenntartható gazdaságpolitikai kombinációt is megengednek a befektetők, ha arra számítanak, hogy a jövőben kedvező fordulat következik be.

Az alábbiakban az elmúlt 15 év magyar gazdaságpolitikáját a fenti keretrendszerben mutatjuk be, előre bocsátva, hogy megítélésünk szerint gazdaságpolitikai döntéshozó nézőpontból Leeper szóhasználata nem minden esetben szerencsés. Egyfelől modelljében az aktív és a passzív politika a prudencia szempontjából mást-mást jelent a fiskális és a monetáris oldalon. Míg a monetáris aktivitás mindenáron célon lévő inflációt jelent, addig a fiskális aktivitás nem fenntartható, költséges politikát. Ebből következően a fiskális dominancia valóban a fiskális politika által meghatáro-

⁵ Ha mindkét politika aktív, akkor nem teljesül a konszolidált államháztartás hosszú távú költségvetési egyensúlya. A fiskális politika nagy hiányt enged, a jegybank azonban alacsonyban tartja az inflációt, azaz végül felborul a költségvetés és válság következik be. Ha mindkét politika passzív, akkor a költségvetés hiánya alacsony, de a jegybank mégis magas inflációt enged meg. Ez kevésbé releváns kombináció.

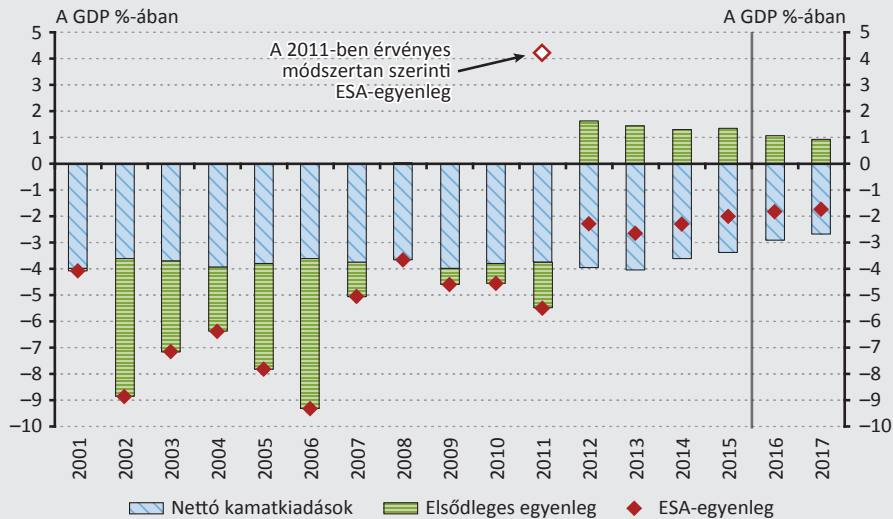
zott gazdaságpolitikai mixet jelöl, amelynek leghangsúlyosabb eleme, hogy önmagában a fiskális politika nem fenntartható, és erre a monetáris politikának reagálnia kell. Ugyanakkor a monetáris dominancia valójában nem domináns, meghatározó monetáris politikát jelöl, hanem egy olyan jegybankot, amely kizárólag az inflációs célját követi a rendelkezésére álló eszközökkel. Röviden, a fiskális dominancia esetében valódi együttműködésre nincs lehetőség, mert a jegybank az infláció elengedése vagy a túlzottan szigorú politika között választhat, de aktív monetáris politika (Leeper szóhasználatában monetáris dominancia) esetén az együttműködési lehetőség fennáll. Végül érdemes hangsúlyozni, hogy Leeper modelljében a dominancia nem „fontosságra”, hanem csak egy gazdaságpolitikai kombinációra utal.

2. Fiskális dominancia, tehetetlen monetáris politika, a két fő gazdaságpolitikai ág közötti összhang teljes hiánya (2002–2009)

A *fiskális dominancia* elméleti bemutatását követően ennek keretrendszerén keresztül érdemes megvizsgálni a gyakorlatban is, hogy hazánk gazdaságpolitikája, illetve annak eredményeképpen a legfőbb makrováltozók miként alakultak az inflációs célkövetés 2001-es bevezetése és 2010 közötti időperiódusban. Az eredményeket előrebocsátva kijelenthető, hogy gazdaságtörténelmünk 2002–2010 közötti szakasza elvesztegetett időszak volt, aminek fő oka a felelőtlen költségvetési politika (amit Leeper modellje finoman aktívnak nevez). Ezt pedig sem egy laza, az adósság elinflálására törekvő monetáris politika, sem egy túlzottan szigorú, a növekedést az árstabilitásért feláldozó monetáris politika nem tudja megfelelően korrigálni. A 2002-től felelőtlené vált fiskális politika elvileg sem tette lehetővé a költségvetési és a jegybanki politikák összhangját a tárgyalt időszak döntő részében. Ez természetesen nem menti fel a monetáris politikát az ebben az időszakban elkövetett hibák alól, amelyek – többek között – a devizahitelezés felfutásához vezettek.

Amennyiben a reálgazdasági növekedés és a költségvetési egyensúly relációjában vizsgálódunk, megállapíthatjuk, hogy a fenntartható fejlődés és felzárkózás szempontjából talán két legfontosabb tényező együttesen egyetlen évben sem jellemezte a magyar gazdaságot 2002–2010 között. A 2000-es éveket erőteljesen támogató globális külső konjunktúra és a (2002-től kezdődően) tartósan és túlzottan laza fiskális politika következtében reálgazdasági növekedést ugyan regisztrálhattunk (2006-ig), de kiegyensúlyozott, felelős költségvetési politikát távolról sem (1. ábra).

1. ábra
A költségvetési egyenleg és főbb komponenseinek alakulása 2001-től



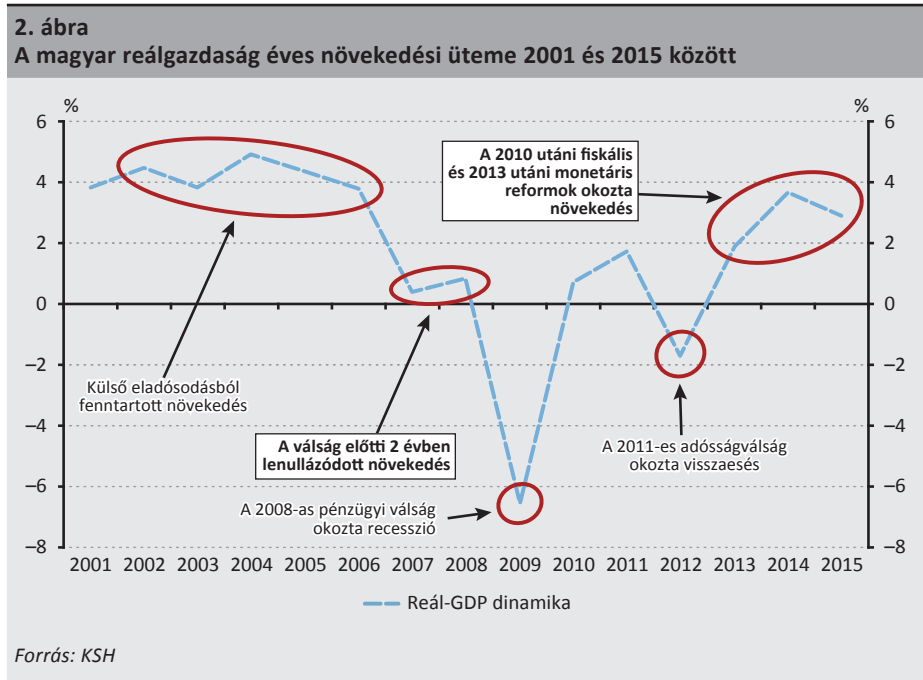
Megjegyzés: A 2016–2017-es évek az MNB prognózisa a 2016. márciusi Inflációs jelentésben. 2011-ben az akkor érvényes statisztikai szabályok szerint 4 százalék feletti többletet mutatott a költségvetés, azonban később a statisztikai módszertan visszamenőleg változott, így az aktuális adatok szerint hiányt mutat arra az évre a költségvetés. Ennek oka, hogy az EU 2014-ben bevezetett ESA 2010 elnevezésű statisztikai módszertana szerint a nyugdíjpénztári eszközök állami átvétele okozta vagyonnövekedést nem lehet a kormányzati szektor bevételeként elszámolni a tranzakció évében (szemben a korábbi szabállyal).

Forrás: Eurostat, MNB

A 2006-ig 4 százalék körül bővülő magyar gazdaság növekedési üteme nem volt fenntartható, hiszen a 2010 előtti kormányok fiskális politikája tartós szerkezeti egyensúlytalanságokat generált. A fiskális dominancia jegyében jellemzően magas államháztartási hiánnyal (2002 és 2006 között átlagosan 7,9, 2002 és 2010 között pedig 6,4 százalék) igyekeztek növekedést generálni, illetve elfedni a gazdaság szerkezetében egyre növekvő strukturális problémákat. A munkajövedelemre rakódó – nemzetközi összehasonlításban is – magas adóterhek és az indokolatlanul laza szociális rendszer következtében a 2000-es évek közepére hazánk Európa egyik legalacsonyabb foglalkoztatási és aktivitási mutatóival rendelkezett.⁶ A háztartási és a vállalati szektor alacsony nettó finanszírozási képességéhez rendre magas költségvetési hiány társult, ami jelentős ikerdeficitet eredményezett. A nemzetgazdaság nettó külső finanszírozási igényének gyors növekedése egyre nagyobb külső sérülékenységi kockázatot jelentett, amit 2003 után ráadásul a devizaalapú lakossági

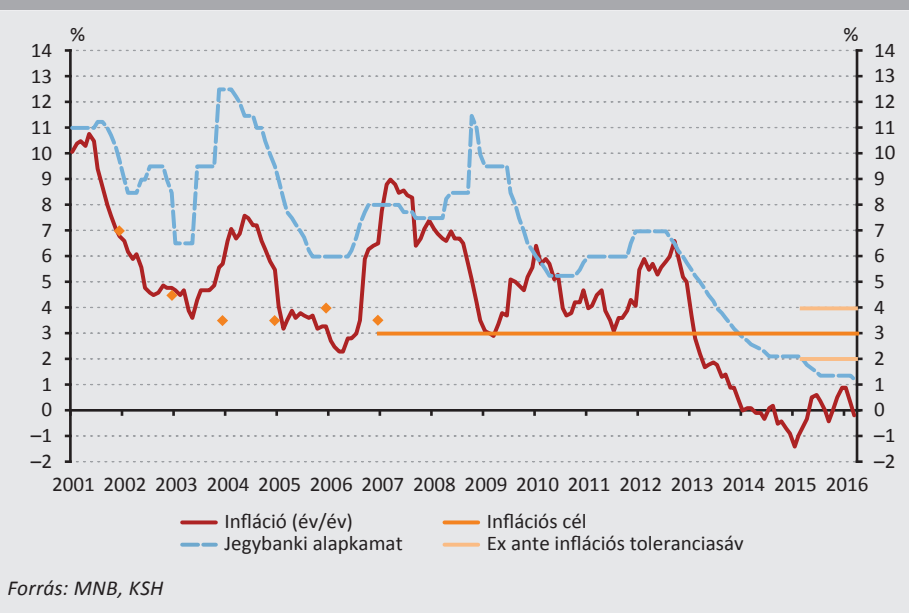
⁶ Matolcsy–Palotai (2014)

ingatlanhitelek gyorsan terjedő népszerűsége és dinamikus felfutása súlyosbított (10. ábra). A stabil makrogazdasági alapokat – széles bázisú foglalkoztatottságot, valamint a belső és a külső makropénzügyi egyensúlyt – nélkülöző növekedés így 2006-ban kifulladt, és már a globális pénz- és tőkepiaci válság 2008 őszi kirobbanását megelőző 2 évben gyakorlatilag meg is állt (2. ábra).



E téves, a növekedést alapvetően a külső eladósodásra építő, a hazai termelési tényezők erősítését célzó strukturális reformokat nélkülöző és a költségvetési hiányt indokolatlanul magasan tartó domináns fiskális politika magas inflációhoz vezetett, amit a jegybank – kizárólag az elsődleges törvényi mandátumára (árstabilitás) figyelve – tartósan magas alapkamattal próbált ellensúlyozni, sikertelenül. A hazai fogyasztói árindex jellemzően magasabban alakult az MNB – 2001-től létező inflációs célkövetéses rendszer keretein belül meghatározott – inflációs céljánál (3. ábra), tehát a jegybank a magas irányadó ráta ellenére sem teljesítette az elsődleges feladatát.

3. ábra
A jegybanki alapkamat és az infláció alakulása 2001-től

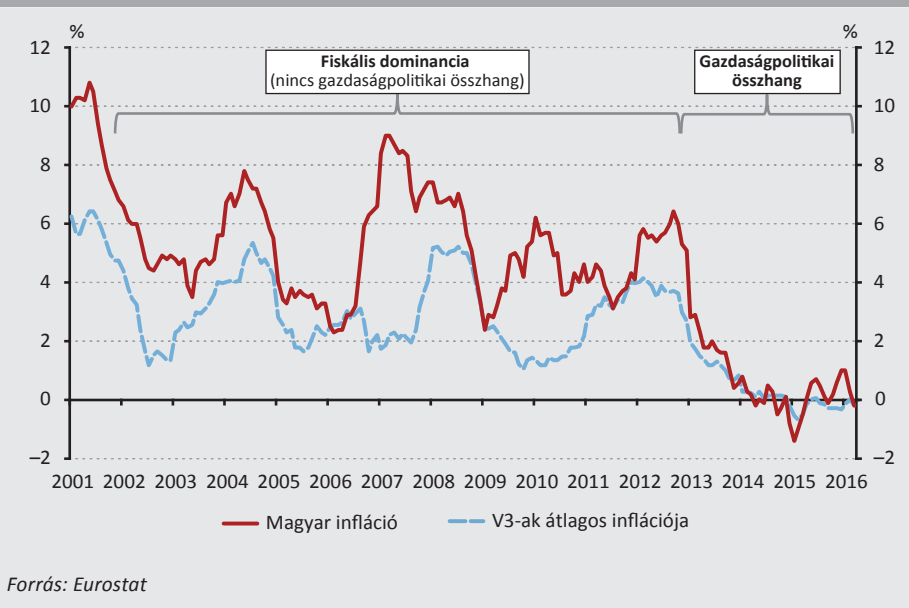


A tartósan magas hazai infláció tényét az is jól mutatja, hogy a 2001 és 2010 közötti időszakban átlagosan 2,5 százalékponttal alakult magasabban a magyar pénzromlás üteme, mint a lengyel, a cseh és a szlovák gazdaságok (V3) által ez időszakban produkált értékek átlaga (4. ábra). Ez jelentős inflációs különbség, ami azonban 2013 elejétől, a fiskális és a monetáris politika összhangba kerülésétől gyakorlatilag megszűnt: 2013-tól a korábbi 2,5 százalékpontos átlagos különbség 0,3 százalékpontra csökkent.

A célt tartósan és számottevően meghaladó infláció káros volt a magyar gazdaság számára, ami nemcsak a vagyontárgyak és a befektetési eszközök reálértékét erodálta a szükségesnél nagyobb mértékben, hanem a háztartások reálbérét és a vállalatok által realizált profitot is, ami az aggregált belső keresletre is negatív hatást gyakorolt. Az inflációnak a költségvetési politika által történő felpörgetése és az indokoltnál magasabb szinten tartása azt a célt szolgálta, hogy a strukturális reformok és az elsődleges költségvetési hiány leszorítása helyett legyen mivel mérsékelni az államadósság reálértékét.

E hibás politika egyik legkárosabb következménye – a gazdaság számára kívánatosnál magasabb nominális alapkamat és hozamgörbe kikényszerítésén keresztül – az lett, hogy a hazai magánszektor a hazainál jóval alacsonyabb kamatozású deviza alapú hitelek felé fordult, és jellemzően svájci frankban, illetve kisebb mértékben euróban

4. ábra
A magyar és a visegrádi hármak átlagos inflációja 2001-től



adósodott el. A jelentős kamatkülönbözet mellett a sokáig – egészen a 2008-as válság kirobbanásáig – stabil és relatíve erős forint is fokozhatta a deviza-eladósodást, ami mellett a gazdasági szereplők nem érzékelték a valós árfolyamkockázatot. Ebben, illetve a kedvezőtlen gazdaságpolitikai mix kialakulásában a 2001 és 2008 között fennálló, sávosan rögzített árfolyamrezsim is szerepet játszhatott.⁷ A gazdasági szereplők devizában történő eladósodása óriási károkat okozott, valamint nagymértékben erodálta az MNB monetáris transzmissziós mechanizmusának hatékonyságát, ugyanis a hitelek jelentős része így elvesztette közvetlen kamaterzékenységet. A deviza-eladósodás továbbá nemzetközi összehasonlításban is kimagasló árfolyamkitettséget okozott mind a magán, mind pedig az állami szektorban. Mindemellett a magas forintkamatok nagymértékű kamatkidásokkal terhelték az állami költségvetést, tovább növelve ezzel a költségvetés hiányát és az államadósságot.

A 2002 után hibásan menedzselte gazdaságpolitika következtében, egy fundamentumaiban teljesen legyengült, stabilan növekedni nem tudó, magas inaktivitást, ikerdeficitet és eladósodottságot mutató, az egész Európai Unióban az egyik legsérülékenyebb gazdaság találta szembe magát a 2008-ban kirobbant globális pénz- és tőkepiaci krízissel. E nagymértékű negatív külső sokk rendkívül hamar begyűrűzött hazánkba is, azonban a magyar gazdaságpolitika képtelen volt adekvát választ adni rá.

⁷ Csajbók–Hudecz–Tamási (2010)

A nagyfokú sérülékenységünk következtében – a külföldi intézményi befektetők hirtelen kivonulása miatt – a hazai állampapírpiac gyakorlatilag azonnal lefagyott. E probléma kezelése, valamint a hazai kereskedelmi bankok tőkehelyzetének stabilizálása és a – korábban elégtelen – jegybanki devizatartalékok megfelelő szintre emelése céljából az akkori magyar kormány és a jegybanki vezetés kénytelen volt az IMF és az Európai Unió segítségét kérni, valamint az irányadó kamatrátát drasztikusan megemelni. A nemzetközi hitelezőktől felvenni kényszerült csomag tovább duzzasztotta az állam eladósodottságát (amelynek törlesztési terhei már a 2010 utáni kormány vállalt nyomták), és ismételten gúzsba kötötte a kormány gazdaságpolitikáját.

A gazdaságpolitika eredményességének jó fokmérője lehet a GDP-arányos bruttó államadósság alakulása, hiszen az egy olyan makrogazdasági mutató, ami magában foglalja az elsődleges költségvetési egyenleg, az állami kamatkiadások, az infláció, az árfolyam és a reálnövekedés változásainak hatását. A 2002 és 2010 közötti gazdaságpolitika alapvető elhibázottságát mutatja, hogy a jó külső konjunkturális környezet, az extrém laza költségvetési politika és a magas infláció ellenére sem sikerült olyan mértékben dinamizálni a reálgazdaságot, hogy annak segítségével csökkent volna az államadósság-ráta (vagy minimum szinten maradt volna). Ehelyett a GDP-arányos államadósság 2001 végén még alig 52 százalékos értéke már a válság előtt 66 százalékra emelkedett, majd 2010 végére 80 százalék fölé nőtt (5. ábra), miközben az egy főre jutó GDP alapján folyamatosan és egyre inkább leszakadtunk a régiós országok fejlődésétől.⁸ E tekintetben kijelenthető, hogy a 2010-ig folytatott, erősen fiskális dominanciájú gazdaságpolitika sikertelen volt, ami a makrogazdasági egyensúly felbomlása mellett 2006 után már gazdasági növekedést is alig tudott eredményezni.

3. Fiskális politikai fordulat és a költségvetés konszolidációja (2010–2013)

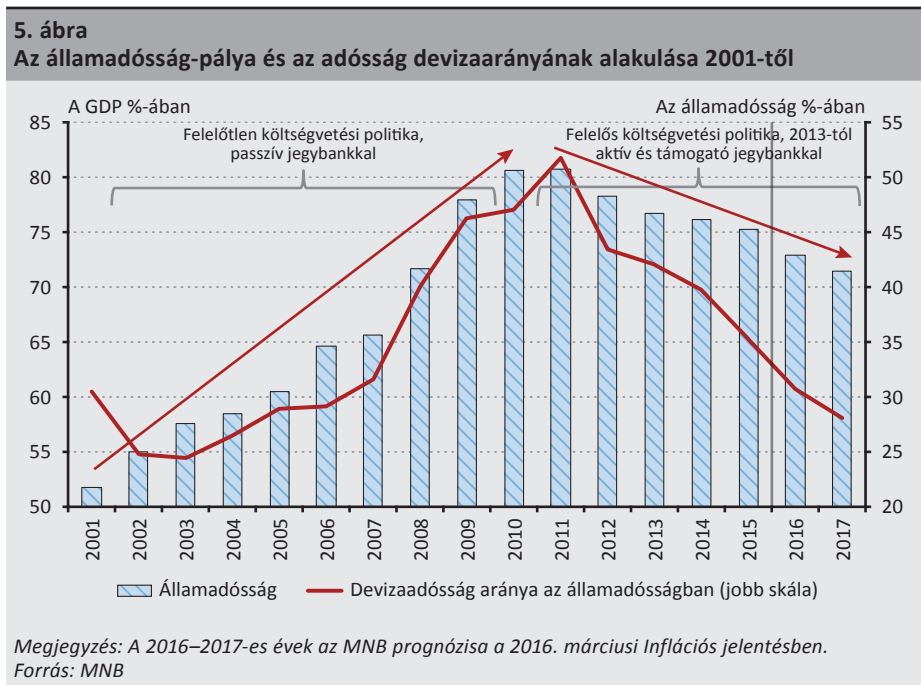
A második évezred első évtizedét végig kísérő – magas költségvetési hiányokkal és permanensen emelkedő államadósság-rátával jellemezhető – fiskális politikában 2010-et követően éles fordulat következett. Az ekkor hivatalba lépő kormányzat deklarált célként tűzte ki a régiós és tágabb nemzetközi összehasonlításban is kimagasló magyar állami eladósodottság fenntartható mérséklését, valamint a GDP-arányos államháztartási hiány 3 százalékos maastrichti kritérium alá csökkentését. E fő célok mellett további gazdaságpolitikai prioritássá vált a reálgazdaság dinamizálása a foglalkoztatás bővítésén keresztül, a gazdaság fehéritése, valamint a gazdaság külső sebezhetőségének csökkentése, és ennek részeként a devizahitelezés kivezetése. A 2010 előtti negatív makrogazdasági trendek megfordítását követően mindegyik kiemelt területen érdemi előrelépés történt, és így „a korábbi erőteljes külső eladósodásra építő növekedési modell helyett megteremtődtek egy hangsúlyosabban belső finanszírozásra támaszkodó, fenntarthatóbb felzárkózási pálya lehetőségei.”⁹

⁸ Matolcsy (2008)

⁹ Matolcsy–Palotai (2014)

A fiskális és a monetáris politika kapcsolatát tekintve a költségvetési politika eredményeinek legfontosabb következménye, hogy megszűnt a korábbi káros fiskális dominancia, és megteremtődött a lehetőség a két terület megfelelő, egymás függetlenségét tiszteletben tartó, de végső soron közös célokért tevékenykedő együttműködésére. Mindazonáltal a monetáris politika ebben az időszakban még nem törekedett összhangra a kormányzati politikákkal, és nem tudott élni a lehetőséggel, amit a fiskális konszolidáció kínált számára. Nem volt sem árstabilitás, sem pénzügyi stabilitás, és a Magyar Nemzeti Bank akkori vezetése nem támogatta a magyar kormány gazdaságpolitikáját sem.

A 2010 utáni fiskális fordulat elsődleges célja az volt, hogy a 2002 után meredeken növekvő GDP-arányos bruttó államadósság negatív trendjét mielőbb megtörje és csökkenő pályára állítsa (5. ábra), mégpedig úgy, hogy ne akadályozza, hanem lehetőség szerint segítse a gazdaság kilábalását a több év óta tartó válságból. A magas államadósság – valamint azon belül a devizaarány és a külföldi részarány túlzott mértéke – ugyanis nagymértékű makropénzügyi sérülékenységet, valamint jelentős reálgazdasági kockázatokat is hordozott. Az állami eladósodottság csökkentésének fontosságát azáltal is hangsúlyozta a kormányzat, hogy e célját az adósságszabály létrehozásával, illetve annak Alaptörvénybe foglalásával 2011-ben alkotmányos szintre emelte.

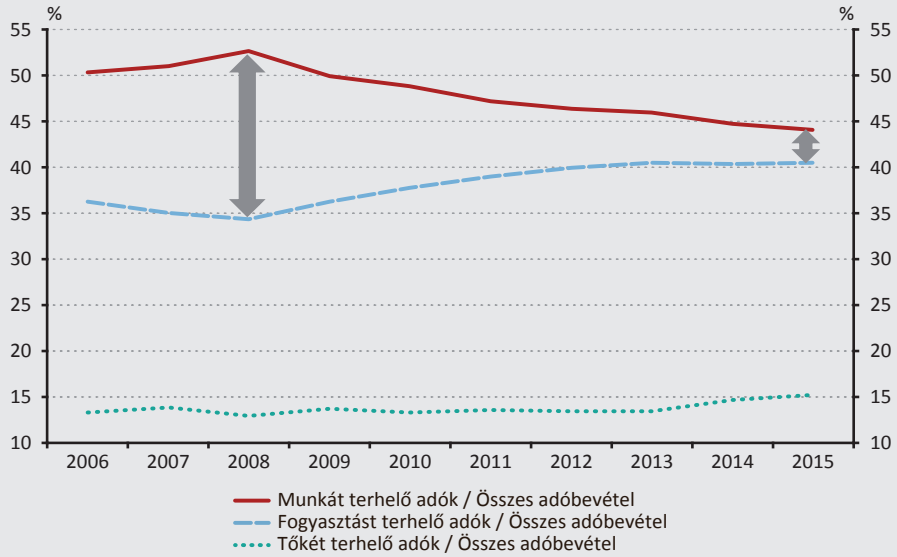


Az adósságráta csökkentésének első és legfontosabb eszköze a GDP-arányos államháztartási hiány alacsony szintre szorítása volt. Az államháztartási egyenleg drasztikus javulását azonban nem csak az tette szükségessé, hogy a 2000-es évek felelőtlen fiskális politikája nagymértékű eladósodást generált 2010-re, hanem az európai uniós költségvetési kötelezettség is volt. Európában egyedülként már az EU-hoz való csatlakozásunk évétől (2004) kezdődően folyamatosan túlzottdeficit-eljárás (EDP) alatt állt Magyarország, mivel évről évre megsértette a GDP-arányos államháztartási hiányra vonatkozó 3 százalékos maastrichti kritériumot. E szabály tartós áthágása a kohéziós EU-források felfüggesztésének veszélyét hordozta, különösen a 2008-ban kirobbant globális pénz- és tőkepiaci válságot, illetve a 2011-es európai adósságválságot követő években, mikor Brüsszel igyekezett a korábbiaknál jóval szigorúbban betartatni az uniós szabályokat. A gazdaságot jelentős mértékben támogató EU-források elvesztését a kormányzat nem kockáztathatta, így érdemben és tartósan kellett konszolidálnia a költségvetést.

A költségvetési konszolidációt olyan módon kívánta végrehajtani a kormányzat, hogy lehetőleg ne érintse negatívan a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét, ugyanakkora legnagyobb bázison álló – a multinacionális nagyvállalatok bevonásával történő –, igazságos közteherviselés alakuljon ki. E fiskális mozgástér megteremtésének egyik legfőbb alapját az alternatív, ún. unortodox költségvetési eszközök (pl. a pénzügyi, a kiskereskedelmi, a telekommunikációs és az energiaszektort terhelő különadók) alkalmazása biztosította. A másik alappillért pedig a forgalmi típusú adónemek mértékének növelése adta (pl. a jövedéki adók és az áfa felső kulcsának emelése). A fogyasztást terhelő adók szerepének növelésével párhuzamosan kiemelt gazdaságpolitikai cél volt a munkajövedelmeket terhelő magas adók csökkentése is. Az adószervezet átalakításának ezen iránya egybeesik azon versenyképesség-növelő koncepcióval, valamint nemzetközi tapasztalatokkal és ajánlásokkal, amelyek az adószervezet súlypontjának eltolását célozzák a jövedelem típusú adók felől a forgalmi típusú adók irányába. A 2010 utáni költségvetési politika kiemelten ügyelt a szemlélet következetes érvényesítésére, aminek eredményeképpen az adózás két típusa 2015-re már közel azonos súlyt képviselt a magyar adórendszerben (6. ábra).

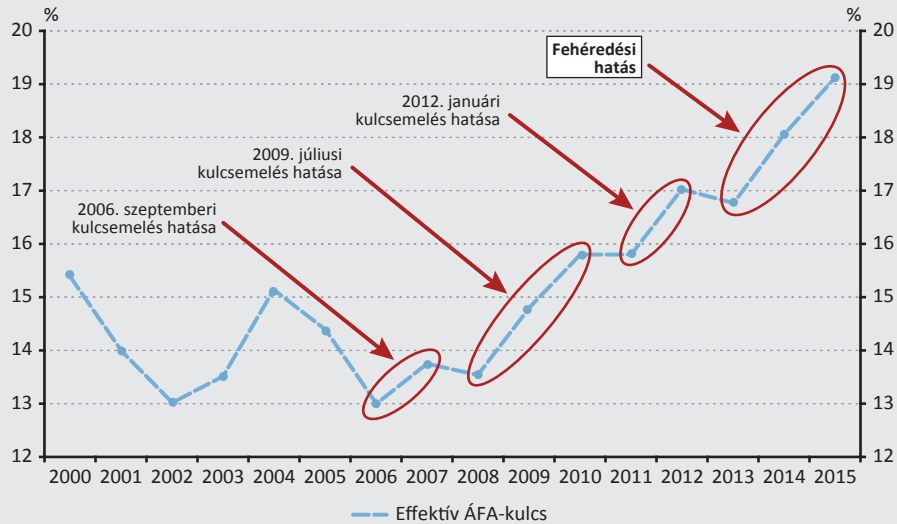
A fogyasztási adók súlyának növelését érdemben támogatta továbbá a kiskereskedelmi szektor tranzakcióinak online pénztárgépekkel történő bekötése a NAV-adatbázishoz. A gazdaság fehéredésében szignifikáns szerepet játszik ez a lépés, amit a kiskereskedelmi forgalom növekvő bővülése mellett az effektív áfa-kulcs becsült mértékének 2014–2015-ös emelkedése (2 százalékpont) is jól mutat (7. ábra). Ez azt jelenti, hogy az áfa kulcsának emelése nélkül sikerült növelni a fogyasztáshoz kapcsolódó forgalmi adóbevételeket, ami egyben csökkentette a szabályosan adózó vállalkozások versenyhátrányát az adóelkerülőkkel szemben.

6. ábra
A magyar adószervezet változása



Megjegyzés: Eurostat-adatok 2012-ig állnak rendelkezésre, a 2013–2015-ös adatok MNB-számítás.
Forrás: Eurostat, MNB

7. ábra
Az effektív áfa-kulcs alakulása, illetve változásának okai Magyarországon



Forrás: MNB

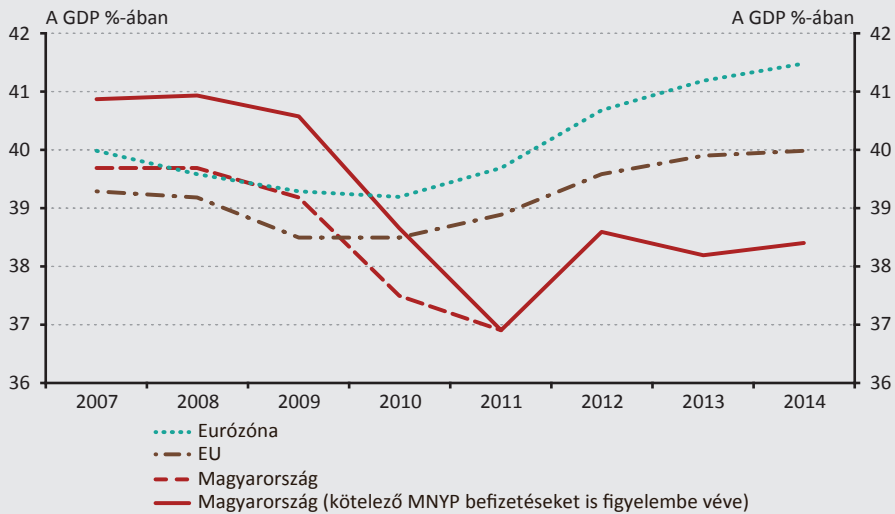
A 2010 utáni költségvetési politika kiemelten támogatott társadalmi, gazdasági célcsoportjai – az 1998–2002-es ciklushoz hasonlóan – újra a családosok, valamint a kis és közepes méretű vállalati (kkv) szegmens voltak. A családok jövedelmi helyzetének javítása céljából a kormányzat megteremtette az egykulcsos, arányos személyi jövedelemadó (szja) rendszert, valamint bevezette és fokozatosan bővíti a gyermeket vállaló családokat nagyban támogató családi adóalap-kedvezmény intézményét. Az egykulcsos szja-rendszer bevezetése nem csak az élől munkán lévő terhek csökkentését szolgálja, hanem a marginális adókulcsok régiós szintre csökkentésével ösztönzi a munkaintenzitást és csökkenti a jövedelemeltitkolást. Az szja-rendszer mellett bevezetésre került továbbá a Munkahelyvédelmi Akcióterv is, amely keretein belül a kormány célzottan segíti a munkaerőpiacon jellemzően hátrányosan érintett csoportok (25 év alatti és 55 év feletti munkanélküliek, gyed-/gyesről visszatérő anyák, szakképzetlenek és tartósan munkanélküliek) foglalkoztatását azáltal, hogy jelentősen csökkentette az utánuk fizetendő munkáltatói járulékot.

A kkv-szektor profitabilitásának és versenyképességének javítását a kedvezményes (10 százalékos) társasági adókulcs – a sávhatár 500 millió forintba emelésével biztosított – jelentős kiterjesztésével és a kedvezményes kisvállalkozói adózási formák (kata, kiva) bevezetésével támogatta a kormány.

Míg a költségvetési egyenleg bevételi oldalának növelését az újszerű eszközökkel támogatott adó- és nyugdíjreform, valamint az – elhúzódó globális reálgazdasági dekonjunktúra ellenére – élénkülő és fehéredő hazai gazdaság alapozta meg, addig a kiadási oldal szerkezetváltását, kiigazítását a Széll Kálmán Tervek megvalósítása biztosította. E programok egyik kiemelt célja volt, hogy a 2010-ig túlzóan laza szociális rendszert feszesebbé tegye, és a munkaerőpiac inaktív csoportjából minél több dolgozni képes munkaerőt tereljen az aktívák közé, ugyanis 2010 előtt hazánk aktivitási és foglalkoztatási rátája az egyik legalacsonyabb volt Európában. A közmunkaprogram kiterjesztése, állami felfuttatása és oktatási programokkal való kibővítése szintén fontos eleme volt a „segély helyett munkát” biztosító gazdaságpolitikának.

A költségvetés mindkét oldalának érdemi átstrukturálása eredményeképp 12 év után először, 2012-ben ismét többletet mutatott az államháztartás GDP-arányos elsődleges egyenlege, és érdemben 3 százalék alá, 2,3 százalékra csökkent az államháztartás GDP-arányos hiánya, ami az azt követő években is hasonló szinten stabilizálódott (1. ábra). Külön eredmény, hogy úgy sikerült végrehajtani az állami költségvetés átstrukturálását és konszolidációját, hogy a teljes adóterhelés GDP-hez viszonyított aránya az Eurostat adatai szerint mintegy másfél százalékponttal, a kötelező magánnyugdíjpénztári tagdíjakat is figyelembe véve pedig hozzávetőlegesen 2,5 százalékponttal csökkent a 2010-es kormányváltást megelőző időszakhoz képest, és ezzel az uniós átlag alá mérséklődött (8. ábra).

8. ábra
Az adócentralizáció alakulása Magyarországon és az Európai Unióban 2007 és 2014 között



Forrás: Eurostat, MNB

A költségvetési fordulat következtében 2013-ban, 9 év után Magyarország kikerült az Európai Unió túlzottdeficit-eljárása alól. Ez azért jelentős eredmény, mert nemcsak az EU-s források felfüggesztésével kapcsolatos állandó gazdaságpolitikai fenyegetettség szűnt meg, hanem e döntés által a magyar kormány költségvetési politikája – a kritikák ellenére – nemzetközi szinten is eredményesnek lett minősítve.

A túlzotthiány-eljárásból való kikerülésben szerepet játszott a jegybanki eredmény (várható) alakulása is. Jól mutatja az akkori jegybanki és költségvetési politika elmentését, hogy 2012 végén az MNB a következő évre 203 milliárd forintos jegybanki veszteséget jelzett előre, amely alapján az Európai Bizottság további költségvetési kiigazítást tartott szükségesnek. A 2013 márciusában hivatalba lépő új jegybanki vezetés azonban megmutatta, hogy ez elkerülhető, és az MNB a 2013-as évet végül nyereséggel zárta.

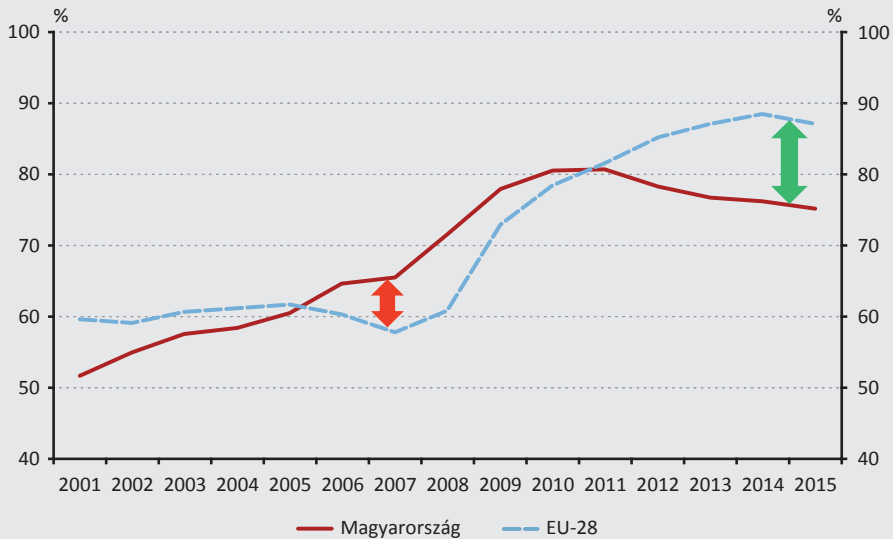
Az államháztartási hiány fenntartható konszolidálása és a gazdasági növekedés ösztönzése, beindítása irányába tett kormányzati lépések következtében a GDP-arányos államadósság 2010–2011-re stabilizálódott, majd 2012-től fokozatosan csökkent a pénzügyi, gazdasági és adósságválság okozta európai dekonjunktúra dacára.¹⁰ A 2011-ben historikus csúcson álló, 80 százalékos feletti adósságráta a 2015. év végére öt és fél százalékponttal mérséklődött (5. ábra). Ezzel párhuzamosan az álla-

¹⁰ Baksay–Szalai (2015)

madósság devizaaránya is folyamatosan és nagymértékben csökkent: 2011-ben érte el historikus csúcsát (52 százalék) majd 2015 végére 35 százalékra süllyedt, ami becslésünk szerint 2016 második negyedévében elérhette a 32 százalékot az EU–IMF hitelcsomag utolsó részletének törlesztésével.

Érdemes megjegyezni, hogy az Európai Unió 28 tagállamának átlagos adósságrátája 2008-ban még mintegy 11 százalékponttal alacsonyabb szinten állt a magyarénál, ám az Unió átlagos GDP-arányos állami eladósodottsága a magyaréval ellentétben folyamatosan nőtt, megközelítve a 90 százalékos szintet. 2014 végén már több mint 12 százalékponttal volt magasabb az EU átlagos adósságrátája, mint a magyar, amely különbség 2015-ben is fennmaradhatott, az EU átlagos adósságrátájának várható mérséklődése ellenére (9. ábra). A 2002 és 2010 között növekvő magyar adósságtrendből kiolvasható, hogy Magyarország nem tudott élni a 2000-es évek globálisan kedvező konjunkturális lehetőségével, és még a külső hitelfelvételből finanszírozott (átlagosan 4 százalék körüli) reálgazdasági növekedés és a jellemzően cél feletti infláció sem volt képes ellensúlyozni az akkor huzamosan magas (átlagosan 6–7 százalékos) költségvetési hiányok adósságnövelő hatását.

9. ábra
A GDP-arányos államadósság alakulása Magyarországon és az Európai Unióban



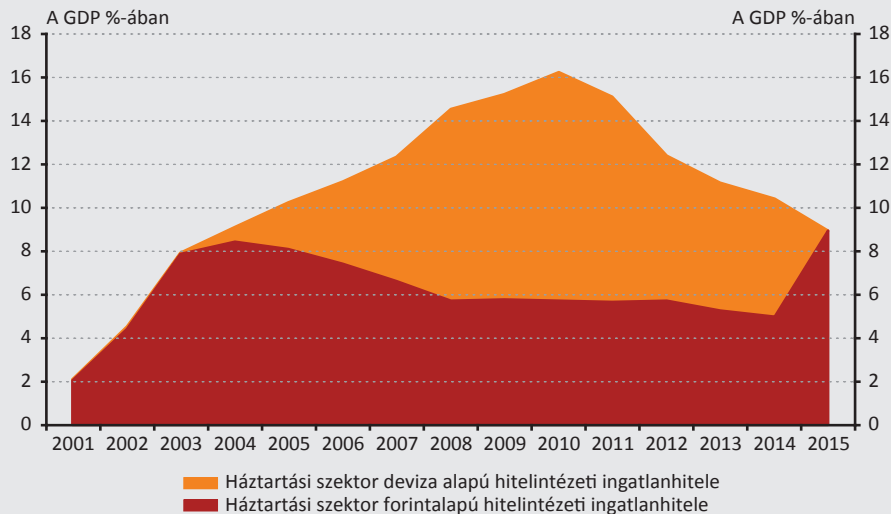
Megjegyzés: Az uniós idősor esetében nem állt még rendelkezésre 2015-ös tényadat, így annál az Európai Bizottság legfrissebb 2015-ös becslését használtuk.

Forrás: Ameco, MNB

A teljes körű fiskális konszolidáció mellett a devizaadóssok megmentése és a deviza alapú hitelezés fokozatos kivezetése kiemelt gazdaságpolitikai prioritás volt. Ezt az indokolta, hogy 2010-re a magánszektor hiteleinek többsége már devizában volt denominálva, ami nagymértékben árfolyam-érzékennyé tette a teljes magyar gazdaságot. Amellett, hogy a devizahitelek ilyen mértékű elterjedése jelentős mértékben rontotta a hazai monetáris politikai transzmisszió mechanizmusának hatékonyságát, egyúttal rendkívüli – nemzetközi összevetésben is kimagasló – makropénzügyi sérülékenységet is eredményezett. Jelentőssé vált ugyanis a gazdaság árfolyam-érzékenysége: egy esetleges árfolyamgyengülés mellett a hiteladósok tehernövekedése számottevően rontotta a háztartások és vállalatok jövedelmi pozícióit, profitabilitásukat, s emellett e jelenség szignifikáns és rendszerszintű kockázatot is jelentett a pénzügyi rendszer egészére is, ami tükröződött abban, hogy a 2008-as globális válság kirobbanását követően nagy ütemben emelkedett a nem teljesítő hitelek aránya. A legnagyobb problémát a lakossági szegmens deviza alapú jelzáloghitelei jelentették, ugyanis e hitelek súlya 2003 után jelentősen megugrott (10. ábra), és az ezekhez kapcsolódó növekvő törlesztési terhek százezrek lakhatásának elvesztésével fenyegettek.

10. ábra

A háztartási szektor hitelintézetektől felvett ingatlanhiteleinek alakulása



Forrás: MNB

A 2010-re elhatalmasodott probléma kezelésére a kormányzat első lépésben de facto betiltotta a lakossági deviza alapú jelzáloghitelezést és olyan intézkedéseket hozott, amelyek segítettek elkerülni a szociális katasztrófát. Moratóriumot hirdetett a kilakoltatásra, a végtörlesztéssel csökkentette a lakosság devizakitettséget, bevezette az árfolyamgát intézményét, és a szociálisan leginkább rászorulóknak részére felállította a Nemzeti Eszközkezelő társaságot. A kormányzat által nyújtott segítség 2012-ben még nem jelentett teljes megoldást, de széleskörűen és érdemben javított a hiteladósok helyzetén. A teljes megoldást ekkor a kormányzat még nem tudta elérni, mert a devizahitelek forintosításához a pénzügyi stabilitás megőrzése érdekében szükség volt arra, hogy a jegybank biztosítsa az átváltáshoz szükséges devizát a tartalékaiból. Ekkor viszont még a kormány nem számíthatott a jegybank segítségére.

A GDP-arányos államháztartási hiány és államadósság terén bekövetkezett pozitív fordulatok, illetve a külső eladósodás jelentős csökkenése következtében már 2012 folyamán érdemben javulni kezdett az ország kockázati megítélése. Hazánk javuló piaci megítélése nem csak a kockázati felárak (pl. CDS) csökkenésében, hanem az állampapírpiazi hozamok szignifikáns mérséklődésében is testet öltöttek (11. ábra).

A belső makropénzügyi egyensúly megteremtése érdemi mozgásteret teremtett, az inflációs kilátások mérséklődése (amelyben jelentős szerepet játszottak a kormányzati intézkedések) pedig szükségessé tette a monetáris politika lazítását 2012-ben. A jegybanki alapkamat csökkentése az akkori 7 százalékos szintről azonban csak „vonakodva”, a Monetáris Tanács (MT) akkori külső tagjainak – a belső tagokkal szembeni – szavazataival kezdődött el 2012 augusztusában. Az ezt követően több mint 3 éven át tartó kamatcsökkentési ciklusok mozgásterét tehát – a csökkenő infláció és az egyre horgonyzottabb inflációs várakozások mellett – a 2010 utáni fiskális konszolidáció okozta fokozatosan megszilárduló költségvetési hitelesség biztosította, amelyet természetesen a nemzetközi befektetők kockázatvállalási hajlandóságának globális erősödése is támogatott.

4. Megfelelő összhang a fiskális és a monetáris politika között, és az ebből származó eredmények (2013-tól)

2013 márciusában az új jegybanki vezetés hivatalba lépésével új korszak vette kezdetét a monetáris politikában, ami egyben új korszakot jelentett Magyarországon a fiskális és a monetáris politika együttműködésében is. Ettől kezdve a Magyar Nemzeti Bank (MNB) irányadó eszköze mellett innovatív, újszerű instrumentumok és

programok alkalmazásával igyekezett eleget tenni elsődleges céljának (árstabilitás elérése és fenntartása), továbbá a törvényben kitűzött feladatának megfelelően az elsődleges cél veszélyeztetése nélkül törekedett arra is, hogy támogassa „a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartását” és „a rendelkezésére álló eszközökkel a Kormány gazdaságpolitikáját” (2013. évi CXXXIX. törvény 3. § (2)). Prudens fiskális politika mellett ez az a megfelelő gazdaságpolitikai mix, ami Leeper modelljében is kedvező egyensúlyi kimenethez, mindkét gazdaságpolitikai ág céljainak eléréséhez (fenntartható költségvetés, árstabilitás) vezet.

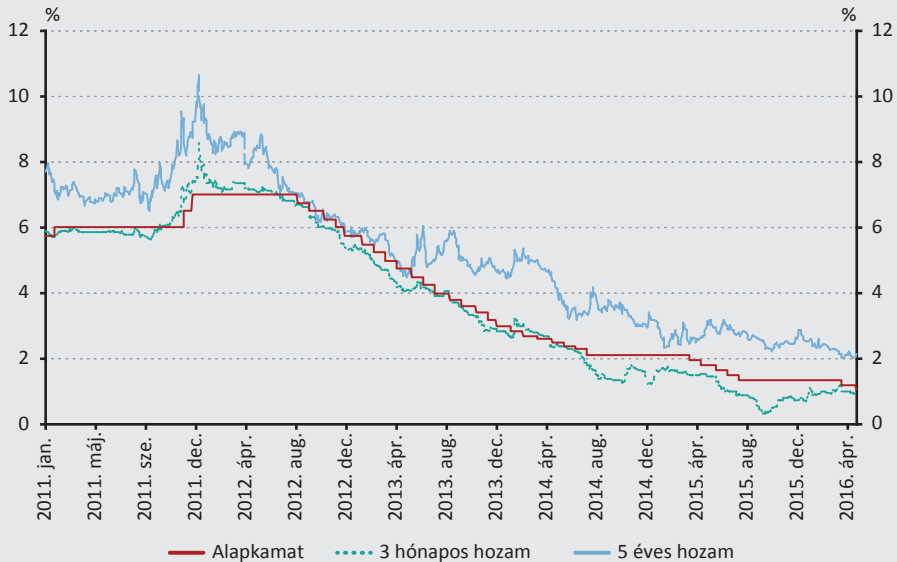
2013 óta a jegybank tevékenységének több aspektusa is kedvezően hatott a költségvetési politikára. Az alábbiakban ezen fő intézkedések és programok mentén mutatjuk be a monetáris politikai fordulat fő lépéseit és eredményeit: (i) a kamatcsökkentési ciklusok, (ii) a Növekedési Hitelprogram (NHP), (iii) az Önfelfinanszírozási program, (iv) aktív együttműködés a lakossági devizahitelek forintosításában, ami egyben a monetáris transzmisszió javítását is szolgálta, és legfrissebben (v) a Növekedéstámogató Program (NTP).

4.1. A monetáris politika reformja aktív és innovatív monetáris eszközök alkalmazásával

i. A kamatcsökkentési ciklusok. A 2013 előtt tartósan cél feletti infláció 2013-tól kezdődően hazánkban (és globálisan is) lecsökkent, részben az alacsony belső és külső kereslet, részben pedig a negatív költségsokkok miatt, ami másutt még deflációs veszéllyel is fenyegetett. Hazánkban e kockázat csak formálisan jelentkezett a negatív előjelű fogyasztói árindexek 2014–2015-ös megjelenésével, amelyben jelentős szerepe volt a hatósági árak – „rezsicsökkentés” néven ismert – több lépcsős kormányzati mérséklésének is (3. ábra). Az éves alapú fogyasztói árindex azonban már 2013 elején a 3 százalékos inflációs cél alá süllyedt, és az év végére gyakorlatilag lenullázódott, így az infláció mértéke jelentősen és tartósan elmaradt a monetáris politika által kívánatosnak tartott optimális szinttől. Ez önmagában szükségessé tette a monetáris kondíciók tartós lazítását, amelyet a potenciálistól elmaradó hazai reálgazdasági teljesítmény is indokolt.

E problémák kezelésére, azok mielőbbi orvoslására döntött úgy a jegybank új vezetése, hogy folytatja a külső tagok által 2012-ben megindított óvatos és következetes kamatcsökkentési ciklust. Az inflációs cél elérése és a reálgazdaság ezzel párhuzamos ösztönzése céljából a 2012 augusztusában még 7 százalékos alapkamat 2016. április végére 1,05 százalékra mérséklődött (11. ábra). Az irányadó ráta historikus mélypontra történő csökkentése több cikluson keresztül történt.

11. ábra
A magyar alapkamat és a másodpiaci állampapírhozamok alakulása 2011-től



Forrás: MNB, ÁKK

ii. *A Növekedési Hitelprogram.* A hazai reálgazdaság potenciálistól szignifikánsan elmaradó teljesítménye és a kereskedelmi banki mérleg-alkalmazkodás (deleveraging) miatt a banki hitelezési aktivitás jelentősen szűkült, ezért az MNB azt a döntést hozta, hogy újszerű eszközök bevetéséhez nyúl, így 2013 júniusában – a Bank of England „Funding for Lending” programjához hasonló, de attól számos tekintetben eltérő – jegybanki programot vezetett be „Növekedési Hitelprogram” (NHP) néven. E program keretén belül a jegybank 0 százalékos kamatozású refinanszírozási hitelt nyújt a kereskedelmi bankok számára, amit ők maximum 2,5 százalékos kamatmarzs mellett helyezhetnek ki a kkv-szektorban, az elmúlt időszakban olyan célokat támogatva, mint az új beruházások megvalósítása, forgóeszköz-finanszírozása, EU-s támogatások előfinanszírozása és devizahitel-kiváltás. A program két szakaszában mintegy 31 ezer vállalkozás több mint 2.100 milliárd forint hitelhez jutott. Az átmeneti eszközként bevezetett NHP tehát teljesítette azokat a piacépítési és növekedési célokat, melyeket a program meghirdetésekor az MNB kitűzött. Az NHP ugyanakkor egyre meghatározóbb szerepet tölt be a bankok standard termékkínálatában, ami hosszú távon a piaci alapú hitelezés helyreállítását gátolhatja. Ezért a jegybank 2016 elejétől elindította

a Növekedéstámogató Programot, ami az NHP fokozatos kivezetésével, valamint egy pozitív ösztönzést jelentő, új hitelprogram meghirdetésével a bankok piaci hitelezéshez való visszatérését segíti elő.

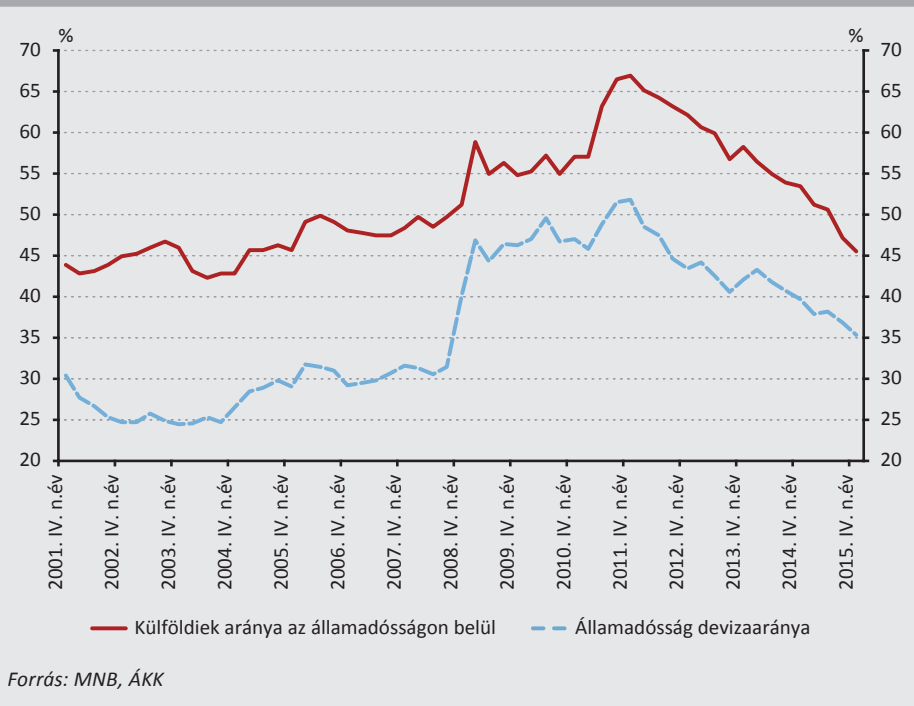
iii. Az *Önfinanszírozási program*. Magyarország külső sérülékenységének csökkentése céljából az MNB további nem-konvencionális eszközöket vetett be 2014-ben. A 2011 végéig folyamatosan növekvő magas külső és devizában denominált bruttó adósság szintjének mérséklését támogatja a jegybank „Önfinanszírozási programja”, amelyet az MNB 2014 nyarán indított meg és 2015–2016-ban több lépésben kiterjesztett.

A program keretein belül változott a jegybank irányadó eszköze, valamint az eszköztár egyéb elemei. Ezáltal az MNB azt kívánta elérni, hogy a hazai bankok a likvid forrásait az MNB sterilizációs eszköze helyett más likvid, fedezetként elfogadható nem jegybanki eszközben tartsák, ami a magyar pénzügyi piacok jellegzetessége miatt elsősorban állampapírt jelent. Az Önfinanszírozási program első lépéseként az irányadó kéthetes kötvény betét alakult, majd bevezetésre került a jegybanki feltételes kamatcsereeszköz (IRS), ami a kamatkockázat kezelésén keresztül tereli a hazai bankokat a hosszabb futamidejű nem jegybanki értékpapírok, kiemelten az állampapírok felé. A program 2015-ös második szakaszának meghirdetésével az MNB folytatta monetáris eszköztárának átalakítását, amivel érdekeltté tette a bankokat az irányadó jegybanki instrumentumban tartott forrásaik csökkentésére. Ennek legfőbb eleme a kéthetes irányadó eszköz futamidejének három hónapossá nyújtása volt, amit további intézkedések támogattak.¹¹

Az Önfinanszírozási program érdemben segítette a magyar gazdaság, és ezen belül az államadósság finanszírozási struktúrájának javítását, a belső forrásokra támaszkodás erősítését, ami számottevően csökkenti hazánk makropénzügyi sérülékenységét. A belföldi finanszírozás ösztönzésén túl az Önfinanszírozási program lehetővé teszi azt is, hogy az adósságkezelő a devizalejáratának nagy részét forintforrásból finanszírozza, ami által az államadósság devizaaránya és az adósság árfolyam-kitettsége jelentősen csökken (12. ábra).

¹¹ Az Önfinanszírozási program keretein belül végrehajtott eszköztár-módosítás további fontos elemei a kéthetes betét fokozatos korlátozása, illetve 2016. április végi kivezetése, valamint a jegybanki IRS-eszközök.

12. ábra
A külföldi tulajdon és a devizarész aránya a magyar államadósságon belül 2001-től



iv. *A lakossági devizahitelek forintosítása.* A gazdaságpolitika két fő ága közötti közvetlen csatornákon, illetve az egymásra kölcsönösen gyakorolt hatásmechanizmusokon túl egyéb területeken is nélkülözhetetlen a konstruktív viszony. A fiskális és a monetáris politika által együttesen érintett gazdaságpolitikai területre jó példa a lakossági devizahitelek forintosítása. A kormányzat devizahitelesek megmentését célzó intézkedéseinek bevezetésekor, illetve e rendszerszinten is jelentős – többek között monetáris transzmissziós, pénzügyi stabilitási és növekedési – kockázatokat hordozó konstrukció piacról való kivezetésekor ugyanis a jegybank kulcsszerepet játszott. A hazai bankrendszer csúcshintézményeként az MNB aktív, sőt kezdeményező részt vállalt a bankszektor és a kormányzat között zajló egyeztetésekben, a szakmai iránymutatásban, és a lakossági devizahitelek kivezetéséhez szükséges devizalikviditás biztosításában (mintegy 9,6 milliárd euró rendelkezésre bocsátásával).

Az időzítésnek, a szakmai felkészültségnek és a felek közti konstruktív egyeztetéseknek kulcsszerepe volt a lakossági devizahitelek sikeres kivezetésében.¹² A Kúria 2014. június 16-i jogegységi határozata adta meg a jogalapot az elszámolást és a forintosítást előkészítő és biztosító lépéssorozat megvalósításához. A végre-

¹² Kolozsi–Banai–Vonnák (2015)

hajtást számos szakmai vita és egyeztetés is megelőzte, ugyanis a devizahitelek kivezetésének számos lehetséges útja és ütemezése volt. Az MNB a devizatartalék-megfelelés magas szintje miatt az egylépes konverzió támogatása mellett döntött. A forintosítás jellegéből adódóan a konverziós árfolyamot előre rögzíteni kellett, amihez a három fél (a kormány, a bankok és az MNB) szoros együttműködésére volt szükség. A tervet ráadásul úgy kellett megvalósítani, hogy a forintosítás módjáról, az időzítésről és a rögzítés árfolyamáról a pénz- és tőkepiaci szereplők nem szerezhettek információt, ugyanis az erre potenciálisan épülő piaci spekulációk meghiúsíthatták volna a teljes és sikeres forintosítást.¹³

A lakossági jelzáloghitelek kivezetéséhez kapcsolódó jegybanki devizatenderekre 2014 őszén és 2015 elején került sor, a devizában denominált személyi és autóhitelek forintosítási tendereire pedig 2015 augusztusában és szeptemberében, azaz a 2015-ös évet úgy zárták a magyar háztartások, hogy mérlegükben gyakorlatilag nem maradtak devizahitelek.

- v. *A Növekedéstámogató Program.* A 2016. január elsejétől indult új, Növekedéstámogató Program (NTP) a bankok piaci hitelezéshez való visszatérését segíti elő, egyrészt az NHP fokozatos kivezetésével, másrészt a pozitív ösztönzést jelentő Piaci Hitelprogram (PHP) elindításával. A program célja, hogy az NHP kivezetésével párhuzamosan a bankok piaci hitelezésre való visszaállása zavartalanul menjen végbe, és hogy a vállalati, illetve a megcélzott kkv-hitelállomány 2016-ban 250–400 milliárd forinttal emelkedjen, ami 5–10 százalékos éves hiteldinamikának felel meg. Az NHP kivezető, harmadik szakaszában az MNB további kétszer 300 milliárd forint összegű forrást biztosít a hazai kkv-szektor hitelezésére (felerészben devizában). Emellett a Piaci Hitelprogram (PHP) pozitív ösztönzők segítségével kívánja támogatni a bankok hitelpiaci aktivitásának növekedését. Ennek részeként a jegybanki eszköztár kiegészült egy hitelezési feltételhez kötött kamatcsere-ügylettel (HIRS), illetve a banki likviditásmenedzsmentet támogató preferenciális betételhelyezési lehetőséggel. A célzott jegybanki eszközök az igénybevétel feltételein keresztül járulnak hozzá a hitelezés növeléséhez, ugyanis a programban részt vevő bankok vállalják, hogy az igénybe vett HIRS-állomány negyedével növelik a kkv-hitelállományukat. Az MNB dolgozik továbbá egy olyan vállalati hitelinformációs rendszer kialakításán, amely a hitelezési kockázatok minél pontosabb feltérképezését segíti elő a bankok számára.

4.2. A monetáris politikai fordulat kedvező növekedési és költségvetési hatásai

Az alapkamat-csökkentési ciklusok végrehajtása, az irányadó eszköz tartósan alacsony szinten tartása, valamint az NHP és PHP programok bevezetése és bővítése az árstabilitás elsődleges céljának elérése és megteremtése mellett a reálgazdaság ösztönzését, valamint a növekedési potenciál – a beruházás és a foglalkoztatás bővítésén keresztül megvalósuló – emelését is támogatják.

¹³ Nagy (2015)

A gazdaság monetáris eszközökkel történő dinamizálása ilyen helyzetben nem csak a jegybank céljainak elérését segíti, hanem a költségvetési politikáét is, amelyek egymást kölcsönösen erősítő folyamatok. A reálgazdaság bővülése során ugyanis nő a foglalkoztatottság, nő a bérkiáramlás, emelkedik a belső fogyasztási és beruházási kiadások volumene, ami növekvő forgalmi és jövedelemadó-bevételeket generál, miközben csökken a munkapiaci segélyekre fordítandó költségvetési kiadás. Mindez a költségvetési egyenleg javulását eredményezheti bevételi és kiadási oldalról egyaránt.

A GDP-arányos államháztartási egyenleg javulása csökkenti továbbá az államadóságrátát, ami javítja az ország kockázati megítélését. A javuló befektetői megítélés mérsékli a kockázati felárakat és a hozamgörbe csökkenését eredményezi. Így a költségvetés egyenlege már nemcsak az elsődleges egyenlegen, hanem a kamatkidások csökkenésén keresztül is javul. A hitelesség okozta hozamcsökkenés pedig ceteris paribus további mozgásteret teremt a kamatcsökkentésre, és folytatódik az újbóli visszacsatolás addig, amíg az infláció és a reálnövekedés el nem éri a gazdaság strukturális tényezői által kívánt optimális szintjét, ami a jegybanki alapkamat ennek megfelelő alkalmazkodásával jár.

A fenti hatások számszerűen is becsülhetők. Az MNB szakértőinek számításai szerint a jegybank monetáris politikájával 2013 óta a gazdasági növekedés közel felét támogatta, sőt a beruházások bővülésének támogatásán keresztül érdemben hozzájárult a potenciális GDP emelkedéséhez is. A jegybanki irányadó ráta csökkentése az elmúlt három évben jelentősen, mintegy másfél százalékkal növelte a magyar gazdaság teljesítményét, és több mint másfél százalékponttal járult hozzá az infláció célszint felé közelítéséhez.¹⁴ Ezt a folyamatot támogatta a Növekedési Hitelprogram által generált növekedési hatás, ami a becslések szerint a kamatcsökkentési ciklusokhoz hasonló mértékű gazdaságösztönzést biztosított 2013–2015-ben.¹⁵

Szintén jelentős a jegybanki politikának az állami kamatkidásokra gyakorolt hatása. A fegyelmezett hazai költségvetési politika miatt érdemben javuló kockázati megítélés, a jegybanki kamatcsökkentési ciklusok (összesen 595 bázispont) és az Önfelújítási program hatására az elmúlt több mint 3 évben jelentősen csökkentek a magyar állampapír-piaci hozamok (11. ábra). A 2012. augusztusi hozamokat feltételező alappályához képest 2015-ben több mint 300 milliárd forint, 2016-ban pedig 410 milliárd forint lehet a hozamgörbe csökkenéséből származó kamatmegtakarítás mértéke. Előbbi a GDP közel 1, utóbbi 1,2 százaléka, ami hosszú távon akár 1,7 százalékra is emelkedhet.¹⁶ A mérsékelődő kamatkidások nyújtotta fiskális mozgástér alkalmas lehet az ország versenyképességét tovább növelő programok megvalósítására a fegyelmezett gazdálkodás és alacsony hiány megtartása mellett

¹⁴ Felcser–Soós–Váradi (2015)

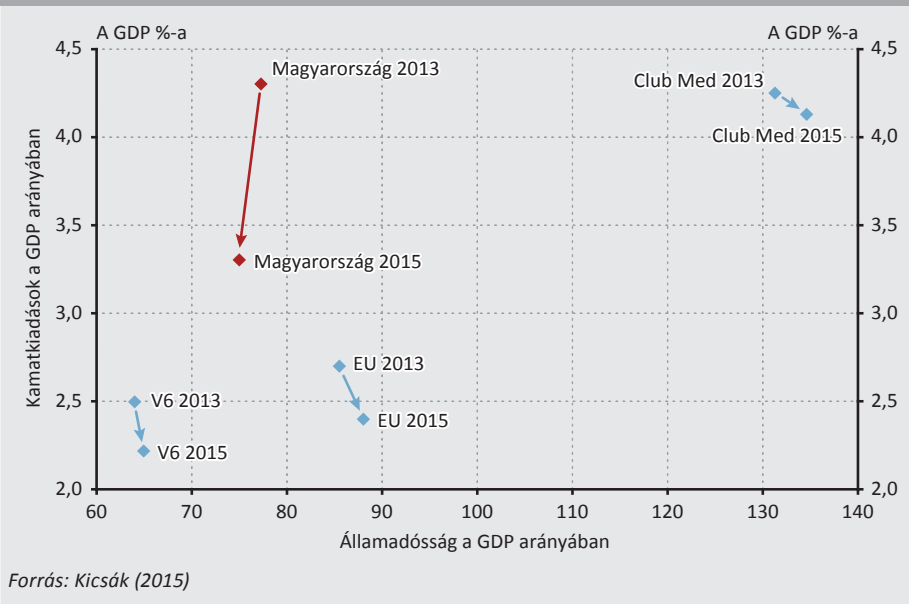
¹⁵ Magyar Nemzeti Bank (2016)

¹⁶ Kicsák (2015)

is. Az Európai Bizottság 2015-ös prognózisa szerint a magyar költségvetés kamatkiadásainak csökkenése 2013 és 2015 között régiós és uniós összevetésben is kiemelkedő lehet, valamint az adósságráta részben ebből fakadó csökkenése pedig egyedülálló (13. ábra).¹⁷

13. ábra

A kamatkiadások és az államadósság változása 2013-ról 2015-re



A hozamgörbe, illetve a jegybanksi irányadó instrumentum csökkenése azonban nem csak a költségvetés pozícióját tudja javítani, hanem a jegybanksi eredményt is. Ennek oka az, hogy a jegybanksi mérleg forrás oldalán található kötelezettségek jelentős része után a jegybank az irányadó kamatlábbal rendelkező sterilizációs eszközön keresztül fizet kamatot, amelynek a csökkenése javítja az MNB eredményét.

A 2012 augusztusában megindított kamatcsökkentések pozitív mellékhatása az, hogy segít elkerülni a jegybanksi veszteséget, így az ezzel járó költségvetési veszteségtérítést. A 2013-ban folytatódott kamatcsökkentések, illetve a korábban vártnál gyengébb árfolyam és magasabb konverzió (például IMF-hitel előtörlesztés) miatt emelkedő árfolyamnyereség hatására annulálódott a 2013 végére várt jegybanksi veszteség, sőt az MNB eredménye közel 30 milliárdos többletbe fordult, amelyet 2014-ben és 2015-ben is sikerült megtartani, elkerülve ezáltal, hogy a jegybanksi működés többletterhet jelentsen a költségvetés számára.¹⁸

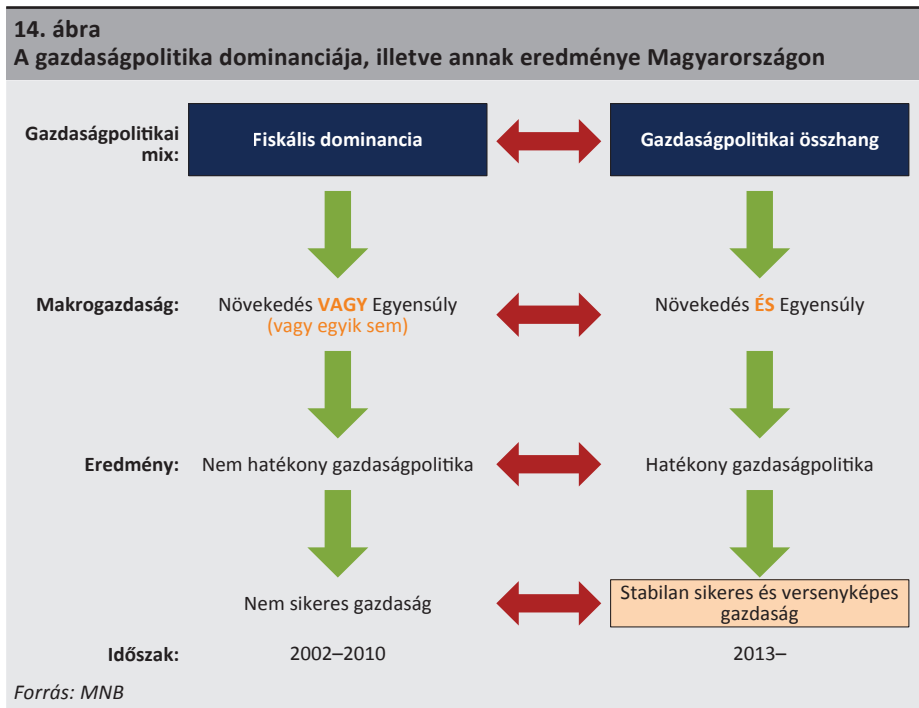
¹⁷ Kicsák (2015)

¹⁸ Matolcsy (2015)

5. Összefoglalás

A fiskális és a monetáris politika egymáshoz való viszonyulása, továbbá a két ág közti kapcsolódási pontok, egymásra hatások nem csak elméleti szinten, hanem a gazdaságpolitika hatékony vitele és a makrogazdasági folyamatok aktív alakítása szempontjából is érdemi szereppel bírnak. A túlzó fiskális dominancia miatt 2002 és 2010 között a magyar gazdaságban a fiskális egyensúly és a reálgazdasági növekedés egyszerre nem tudott érvényre jutni, sőt a 2007 és 2010 közti időszakban sem egyensúly, sem növekedés nem jellemezte hazánkat. 2010 után azonban két lépésben fiskális, majd monetáris fordulat következett be. Előbbi megteremtette a fiskális egyensúlyt, utóbbi pedig, építve a költségvetési stabilitásra, megtette a szükséges lépéseket az árstabilitás és a pénzügyi stabilitás eléréséhez. A két gazdaságpolitika között 2013 után megvalósult független, de konstruktív összhang hazánk makrogazdasági folyamatainak (reálnövekedés, infláció, foglalkoztatottság, államháztartási hiány, külső és belső eladósodottság, sérülékenység, kockázati megítélés) tartós javulásában is tetten érhető.

Összességében megállapítható, hogy a gazdaságpolitika két fő ága közti harmonikus és sikeres együttműködés nélkülözhetetlen alapja a makropénzügyi egyensúly és a dinamikus növekedés együttes megteremtésének (14. ábra).



Felhasznált irodalom

- Baksay Gergely – Szalai Ákos (2015): *A magyar államadósság jelenlegi trendje és idei első fél-éves alakulása*, 2015.11.05., <http://www.mnb.hu/letoltes/baksay-gergely-szalai-akos-a-magyar-allamadossag-jelenlegi-trendjei-es-idei-első-feleves-alakulasa.pdf>
- Blanchard, Olivier (2004): *Fiscal Dominance and Inflation Targeting – Lessons from Brazil*, NBER working paper No. 10389.
- Csajbók Attila – Hudecz András – Tamási Bálint (2010): *Lakossági devizahitelezés az új EU-tag-országokban*, MNB OP 87, 2010. augusztus.
- Davig, Troy – Leeper, Eric (2008): *Endogenous Monetary Policy Regime Change*. NBER International Seminar on Macroeconomics.
- Fan, Jingwen – Minford, Patrick – Ou, Zhirong (2014): *The Role of Fiscal Policy in Britain's Great Inflation*, Cardiff Business School Working Paper.
- Felcser Dániel – Soós Gábor Dániel – Váradi Balázs (2015): *A kamatcsökkentési ciklus hatása a magyar makrogazdaságra és a pénzügyi piacokra*, Hitelintézeti Szemle, 14. évfolyam. 3. szám, 2015. szeptember.
- Kicsák Gergely (2015): *Az állami kamatmegtakarítások jelentősen megnövelik a költségvetés mozgásterét*, 2015.11.05, <http://www.mnb.hu/letoltes/kicsak-gergely-az-allami-kamatmegtakaritasok-jelentosen-megnovelik-a-koltsegvetes-mozgasteret.pdf>
- Kolozsi Pál Péter – Banai Ádám – Vonnák Balázs (2015): *A lakossági deviza-jelzáloghitelek kivezetése: időzítés és keretrendszer*, Hitelintézeti Szemle, 14. évfolyam. 3. szám, 2015. szeptember.
- Leeper, Eric (1991): *Equilibria Under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies*. Journal of Monetary Economics. 27:129–147.
- Leeper, Eric – Leith, Campbell (2015): *Inflation Through the Lens of Fiscal Theory*. The Handbook of Macroeconomics.
- Magyar Nemzeti Bank (2016): *Félidejű jelentés 2013–2016*, <http://www.mnb.hu/letoltes/felidos-jelentes-2013-2016-hun-0303.pdf>
- Matolcsy György (2008): *Éllovasból sereghajtó – Elveszett évek krónikája*, Éghajlat Könyvkiadó Kft. 2008.

Matolcsy György (2015): *Egyensúly és növekedés*, Kairosz Kiadó 2015.

Matolcsy György – Palotai Dániel (2014): *Növekedés egyensúlytalanságok nélkül*, Polgári Szemle, 10. évfolyam 1–2. szám, 2014. március.

Nagy Márton (2015): *Forintosítás – hogy is volt ez?*, 2015.11.23., <https://www.mnb.hu/letoltes/15-01-28-nagy-marton-istvan-forintositas-hogy-is-volt-ez.pdf>

A pénz és a bankok ellentmondásos kezelése a makroökonómiában*

Ábel István – Lehmann Kristóf – Tapaszti Attila

Írásunkban arra teszünk kísérletet, hogy a lehető legegyszerűbben összefoglalva és egyes elméleteket esetenként bírálva olyan pénzülméleti aspektusokat emeljük ki, amelyek segítik a pénz létrejöttének és működési jellemzőinek megismerését. A pénzteremtést tekintve megkülönböztethetünk belső és külső pénzt. Belső pénz az, amit a magánszektor pénz iránti igénye és a bankszektor pénzteremtési potenciálja együttesen hív életre. Írásunkban elsősorban erre koncentrálnak. Az endogén pénzülmélet alapvetéseit követve mutatjuk be a bankok által teremtett pénz (hitel) és a pénzfolyamatok főbb jellemzőit. Külső pénznek nevezik azt a pénzt, amelyet az állam (nem magánszektor) teremt, és amelynek a létrejöttét nem, vagy csak közvetett módon befolyásolhatja a magánszektor pénzkereslete. Áttekintjük röviden a pénz keletkezésével kapcsolatos történeti folyamatot, összevetjük a kartalista és a metallista pénzfelfogás főbb elemeit, majd a pénzteremtésre koncentrálnak háromféle elméletet ismertetünk. E három elmélet a bankok pénzteremtésben játszott szerepét eltérő módon kezeli. A mai pénzfolyamatok leírására és a mai monetáris politika értelmezésére az endogén pénzülmélet alkalmas. Az endogén pénzteremtés keretrendszere alapján a hitelhez a bankoknak nincsen szükségük előzetesen megtakarításra, a hitelnyújtás önmaga pénzteremtésnek minősül.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E40, E50, E51, E59.

Kulcsszavak: endogén pénzülmélet, pénzteremtés, hitelpénz, pénzmultiplikátor, külső pénz, belső pénz

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

Ábel István a Budapesti Gazdasági Egyetem tanára, a Magyar Nemzeti Bank közgazdasági tanácsadója.

E-mail: abel.istvan@uni-bge.hu.

Lehmann Kristóf a Magyar Nemzeti Bank főosztályvezetője, a Budapesti Corvinus Egyetem adjunktusa.

E-mail: lehmannk@mnb.hu.

Tapaszti Attila a Magyar Nemzeti Bank vezető portfóliókezelője. E-mail: tapaszti@mnb.hu.

A kézirat első változata 2016. április 1-jén érkezett szerkesztőségünkbe.

A szerzők köszönetet mondanak két anonim lektornak a javaslataikért, valamint Kollarik Andrásnak és Szalai Zoltánnak az írás megszületését segítő közreműködésért.

1. Bevezetés

Az emberek saját tapasztalataikon, megfigyeléseiken alapuló mikroökonómiai képe a világról sokszor távol esik attól, ami a gazdaságban valójában történik. Nem azért, mert torzít a képük, szubjektívek, vagy a világvéjük ideológiai és vallási korlátai befolyásolják a látásmódot, hanem azért, mert nem érzékelhetik a makroökonómiai összefüggésekből adódó korlátokat, erőket és dinamikát. Jelzi ezt a problémát az a tény, hogy gyakran ugyanaz a közgazdasági kategória gyökeresen eltérő tartalmat tükröz makro- és mikroszemléletben. Közismert például, hogy a megtakarítás növelése az egyén szintjén dicséretes érdem, de makroszinten gyakran a recesszióból való kilábalás gátja, mert a keresletet mérsékli. Az eladósodáshoz az egyén szintjén a felelőtlenséget társítjuk, miközben a keresletet a hitelfelvétel növeli a legjobban, hiszen az emberek, ha nem akarnának költekezni, akkor adósságba sem vernék magukat. A megtakarítás és az adósság a pénzhez kapcsolódó fogalmak, így felmerül a gyanú, hogy a pénzzel kapcsolatos felfogásunkat hasonló ellentmondások terhelik. Írásunkban a pénzelméletek ellentmondásaival foglalkozunk. Röviden érintjük a pénz keletkezése körüli rejtélyek megfejtésére született javaslatok közül a legelfogadottabbakat. Az értelmezések ismertetése és az ezekkel kapcsolatos kételyek megfogalmazása során az a célunk, hogy közelebb kerüljünk a pénz keletkezésében a bankok szerepének értelmezéséhez.

A pénz a létrejöttétől napjainkig eltelt több mint két és félezer éves története során sok változáson ment keresztül. Létrejöttének körülményei mégis adhatnak támpontot a pénzzel kapcsolatos hiedelmek és a valóság különválasztásához. A modern ember számára a pénz keletkezésénél is fontosabb kérdés a pénzteremtés mechanizmusának értelmezése. A modern pénzteremtéssel kapcsolatban sok egymásnak is ellentmondó elmélet ma is jól tartja magát. A pénzteremtés helyes és pontos mechanizmusának felismerése a versengő tévhitek között azért fontos, mert csakis az igazolt elmélet – vagy legalábbis az az elmélet, amelyet a modern gazdaság tényei igazolni látszanak – adhat használható eszközt a kezünkbe ahhoz, hogy a jelen problémáit kezeljük, vagy legalább megértsük.

2. A pénz mint a tranzakciós költség csökkentését lehetővé tevő innováció

Ebben a részben a tankönyvekben szereplő általános közgazdasági felfogástól eltérő konklúzióra jutunk. A *tranzakciós költségek* csökkentésével kapcsolatos pénzelméletek ellen felhozott érvek alapvetően két kérdés tisztázatlanságára vezethetők vissza. Egyrészt tisztán kellene látni, hogy *kik közötti* tranzakciókat vizsgálunk, másrészt az is fontos elem, hogy a szereplőknek *milyen tranzakciói* képezik a vizsgálat tárgyát. Mindkét kérdés homályban marad a legtöbb pénzelméletben.

A közvetlen csere (barter) körülményes, nagyon megnehezíti az árucserét. Sok elmélet született, mely a pénz keletkezését arra vezette vissza, hogy lehetővé tette az áruk eladása és vétele közötti időbeli, térbeli és az érintett partnerek közötti különválást. Ha nem közvetlenül cserélünk árut árura, akkor az áru vevője nem kell, hogy egy más áru eladója legyen egyben, és hogy a cserére találjon egy olyan ritkán előforduló alkalmat, amikor az egyik eladó éppen azt akarja megvásárolni, amit a másik eladó éppen el kíván adni, és fordítva. Arról nem is beszélve, hogy az eladni kívánt és a venni kívánt áru értéke eltérhet, és a különbséget rendezésére az oszthatóság lehetősége nem áll rendelkezésre. E problémát hidalja át, ha a két árucseré között a pénz közvetít.

Fontos meghatározni, hogy a bartert mikor válthatja fel a pénz a cserében. A pénznek értékkel kell rendelkeznie ahhoz, hogy az eladó elfogadja. De mi ad értéket a pénznek? Tegyük fel, hogy az arany képviseli az értéket. Ilyen megfontolások alapján virágzott fel és terjedt el a metallista árupénzelmélet. Kézenfekvő feltételezés lenne, mégis meglepő módon szinte soha nem fordult elő a történelemben, hogy az aranyrög fizetési eszköz legyen (leszámítva a kaliforniai aranyláz időszakát). Goodhart (1998:411) ezt a cserét a barter körébe sorolta, mert szerinte az aranyrög pénzfunkciójához hiányzott mind az eladó, mind a vevő tudása arról, hogy mi az értéke az aranyrögnek, miközben mindketten tisztában voltak a bab értékével¹. Az aranyrög értékének kiderítéséhez szakemberre volt szükség, ami egyszerre növeli a tranzakció lebonyolítási idejét és költségét. Gerson (1977) igazolta, hogy a nemesfém a történelemben akkor jelenik meg fizetőeszközként, amikor a pénzverés. Ez arra enged következtetni, hogy maga a pénzverés által az ércre felvitt jel éppen az érték meghatározás problémáját oldja meg. A veret az értéket jelzi, így nem kell minden esetben méricskélteni a fém tömegét és analizálni összetételét. A veret tehát az azonosítás, az identifikálás nehézségeit oldja meg. A verettel együtt azonban egy újabb elem jelenik meg, nevezetesen az a hatalom, akinek a törvény biztosítja azt a jogot, hogy pénzveréssel is foglalkozhasson. Ezzel azonban már eljutunk a metallista árupénz fogalmából a kartalista pénz értelmezéséhez. A kartalista pénzelmélet szerint a pénz „értéke és hasznossága” nem a belső fémtartalommal, hanem a hatalommal van összefüggésben. Ha a veret azonosít, akkor innen már csak egy lépés, hogy a fémtartalomnak a jelentősége megszűnjön, és akár papírnyomattal lehessen helyettesíteni az aranyat. A pénz értéke eszerint nem a fémtartalom értékéből ered.

Az államhatalom tranzakciós költségcsökkentő hatása támogatta a pénz elterjedését és a pénzteremtést. A történelemben számos olyan esetről tudunk, amely arra

¹ Goodhart (1998) részletes áttekintést ad a pénz eredetéről és természetéről, írása nagy hatással volt itt közölt munkánkra. A pénz történetét egy más nézőpontból, a biztonságos pénzügyi eszköz (safe asset) funkcióból kiindulva Gorton (2016) mutatja be, részletesen tárgyalva korunk globális pénzügyi válságának eseményeit, melyek éppen ennek a funkciónak a központi jelentőségét indokolják.

utal, hogy a pénz létrejötte nem is az egyének közötti cseréhez kapcsolódik.² Erről bővebben tájékoztat *Quiggin (1949)*, aki az ősi társadalmakban előforduló „primitív” pénzfunkciókat tekinti át. Itt a pénz nem kereskedelmi célokat szolgált, hanem a pénzfunkció hatalmi vagy státusz vonatkozása dominált, más szóval a pénz létrejötténél a hatalmi elem fontosabb, mint a tranzakciós elem. Ebből a szempontból a tranzakciósköltség-csökkenési hatás egy járulékos előnye volt a pénz megjelenésének és nem maga az eredendő célja vagy indoka. A könyvelésben (gazdasági tranzakciókban) jártas olvasó tudja, hogy a pénzteremtés azonos az adósságvállalással. A mérleg eszköz oldalán megjelenik a pénz, a forrás oldalra meg elkönyveljük az adósságvállalást. Amikor a pénzből várat épít a király, akkor az eszköz oldalán a pénze átváltozik kőhalommá, de a forrás oldalán megmarad az adóssága, ami nem más, mint az arra vállalt kötelezettség, hogy az általa vert pénzt elfogadja az alattvalók kötelezettségeinek teljesítésére. Ez olyasmi, mint amikor a magyar állam ezzel megbízott intézménye forint bankjegyet nyomtat, amit szigorú törvények szabályoznak, de ugyanilyen szigorú törvény írja elő azt is, hogy adót, illetéket meg minden állami szolgáltatás ellenértékét csak és kizárólag forintban lehet teljesíteni. A pénz egyik legjelentősebb innovációs értéke az, hogy az adószedés hatékonyságát javítja. Amíg a hatalom birtokosának fiskális funkcióját olyan fizikai kényszerűség korlátozta, hogy az év során végig kellett látogatnia és végigennie udvartartásával a birodalma általa feleslegnek minősített produktumát ahhoz, hogy azt magáévá tegye, nagy kiterjedésű birodalmak nem jöhettek létre, még akkor sem, ha az udvartartás közben bővült.

A kartalista pénzelmélet a pénz adószedést megkönnyítő funkciójában látja a kulcsot a pénz létrejöttére. A kartalisták elvetik a metallista elmélet azon kiindulását, hogy a pénz értéke az érctartalmából vagy az arany fedezetéből származna. Ez az elmélet a pénzt nem csereértékkel rendelkező egyfajta árunak tekinti és nem is a csereeszköz funkcióját hangsúlyozza, hanem a fizetési eszköz és nyilvántartási funkcióját. A metallista elméletben a piaci funkció a meghatározó, az államnak nincsen jelentős megkülönböztető szerepe sem a pénz létrejöttében, sem annak funkcióiban. A kartalista elmélet ezzel szemben bármilyen jellegű „fizetési eszköz” általánosan elfogadott pénzként való megjelenését egyenesen abból eredezteti, hogy a hatalom előírja, hogy bizonyos kötelezettségeket kizárólag ebben a pénzben kötelesek számon tartani és az állam számára megfizetni az emberek, valamint a szervezetek. Például a király a háborút úgy finanszírozza, hogy a katonáinak fémpénzt ad, majd az alattvalókra adót vet ki, előírva, hogy mindenki köteles egy fémpénzt befizetni a kincstárba. Ettől a fémpénz azonnal forgalomképpé vált, az adófizetők igyekeznek áruért cserébe beszerezni azt. A fém egyik oldalára verett jel éppen ezt az érték meghatározást szolgálja. *Graeber (2011)* és *Gierson (1977)*

² *Clower (1984)* számos problémára hívta fel a figyelmet azzal kapcsolatban, hogy a pénz létezésének motívumait valamiféle tranzakciósköltség-csökkenésből vezessük le. Az oszthatóság, a tartósság és a szállíthatóság kétségtelenül előnyös tulajdonságok, de magának a pénznek a léte ebből még nem vezethető le.

egyaránt meggyőződéssel említi e hipotézist. Graeber szerint az önálló értékkel rendelkező pénzt használó metallista pénzrendszerek és az önálló értékkel nem rendelkező kartalista pénzrendszerek a történelemben ciklikusan váltakozva jelentek meg. Azok a korszakok, amelyeket kiterjedt konfliktusok, háborúk jellemeztek, az önálló értékkel rendelkező pénz elterjedésének korszakai voltak, köszönhetően a gyengülő központi hatalomba vetett bizalom csökkenésének.

A pénz kartalista felfogása több neves közgazdász művében is feltűnik. Megjelenik például Adam Smithnél³: „A herceg, aki azt vezetné be, hogy az adói egy bizonyos részét egy meghatározott fajta papírpénzben fizessék, ezzel bizonyos értéket ad ennek a papírpénznek, még akkor is, ha a pénz forgalomba hozásának és visszaváltásának minden feltétele kizárólag a herceg akaratától függ.” (idézi Bell 2001:154). A kartalista pénzelmélet általános kifejtését Knapp⁴ adta meg. Bell úgy összegzi Knapp bonyolult érvelésének lényegét, hogy az adófizetésre és az állami hivatalokban végzett szolgáltatások ellenértékének kifizetésére használt pénz törvényi megválasztásánál annak semmilyen fémmel kapcsolatos jellemzője nem játszik szerepet, így az elmélet a metallista pénzelmélet cáfolataként jelenik meg. A pénz tehát azért válik általánosan elfogadott fizetési eszközzé, mert ezzel teljesíteni tudják az állam felé fennálló kötelezettségeiket. Az állam által fizetés céljára deklarált jegy⁵ a pénzjegy.

A gazdasági elszámolásokban (könyvelésben) magától értetődik, hogy minden egyes tranzakció tükörkép változásként regisztrálódik valamely érintett eszköz vagy forrás kimutatásának oldalán. Az állam, amikor pénzt teremt, adósságot vállal. Amikor az állam bért fizet vagy terméket vásárol, akkor e kiadását adósságkibocsátással finanszírozza. Csak úgy tud adósságot vállalni, ha van valaki, aki elfogadja az adósságpapírját (államkötvény, papírpénz). Vagyis ennek értékkel kell rendelkeznie, amit az adófizetés ebben a pénznemben való befizetési kötelezettsége ad. Az egyén azt a jegyet tekinti pénznek, amit fel tud használni az állammal szembeni kötelezettségei kiegyenlítésére. Az ilyen jegyet mindenki fel tudja erre használni, így ez általánosan elfogadott fizetési eszköz is egyben. A magánszektor elfogadja az állam adósságjegyét, azt a saját könyveiben eszköznek tekinti, amiből adót (adósságot) fizethet. Az állam könyveiben ugyanez a pénz adósság, kötelezettség arra, hogy a kibocsátott pénzt az állam visszaveszi, például adófizetési kötelezettség teljesítésére elfogadja.

A pénzteremtés a kibocsátó eladósodása, a jövedelemcentralizáció eszközének megteremtése. Azzal, hogy az általa kibocsátott adósságot megtestesítő papírt széles

³ Smith, A. (1952 [1776]): *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, The University of Chicago, *Great Books of the Western World* 36, *Encyclopedia Britannica*, Chicago.

⁴ Knapp, G. F., (1905 [1905]): *The State Theory of Money*. Macmillan, London, 1924 a translation of the 4th German edn., 1923; 1st German edn.

⁵ A kartalista szó eredete a latin Charta szóra vezethető vissza, ami lényegében papírt jelent. Bell (2001:155) idézi Knapp érvelését, hogy a ruhatárban a kabátra kapott ruhatárjegy értékét az adja, hogy a kabát visszaadására vonatkozó ígérvényt testesíti meg.

körben értékkel rendelkező fizetőeszköznek tekintsék, elég annyit tennie az államnak, hogy ebben írja elő az állam irányában fennálló kötelezettségek teljesítését. Ez gyakorlatilag nem más, mint hogy elismeri a saját adósságát. A pénz értéke tehát semmilyen kapcsolatban nincsen semmiféle „fedezettel” vagy bármiféle magától való belső pénzérték jellemzővel, az pusztán az állam felé fennálló fizetési kötelezettségek teljesítésére történő, hivatalosan előírt elfogadásból magából is levezethető. A kartalista pénzfelfogás legfontosabb jellemzője, hogy a fizetési funkciók mellett alkalmas a számviteli funkció ellátására azáltal, hogy a pénz a mérleg mindkét oldalán megjelenik. A pénz ilyen értelemben azt testesíti meg, hogy az egyik fél beleegyezik abba, hogy egy másik fél adósságát a portfóliójában tartsa. Az én pénzem az állam adóssága (Wray 1998).

Az állam döntő szerepet játszhat abban, hogy a pénz pénzzé váljon, de ez nem szükséges feltétele a folyamatnak. Foley (1987) rávilágított arra, hogy bárki teremthet pénzt adósságvállalással, de ehhez az is szükséges, hogy az elfogadói oldal az így teremtett pénzt a fizetési forgalomban elfogadja. Ahhoz, hogy az általam kibocsátott adósság pénzteremtés lehessen, elengedhetetlen, hogy az adósságomat elfogadják mások. A posta, amikor bélyeget bocsát ki, adósságot, később teljesítendő kötelezettséget vállal arra, hogy a bélyeggel ellátott küldeményt eljuttatja a címzetthez. Ez a bélyeg innentől értékkel rendelkezik, akinél éppen van, annak ez kartalista értelemben egy fizetési eszköz, még akkor is, ha csupán a postai szolgáltatásért fennálló fizetési kötelezettségét tudja vele teljesíteni. Mivel bélyeggel nem lehet adót fizetni, ez egy lényeges korlátozás, és ezért nem válhat a bélyeg általános fizetési eszközzé.

A bankok is képesek általánosan elfogadott pénzt teremteni, mert a bankhitelből is fizethetünk adót. Fontos azonban kiemelni, hogy a bankszektor pénzteremtési potenciálja korlátozott, hiszen a hitelkereslet olyan tényezőktől függ, amelyeket ugyan befolyásolhatnak állami döntések, de alapvetően gazdálkodási megfontolások motiválnak. Mivel a bankszámlára utalt pénz adófizetésre is alkalmas, így általánosan elfogadott pénz, ezért a bankok is pénzteremtési funkcióval rendelkező szervezetek. Ez akkor válik igazán világossá, ha szemügyre vesszük magát a banki pénzteremtési folyamatot. A makroökonómia, a pénzügyek és a banküzemtan szempontjából is lényeges kérdés, hogy a bankok már meglévő pénzt közvetítenek a megtakarítók és a hitelfelvevők között, vagy tevékenységük során maguk teremtik a pénzt. Ennek messzemenő következményei vannak a mikro- és a makroprudenciális szabályozásra és a bankfelügyelet feladataira nézve egyaránt.

A kartalista pénzelmélet bemutatásával a célunk a hagyományos pénzelméleti alapvetések megkérdőjelezése volt, valamint az államnak a pénz létrejöttében játszott szerepének alátámasztása. Véleményünk szerint az állami intézmények (jegybank, szabályozó hatóságok) kulcsfontosságúak, de a később bemutatott endogén keretben sok esetben nem meghatározó, hanem inkább az adott gazdasági helyzethez alkalmazkodó szerepet töltenek be a pénzteremtésben.

2.1. A pénzteremtés három elmélete⁶

A bankok és a pénz makroökonomiai összefüggéseit tárgyaló elméletek közül a három legfontosabb típussal foglalkozunk itt. Az egyik elmélet szerint a bankok pusztán a megtakarításoknak a hitelfelvevőkhöz történő közvetítését végzik, a pénzteremtéshez semmilyen formában nincsen közük. A bankok nem pénzt, hanem likviditást teremtenek azzal, hogy rövid forrásokból hosszú lejáratú hiteleket nyújtanak⁷. Ezt az elméletet a bankrendszer *pénzügyi közvetítési elméletének* nevezzük. Ezt a felfogást tekinthetjük az utóbbi évtizedekben általánosan elfogadott nézetnek, ezért ennek bemutatásával kezdjük az alábbiakban az elméletek ismertetését. Az elméletek másik csoportja azt hangsúlyozza, hogy a bankok egyénileg valóban nem képesek pénzteremtésre, hiszen bankjegyet nem nyomtathatnak, de a bankrendszer egésze a pénzmultiplikátoron keresztül, melyet a jegybanki tartalékráta határoz meg, lényegében a jegybank által szabályozott módon képes pénzt teremteni. Ezt az elméletet *pénzmultiplikátor-elméletnek* nevezzük. A makroökonomia tankönyvekben még mindig ez az elmélet szerepel a leggyakrabban⁸. Ez már csak azért is meglepő, mert a fejlett gazdaságok jegybankjainak többsége már régen felhagyott azzal, hogy erre az elméletre támaszkodva a tartalékrátán keresztül alakítsa a monetáris politikáját. A harmadik elmélet szerint a pénzt akár a jegybanktól függetlenül a bankok is teremthetik a hitelnyújtáson keresztül⁹, a hitelezés feltételeit ugyanakkor a jegybanki monetáris politika befolyásolja. Más szavakkal a jegybank és a kereskedelmi bankszektor alkotja a pénzteremtés komplex rendszerét, amelyben a szereplők kölcsönös egymásra hatása és alkalmazkodása eredményeként alakulnak a valóságban megvalósuló pénzfolyamatok. Ezt nevezzük a hitelpénz- vagy az *endogén pénzelméletnek*. E felfogás ma a válság utáni időszak néhány jellemzője miatt ismét népszerűbb lett, és sokan alapvetően új felfedezésként adják elő az ezzel kapcsolatos empirikus eredményeiket. Az elmélet azonban olyan régi, hogy valójában kideríthetetlen az eredete (Werner 2014a; 2014b; 2015). Magyarországon sem új, elég Riesz Miklós (1980) munkásságára hivatkozni. Erről az iskoláról és a hitelpénzelméletről nagyon jó áttekintést ad Szász János (1989). E nézet talán legeredetibb képviselője Magyarországon Augusztinovics Mária (1965) volt, aki magától értetődőnek tekintette, hogy „a pénz a hitel által jön létre és a hitel visszafizetésével szűnik meg”¹⁰.

⁶ Az alábbi részben Werner (2015) érvelését követve mutatjuk be a három elméletet.

⁷ E nézetet alapul véve ad kiváló elemzést Dewatripont–Rocher–Tirole, J. (2010).

⁸ Például Samuelson (1948) nagyhatású klasszikus műve nyomán kibontakozó neoklasszikus forradalmat követő tankönyvek.

⁹ Az irodalomban elterjedt az a megfogalmazás, hogy a bankok a semmiből (out of nothing) teremtik a pénzt. Ez a fogalmazás inkább a többi elmélettel – a jegybanki tartalékrátára (pénzmultiplikátorra) vagy a megtakarítások közvetítésére alapuló magyarázó elméletekkel – való radikális szembeállítást hangsúlyozza, de azzal a veszéllyel járhat, hogy lényeges elemeket figyelmen kívül hagy. Ilyen lényeges elem az a körülmény például, hogy hitelkereslet hiányában a bankoknak ez a „képesége” csődöt mond. Fontos hangsúlyozni, hogy a pénzteremtés többnyire vásárlóerő-redistribúcióval és egy gazdasági entitás kötelezettségvállalásával is jár, ezért sem állja meg a helyét a semmiből való pénzteremtés elmélete.

¹⁰ Nem foglalkozunk itt azzal a kérdéssel, hogy az adósság negatív pénz-e, vagyis hogy az adósság visszafizetése megszünteti-e a pénzt. Amikor beviszem a bankba a pénzemet, hogy az adósságot rendezzem, nem gondolom, hogy a bank majd ledarálja ezt a pénzt, hogy így megszűnjön. Az idézett kijelentés értelmezése azonban további kérdéseket is felvet, amit mérlegelszámolásokkal alátámasztva fogunk tárgyalni.

2.2. A pénzügyi közvetítési elmélet

A bankok és más pénzügyi vállalkozások is pénzügyi közvetítést folytatnak a megtakarítók és a hitelfelvevők vagy beruházók között. A befektetési alapok, még ha tipikusan hitelt ugyan nem is nyújtanak, de vállalatok által kibocsátott kötvényeket vásárolnak, és ezzel a befektetők pénzét közvetítik a vállalatoknak. *Gurley – Shaw (1960)* nagy hatású könyve kifejezetten azt hangsúlyozza, hogy a bankok és a nem-banki pénzügyi intézmények lényegében azonos funkciót látnak el a pénzügyi közvetítés terén. A pénzügyi közvetítés egy leegyszerűsített sémával úgy írható le, hogy a bank a megtakarítóktól gyűjtött 100 egység betétből a biztonságos ügymenethez szükséges, mondjuk, 1 egység tartalékot képez, amit a jegybanknál helyez el, hiszen ott erre kamatot kap. A maradék 99 egységet pedig hitelként kihelyezi. A befektetési alap szintén menedzseli a likviditását, de nála a napi szintű kifizetésre nem feltétlenül kell tartalékot képezni, hiszen az értékpapírok eladásával ezt megszerezheti¹¹, ezért itt leegyszerűsítve azt mondhatjuk, hogy a 100 egység megtakarításból 100 egység részvényt vásárol, vagyis ugyanennyi befektetés (közvetlen finanszírozás) keletkezhet. Pénzelméleti és finanszírozási szempontból azonban ez ugyanolyan „közvetítés”, mintha a bankon keresztül történne. A nagy különbség abból adódik, hogy eltér a bankok és a nem bank pénzintézetek prudenciális szabályozása, és emiatt a „közvetítés” kívül kerül a bankokra vonatkozó szabályozás körén. A bankokra vonatkozó szigorúbb szabályozási előírásokat azzal indokolják, hogy a bankok a betétesek pénzével játszanak, a kockázatot a bank viseli, míg a befektetési alapokba kerülő megtakarítás esetében az ügyfél viseli a befektetésével járó kockázatot.

A bankrendszer pénzügyi közvetítési elmélete szerint a bank sem egyénileg, sem pedig kollektíven a bankrendszer szintjén nem teremt pénzt. Ez az elmélet egyszerűen kezelhető számos közgazdasági modellben, hiszen azt jelenti lényegében, hogy a monetáris modellekből a bankrendszer által létrehozott pénz elhagyható¹², és ezzel együtt a bankok viselkedése sem lényeges. E modellek többségében a pénz pusztán elszámolási egységként jelenik meg, mely a jövedelemfolyamatok nyilvántartását szolgálja, de ez az elmélet nem mond semmit a pénzteremtésről és a bankok pénzteremtésben játszott szerepéről sem. Ez az elmélet így egyfajta bankelmélet inkább, mintsem hogy pénzelméletnek lehetne tekinteni. A bankok viselkedését és annak a pénzfolyamatokra gyakorolt hatását figyelmen kívül hagyó elmélet a globális pénzügyi válság kapcsán megkérdőjeleződött, és újabban a bankok viselkedésének modellbe építésére sok próbálkozás született.

¹¹ Az ilyen tranzakciónál nem véletlen, hogy a megbízás és a teljesítés között néhány nap telik el.

¹² A bankok modellekben történő szerepeltetésének általános hiányosságairól és az ezen való változtatás fontosságáról ad alapos képet *Jakab–Kumhof (2015)*.

2.3. A pénzmultiplikátor-elmélet¹³

A pénzmultiplikátor-elmélet szerint a pénzügyi közvetítési folyamat egyik fontos eleme a jegybanki tartalékolás. Ezen a szálon lép tovább a pénzmultiplikátor elmélet azzal, hogy bár az egyes bankokat továbbra is pusztán pénzközvetítőként írja le, azonban a bankrendszer egészében makroszinten felismeri a pénzteremtési lehetőséget. A betétek a bankrendszer egészében multiplikáción mehetnek keresztül, hiszen az egyik bank betétjéből nyújtott hitel elköltése egy más banknál betétet generálhat, amiből újabb hitel keletkezhet, majd így további betét a bankrendszer egészében. Ez a betét-hitel multiplikáció a kötelező tartalék szabályozásával befolyásolható. Ezzel egy olyan elmélethez jutottunk, ami egyszerű eszközt ad a monetáris politika kezébe a pénzfolyamatok alakításához.

A multiplikátor-elméletet a legtöbb makrogazdasági és pénzügyi tankönyv alap-elveként ismerteti. A gyakorlatban a pénzfolyamatok elemzése során történő alkalmazásban ennek az elméletnek vannak előnyei és vannak komoly hibái. Mi az utóbbiakat hangsúlyozva mondunk ítéletet, de ehhez röviden be kell mutatnunk magának a multiplikációnak az elvét.¹⁴ Az alábbiakban Siklos (2001:322–328) példája nyomán (kisebb változtatásokkal) követjük a betétek növekményéből levezetett hitelmultiplikációs folyamatot.

(a) A V1 vállalat folyószámla-egyenlege (látra szóló betéte) megnövekedett egy millió forinttal, mert állami megrendelést teljesített. A vállalat a számláját a B1 banknál vezeti. A bankok a látra szóló betétek 5 százalékát kötelesek tartalékolni abból a célból, hogy a folyó kifizetéseket, átutalásokat teljesíteni tudják¹⁵. A kötelező tartalékráta $rr=5\%$. Az egymillió növekményből ezen felül marad még a banknak 950.000 forint többletforrása (tartaléka). A B1 bank ezt is a jegybanknál helyezi el átmenetileg fölös tartalékként.

(b) A V1 vállalat a folyószámlájáról 1 millió forintot átutal V2 vállalatnak, ami a V2 vállalat B2 banknál vezetett folyószámlájának egyenlegét növeli, miközben B1 bank látra szóló betétei és tartalékai összességében ugyanennyivel csökkentek. A B2 bank ezzel a látra szóló betétnövekedéssel ugyanúgy jár el, mint B1 bank tette, vagyis a jegybanknál tartalékot helyez el. A bankrendszer egészét tekintve (a két bankot együtt véve) a bankrendszerben az átutalási tranzakcióval nem keletkezett betétnövekedés és a tartalékolási kötelezettség is változatlan a bankrendszer egészében. Azonban továbbra is van 950.000 forint többlettartalék

¹³ Az általunk pénzmultiplikátornak nevezett elméletre az angol elnevezés a *fractional reserve theory of banking*.

¹⁴ A folyamat részletesebb leírása számviteli összefüggésekkel is alátámasztva jól követhetően megtalálható Száz (1991) és Siklos (2001) tankönyveiben.

¹⁵ A kötelező tartalékolásról itt egy leegyszerűsített leírást adunk. Csak az átutalások zavartalanságának biztosításához szükséges likviditási megfontolást emeljük ki, de nem térünk ki arra, hogy a kötelező tartalék rendszerének más monetáris politikai céljai is lehetnek.

a bankrendszerben. Ezzel pedig érdemes lenne valamit kezdenie annak a banknak, ahol ez megjelenik, például jól kamatozó hitelt nyújtania vagy értékpapírt vásárolnia.

(c) Példánkban a B2 banknál megjelenő többlettartalékból érdemes a V3 vállalat hitelkérelmét befogadni és annak 950.000 forint hitelt nyújtani számlapénzben. A hitelből a V3 vállalat kifizeti a V4 vállalat felé fennálló tartozását. V4 is a B2 banknál vezeti a számláját, így a banknál a hitelnyújtással egy időben megjelenik 950.000 forint betétnövekedés, ami után 5 százalékot kötelező tartalékba helyez, de még így is marad 902.500 forint szabad tartaléka.

A bankrendszerben a betétek ezzel 1,95 millió forintra növekedtek meg. De ez a növekedés tovább folytatódik, mert a bankrendszerben még ezután is szabad kihelyezhető tartalék maradt, ami további hitelezést vagy befektetést generál, feltéve, hogy a hitelkereslet ezt lehetővé teszi. A bankrendszer igyekszik a tartalék szintjét a kötelező szintre csökkenteni, és a szabad tartalékokat próbálja kihelyezni hitelbe. A folyamat így folytatódhat. Amennyiben a bankrendszerben minden szabad tartalékot felhasználnak hitelezésre, akkor ezzel annál nagyobb mennyiségű betétet generálnak, minél alacsonyabb a kötelező tartalékráta. Példánkban az (a) induló lépéssel keletkezett kötelező és szabad tartalék 1 millió forint volt, amit a kezdeti betétnövekmény hozott létre. Ahhoz, hogy ez az 1 millió forint kötelező tartalékban csapódjon ki, és ne maradjon hitelezésre felhasználható további szabad tartalék a bankrendszerben, az 5 százalékos tartalékolási előírás esetén 20 millió forintos betétnövekedést generál a banki hitelezés.

A pénzmultiplikátor azt írja le, hogy a bankrendszerben a hitelezésre felhasználható szabad tartalék-növekedés milyen további betéteket és hiteleket generál. Ahhoz, hogy e folyamatnak a pénzmennyiséggel kapcsolatos összefüggéseit bemutassuk, a jegybankmérlegből indulunk ki.

A forgalomban lévő pénzmennyiség ($M1$), amivel a magánszektor fizetni tud, a készpénz és a látra szóló betétek összege (Siklos 2001:326). A forgalomban lévő pénzmennyiség változása a készpénz és a látra szóló betétek változásából adódik. Emlékezzünk, hogyan alakult a pénzkínálat a fenti számpéldánkban. Az egyedi bank szintjén az (a) lépésben a V1 vállalat a B1 bankba betétként¹⁶ elhelyezett 1 millió forintot. E lépésével a forgalomban lévő készpénz csökkent 1 millió forinttal, a látra szóló betét állománya pedig ugyanennyivel növekedett, vagyis a pénzmennyiség nem változott. A bankrendszer szintjén azonban a multiplikáció folyamatának következtében a pénzmennyiség 19 millió forinttal megnövekedett.

¹⁶ Fentebb az (a) pontban abból indultunk ki, hogy az 1 millió forint betétnövekedés nem a forgalomban lévő készpénzből, hanem a költségvetésből származik. Ha a vállalat ezen bevétele közvetlen költségvetési kiadásból származik, akkor ezzel a lépéssel az állam ún. „külső” pénzt teremtett. A multiplikáció szempontjából azonban nem lényeges, hogy a betétnövekedést mi indította el.

Az elmélet szerint a jegybank több csatornán keresztül tudja befolyásolni a pénzmennyiség alakulását. Növelni tudja a jegybanki tartalékok elvárt szintjét és pénzt nyomtathat, amit deviza vagy értékpapír (állampapír) vásárlásával hoz forgalomba¹⁷. Az állampapír-vásárlás és a devizatartalék-felhalmozás egyaránt növeli a pénzkínálatot, hiszen amikor a jegybank devizát vagy állampapírt vásárol, akkor forinttal fizet azért. E lehetőségeket összefoglalóan a monetáris bázis ($M0$) változtatásán keresztül történő pénzmennyiség-szabályozásnak nevezzük. A monetáris bázis a forgalomban lévő készpénz és a jegybanki tartalékok összege. Összességében elmondható, hogy a jegybank a monetáris bázis ($M0$) változtatásával az alábbiak szerint változtathatja az $M1$ pénzmennyiséget:

$$\frac{M1}{M0} = \frac{(cr+1)}{(cr+rr)} \quad (1)$$

ahol $cr=CUR/DEP$, a készpénztartási ráta

és $rr=RES/DEP$, a kötelező jegybanki tartalékráta.

Ez a tankönyvi konvenciókat követő felírás a monetáris politika (és a pénzteremtés) azon felfogását hangsúlyozza, hogy a jegybank a kötelező tartalékráta változtatásán keresztül szabályozza a pénzmennyiséget. Ez a felírás azt feltételezi, hogy a bankok a kötelező tartalékon felül nem tartalékolnak, mert az számukra költséges. Éppen ez a feltételezés az alapja a tartalékrátán keresztüli pénzmennyiség-szabályozásnak. A valóságban azonban, különösen a válságot követően a monetáris bázis a bankok többlettartalékai (excess reserves) felduzzadásán keresztül is bővült, ebből azonban nem következett a reálgazdaságban a pénzmennyiség multiplikációja.

A fenti elméleti konstrukció azt a benyomást kelti, hogy a jegybank a pénzkínálatot mérlege eszköz- és forrásoldali tételeinek alakításával könnyedén szabályozhatja. Ez a szabályozás azonban egyik oldalon sem teljes körű és tökéletes¹⁸. A forgalomban lévő készpénz mennyiségének alakulását a lakosság készpénz-szokásai és a bankok tartalékolási döntései befolyásolják, az nem csak a monetáris bázis mennyiségétől és a multiplikátortól függ. A monetáris bázis a készpénz és a jegybanki tartalék összegeként szintén nehezen kontrolálható, hiszen a bankok fölös jegybanki tartalékai jelentősen változtathatják annak nagyságát. Ez azt jelenti, hogy a jegybank pénzmennyiség-szabályozásának kulcsát leíró összefüggés *instabil*. A paraméterek ugyan bármikor könnyen meghatározhatók *ex-post*, azonban előretételezve ezek általában könnyedén és váratlanul megváltozhatnak. Olyan ez, mint a madzagon irányítás, húzni lehet, de tolni vele bajos. És ha a madzagon rángatott rendszernek

¹⁷ A bankok hitelpénzteremtésétől való megkülönböztetés céljából a jegybank (vagy az Amerikai Egyesült Államokban a Kincstár, a *Treasury*) által teremtett pénzt külső pénznek (outside money); a bankok által teremtett pénz pedig belső pénznek (inside money) nevezzük. A gyakorlatban a fejlett gazdaságok esetében a bankok által teremtett pénz adja a pénz 90 százalékát (*Goodhart 1998*), de ma már a mennyiségi lazítás eredményeként ez a szám közelebb van a 97–98 százalékhoz.

¹⁸ Lásd *Siklos (2001:478)*

kiszámíthatatlan önmozgása lehet, akkor az irányítás minden irányban meglehetősen bizonytalan. A jegybanknak számos eszköze van a pénzfolyamatok befolyásolására. Mindent összevetve megkockáztathatjuk azt az állítást, hogy a jegybank, ha akarná, akkor a monetáris bázist még ilyen bizonytalanságok közepette is elég szorosan tudná alakítani¹⁹, ennek ára azonban a kamatok nagy ingadozása lenne. A szélesebb értelemben vett pénzmennyiséget azonban még ilyen áron sem tudná jól kontrollálni, mert az a gazdasági szereplők portfólió-döntéseitől is függ.

A tartalékrátán alapuló pénzmennyiség-szabályozás másik, még ennél is nagyobb problémája az, hogy a pénzmultiplikátor nagysága is bizonytalan. A számlapénz keletkezése, a pénzteremtés valóban egyfajta multiplikációnak tűnik a valóságban, abban az értelemben, hogy egy tovagyűrűző folyamat. A számlapénz formájában történő pénzteremtést azonban a hitelkereslet determinálja, és nem egy szorzó (multiplikátor). A számlapénz teremtésével ok-okozati összefüggést írunk le, és ez nem pusztán egy arányszámot jelent. A következő részben bemutatott endogén pénzkínálat fordított összefüggést feltételez, mint amit a pénzmultiplikátor-elmélet sugall: maga a monetáris bázis is endogén és következménye az endogén hitelnek, hiszen a jegybank teremti, a kereskedelmi bankok hitelezési tevékenységére reagálva. A tartalékráta alapján meghatározott multiplikátor nagyon erős leegyszerűsítéseken és a valóságtól eltérő feltételezésen alapul²⁰. Nem tudunk semmit arról, hogy milyen gyors lenne az iteráció az egyes bankok között a teljes bankrendszeren keresztül, és ebből következően azt sem tudhatjuk, hogy hány tagot összegzünk, vagyis a számítás eredménye bizonytalan. A tankönyvi multiplikátor konstrukció meggyőző és a leegyszerűsítés miatt szemléltetési célra igen hatékony eszköz lehet, de erre mérést kidolgozni nem lehet. A pénzmennyiség-szabályozással kapcsolatban más problémák is felmerülnek. Maga a pénz likviditási és forgalmi jellemzői alapján igen sokféle pénzkategória határozható meg. Az M_0 , M_1 , M_2 , M_3 sor folytatható, sőt érdemes esetleg végtelen sok kategóriát lehetővé tevő kontinuumban felfogni a pénzkategóriákat (*Barnett 1980*).

2.3.1. Pénzmultiplikátor a gyakorlatban

A pénzmultiplikátor időbeli alakulását szemlélteti az *1. ábra*, amelyen a Federal Reserve Bank St. Louis M_1 pénzmultiplikátor-mutatójának alakulása látható. Az ábra jól szemlélteti a multiplikátor elmúlt évtizedekben megfigyelt változékonyságát. A változások közvetlen okaira itt nem térünk ki. A mutató alakulásából azonban megállapítható, hogy a 2008-as válság nyomán a Fed beavatkozásai jelentősen növelték a monetáris bázist, azonban ez nem jelentkezett a hitelezésben, így a multiplikátor jelentősen csökkent.

¹⁹ Újabbán sok szó esik a „helikopter” pénzről. Ha ezt az eszközt is figyelembe vesszük a jegybanki lehetőségek között, akkor még inkább igaz, hogy képes lehetne a monetáris bázis szabályozására. Más kérdés, hogy milyen áron?

²⁰ Ezt a megállapítást többen megtették. Részletes tárgyalását adja *Keen (2011)*.

1. ábra
Federal Reserve Bank St. Louis M1 pénzmultiplikátor 1984–2016



Forrás: Bloomberg

A pénzmultiplikátor körüli bizonytalanságok miatt a legtöbb jegybank a kilencvenes évek végére felhagyott a pénzkínálat-szabályozás tartalékrátára alapuló megközelítésével. Sok helyen ez egyben azt jelentette, hogy megszüntették a kötelező tartalékolást, vagyis a modellben $rr=0$ lenne, ami végtelen mennyiségű pénzteremtést jelentene. A jegybankok a pénzkínálat helyett a kamatok szabályozására tértek át, amit jelenleg sok helyen inflációs célkövető keretrendszerbe ágyazva alkalmaznak.

2.4. Endogén pénzelmélet²¹

Az endogén pénzelmélet szerint a pénzteremtés abban a pillanatban történik meg, amikor a bank hitelt nyújt. Ez az egyetlen lépés azonban radikális következményekkel jár. Így egy bank anélkül tud hitelt nyújtani, hogy bármilyen betétet gyűjtene ehhez forrásként, mivel ezzel máris pénzt teremt²². Ezt nehéz elfogadni, hiszen azt gondolnánk, hogy ahhoz, hogy valakinek elkölthető pénzt adjon a kezébe a bank, előbb neki is be kell szereznie, hiszen pénzt nyomtatni nem tud. Pénzt nyomtatni

²¹ Az exogén pénz ebben az értelemben azon pénz, amelynek létrejötte közvetlenül nem a gazdasági szereplők hitelkeresletéből következik. Ilyen például a mennyiségi lazítás által teremtett jegybankpénz vagy az államháztartás finanszírozására kibocsátott állampapír jegybank által történő megvásárlásával teremtett pénz.

²² E pénzteremtés markánsan eltér az állam által teremtett pénztől, és fogalmi szinten is szokás megkülönböztetni a kettőt. A bankok által teremtett pénz belső pénznek, az állam által teremtett pénzt pedig külső pénznek nevezik. A gyakorlatban azonban, amikor a boltban fizetünk, nem lehet tudni, hogy melyik úton keletkezett készpénzt használjuk, de szerencsére ez senkit nem is érdekel a kassa másik oldalán sem.

valóban nem tud, de számlát vezetni tud. A kölcsön abban a pillanatban, hogy folyósították, megjelenik az ügyfél számláján. Ez egy könyvelési tétel, az ide könyvelt pénzt a bank nem valami más számláról helyezte át ide, és nem a gazdaság valamely más szereplőjének a megtakarításából közvetítette erre a számlára. A hiteltartozás létrehozásával a bank a hitelfelvevő számlájára jóváírt összeggel ügyfél betétet teremt, amivel a hitelfelvevő rendelkezik ettől a perctől kezdve. Ezt a betétet azonban senki nem hozta be a bankba, ezt a bank hozta létre egy könyvelési jóváírással.

A hitelfelvevő számláján megjelenő jóváírás külsőre olyan, mintha betétet hozott volna a bankba, azzal az eltéréssel, hogy a folyószámla-egyenlegének növekménye feltételeként egy későbbi fizetési kötelezettséget vállalt a bank felé. A hitelnövekedés makroszinten a pénzkínálat növekedésével jár együtt. Ez effektív keresletet (fogyasztási, beruházási, beleértve a befektetési eszközök piacát is) növel, hiszen nem lenne értelme hitelt felvenni kamatra, ha azt nem akarnánk vásárlásra fordítani. Ha a hitelt adósság visszafizetésére fordítjuk, akkor ezzel egyfajta keresletkiesést ellensúlyozunk, ami akkor következne be, ha kiadásaink csökkentésével elért megtakarításból fizetnénk az adósságot vissza.

2.4.1. A hitel számviteli elszámolása

Bármely vállalat nyújthat hitelt, de a tranzakció számviteli megjelenítése eltér a bank és a többi vállalat esetében. Ezt az eltérést szemlélteti az 1. táblázat. Ha a vállalat (nem pénzügyi vállalkozás és nem banki pénzügyi vállalkozás egyaránt) nyújt hitelt, akkor ez eszközeinek átrendezését jelenti. Eszközei között megjelenik egy követelés a hitelfelvevővel szemben, és ugyanennyivel csökken a bankszámlájának egyenlege. A bank általában csak saját ügyfelének hitelez, elvárja, hogy a hitelfelvevő nála vezesse a számláját. Amikor hitelt nyújt, akkor eszközei megnövekednek a hitel összegével, amit az ügyfele számláján ír jóvá, így a forrásoldalon az ügyfélbetétei ugyanennyivel növekszenek.

1. táblázat					
A vállalat, a nem bank pénzügyi közvetítő és a bank mérlegének változása a hitelnyújtás számviteli elszámolása után					
Vállalat		Nem bank pénzügyi közvetítő		Bank	
Eszköz	Forrás	Eszköz	Forrás	Eszköz	Forrás
Hitel: +100		Hitel: +100		Hitel: +100	Ügyfél folyószámla egyenlege: +100
Betét: -100		Betét: -100			
Mérleg: 0	0	0	0	+ 100	+100

Forrás: Werner (2014)

A bank tehát a hitelnyújtással pénzt teremt. Az a nézet, hogy a hitel pénzteremtés, nem új keletű. Sokan voltak korábban is, akik ezt vallották. Elég talán Hawtrey (1919) művére hivatkoznunk, de Werner (2015:6) említi, hogy az elmélet korai képviselői között kiemelkedett Henry D. Macleod²³ műve²⁴. Az endogén pénzelmélet modern kori újraértelmezésében nagy szerepe volt Basil Moore (1988) máig iskolateremtő könyvének.

A következő részben részletezünk több tranzakciót, amelyek a pénzteremtéssel összefüggésbe hozhatók. Többféle tranzakciót elemzünk, a kereskedelmi bankot és a jegybankot is érintő tranzakciókat egyaránt bemutatva. Ezeken keresztül igyekszünk megvilágítani a pénzfolyamatok közgazdasági tartalmát. A számvitelben használatos főbb mérlegek pontos leképezései a pénzügyi folyamatoknak, ezért e mérlegeken keresztül mutatjuk be a tranzakciók folyamatát.

Az 1. táblázatban bemutattuk különböző vállalat típusokra, hogy a mérlegükben eltérő módon könyvelik a hitelnyújtást. Ezt részletesebben is megvizsgáljuk az alábbiakban. Egy kereskedelmi bank mérlege egy 'A' vállalatnak nyújtott hitel esetében a 2. ábra szerint változik. A hitelnyújtás egy időpontban érinti a bank eszköz és forrás oldalát. Az eszköz oldalon megjelenik az új hitel, míg a forrás oldalon az ezzel megegyező összegű betétet írják jóvá. Más szavakkal a hitel aktusa megteremti a saját forrását, mindennek a kiindulópontja a hitel és nem a hagyományos értelemben vett megtakarítás. Mind a hitel, mind a betéti tranzakcióalanya tehát az 'A' ügyfél. A bank működésével kapcsolatos további elszámolási elemek, mint a tőkekövetelmény, a kötelező tartalékszabályozás, valamint más előírások, szabályozási követelmények korlátozó hatással lehetnek a bank hitelezési tevékenységére. Ezeket a hatásokat később vizsgáljuk.

2. ábra

Az 'A' vállalatnak hitelt folyósító a kereskedelmi bank mérlege

Eszköz	Forrás
Jegybankpénz tartalék (kötelező tartalék, nem kötelező tartalék elemek, készpénz)	Betétek
Meglévő hitelek [1] Új hitel ('A' vállalat) [3]	Új betét ('A' vállalat)* [2] Egyéb forrás (nettó) [4]

* A hitelfelvevő számláján a hitelnyújtó bank által jóváírt egyenlegnövekedés, [2]=[3]
Forrás: Saját összeállítás

²³ Macleod, H. D. (1856): *The Theory and Practice of Banking*, 2 Vols., Longman, Greens and Co., London.

²⁴ Mások ide idézik Marx, Wicksell és Keynes munkásságát.

Az 'A' ügyfélnek a hitele visszafizetésére tett ígérvénye ezzel a tranzakcióval válik általánosan elfogadott fizetőeszközzé. Más megfogalmazásban a bank transzformációt hajt végre: Az 'A' szereplő egyedi tartozása általánosan elfogadott (magasabb likviditású) bankkal szembeni kötelezettséggé válik. Sőt az állami betétgaranciák miatt az ügyfél folyószámla-egyenlegének növekményeként megjelenő, a 2. ábrán „új betét”-ként jelölt összeg a betétbiztosítás keretein belül potenciálisan az állammal szembeni követeléssé válik. A garancia „érvényesítése” jellemzően ritkán, bankválságok idején következik be. Fontos kiemelni, hogy a betétgarancia feltételekhez kötött, és ezen keresztül korlátozott állami kötelezettségvállalást jelent ugyan, de általában a teljes bankszektor zavartalan működésének fenntartásával kapcsolatos állami szándék egyfajta korlátlan implicit garanciát sejtet. Ez a körülmény fontos elem a bank-hitel pénzteremtésként való értelmezésében, hiszen még inkább alátámasztja az egyedi bank által nyújtott hitel útján történő pénzteremtés gyakorlati jelentőségét.

A kereskedelmi bank a hitelezéssel párhuzamosan (vagy inkább azt követően) az adott ország szabályozásának megfelelően kötelező tartalékot képez. A jegybanki tartalék a jegybanknál vezetett számlán levő kereskedelmi banki eszközök (különbféle betétek, kötelező tartalék) körét jelenti. A kötelező tartalék növekményét a bank a jegybanki tartalékon belül a fölös tartalékból a kötelező tartalékba történő átcsoportosítással rendezi. Amennyiben nem rendelkezik a szükséges mennyiségű tartalékkal, akkor a hiányzó likviditást vagy bankközi hitelfelvétellel, vagy jegybanki hitellel pótolja a bank. Ez utóbbi jegybanki pénzteremtést feltételez, ahogy korábban hangsúlyoztuk, a pénzteremtés komplex rendszerében a jegybank és a kereskedelmi bankok együttes döntései egyaránt szerepet játszanak.

Összességében elmondható, hogy a bank így nem megtakarítást közvetít, hanem tulajdonképpen vásárlóerőt allokál bizonyos piaci, üzleti, gazdasági megfontolások mentén a gazdasági szereplők között.

Ezzel a pénzteremtés aktusának első pillanatát mutattuk be, de érdemes végiggondolni a tranzakció folytatását és annak jegybanki következményeit.

3. ábra

A kereskedelmi bank mérlege bankon belüli ügyfélnek történő átutalás melletti betét felhasználáskor

Eszköz	Forrás
Jegybankpénz tartalék (kötelező tartalék, nem kötelező tartalék elemek, készpénz)	Betétek
Meglévő hitelek [1] (+) Hitel ('A' vállalat) [3]	(+) betét ('A' vállalat) [2] (-) betét ('A' vállalat) [4] (+) Új betét ('B' vállalat) [5] Egyéb forrás (nettó)

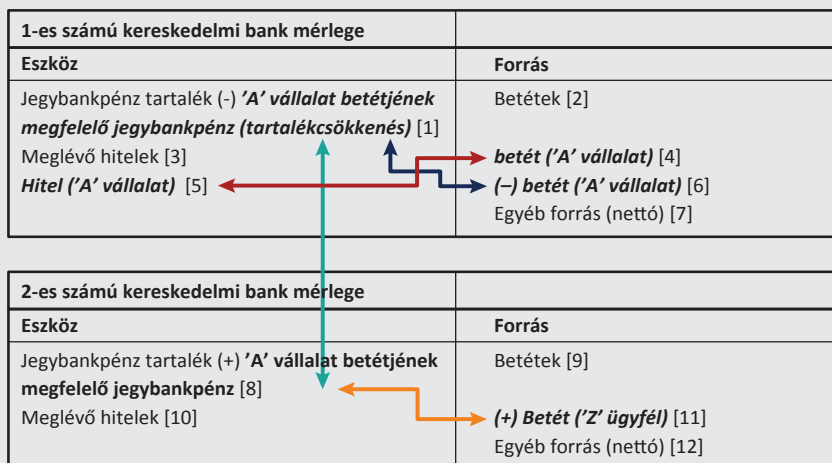
Megjegyzés: (+) Hitel ('A' vállalat) = (+) betét ('A' vállalat) [3]=[2], [4]=[5]

Forrás: Saját összeállítás

Amennyiben 'A' vállalat a hitel folyósítása után 'B' vállalatnál vásárol terméket, és ennek ellenértékét bankon belüli átutalással rendezi, akkor a művelet kizárólag a bank forrásoldalán történő átcsoportosítást jelent. A folyamat végén 'B' szereplő számlájának egyenlegnövekménye finanszírozza 'A' hitelét. *Fontos hangsúlyozni, hogy ez következménye 'A' hitelfelvételének, majd a hitel felhasználásának, nem pedig a hitelt lehetővé tevő finanszírozás vagy ok.*

Más a helyzet, amennyiben a kezdeti hiteltranzakció felhasználása bankon kívülre történő utalással történik (4. ábra). Ekkor a bankszektoron belül két bank között történő utalás kizárólag jegybankpénzben történhet, a jegybanknál vezetett banki számlákon keresztül²⁵. Ez az átutalás mindkét érintett banknak a jegybanknál vezetett számláján lévő tartalékait mozgatja meg, az átutalást indító bankét csökkenti, az utalást fogadó bankét növeli, mintha „tartalékáthelyezésről” lenne szó.

4. ábra A betét felhasználása bankon kívüli utalással



Megjegyzés: [4]=[5], [1]=[6], [1]=[8], [8]=[11]

Forrás: Saját összeállítás

A tartalék-„áthelyezés” miatt változik mindkét bank likviditása. A banki likviditáskezelés a jegybankpénzre irányul. A likviditáskezelés azt célozza, hogy az ügyfél bankon kívüli átutalásainak teljesítéséhez mindig legyen rendelkezésre álló egyenlege az adott kereskedelmi banknak a jegybanknál. A bankok közötti elszámolások a jegybanknál vezetett számláikon keresztül történnek. Nem tiltja semmi, hogy a bankok

²⁵ Elvileg lehetséges, hogy a kereskedelmi bankok egymásnak is vezessenek számlát. Ez esetben az utalás a 'B' banknak 'A' banknál vezetett számláján történő jóváírásként bankon belüli átutalásként rendeződik, és így a pénz a bankot nem hagyja el. Az egyszerűbb kezelés érdekében ebben az írásban azt feltételezzük, hogy a kereskedelmi bankok egymással a jegybanknál vezetett számláikon keresztül érintkeznek. Az átutalás így bankon kívüli módon rendeződik

egymásnak is vezessenek számlát, és e számlákon keresztül számoljanak el egymással, de ezzel jelen cikkben nem foglalkozunk. Azt feltételezzük, hogy a bankok a jegybankon keresztül számolnak el egymással. A bank által teremtett endogén pénz a pénzteremtés pillanatában nem érinti a bank jegybanknál vezetett számláit, de amikor az ügyfél a rendelkezésére bocsátott hitelt felhasználja, abból más bank ügyfelétől vásárol vagy másnak utal belőle, akkor ez a tranzakció már befolyásolja a bank jegybanknál vezetett számlái egyenlegét is.

Elképzelhető, hogy a bankok ügyfelei csak a bankon belüli ügyfelekkel üzelnek. Ennek nincsen hatása a bank likviditására. Ekkor a banki likviditásmenedzsment a kötelező tartalék összetételének alakítására és az esetlegesen felmerülő készpénzigényre korlátozódik. A másik szélső eset az, amikor a hitelnyújtás után az ügyfél a teljes összeget elutalja más bankhoz, miközben a saját számlájára nem kap utalást. Ebben az esetben a banki likviditásmenedzsmentnek az ügyfél teljes hitelállománynak megfelelő jegybankpénz-állományt kell beszereznie. A valóság természetesen a két szélsőség között van az esetek többségében, a bankok egymás közötti nettósított elszámolása pedig tovább csökkenti a jegybankpénz-igényt.

A jegybankpénz beszerzésére több mód adódhat, például történhet saját kötvényki-bocsátással, bankközi hitelfelvétellel, jegybanktól kapott hitellel vagy tőkeemeléssel. A bankközi hitelezést az 5. ábra írja le.

5. ábra
A kereskedelmi bank mérlege bankközi hitelezéskor

1-es számú kereskedelmi bank mérlege	
Eszköz	Forrás
Jegybankpénz tartalék (+) a bankközi hitelnek megfelelő jegybankpénz [1]	Betétek [2]
Meglévő hitelek [4]	(+) bankközi hitelfelvételből eredő kötelezettség [3]
	Egyéb forrás (nettó) [5]

2-es számú kereskedelmi bank mérlege	
Eszköz	Forrás
Jegybankpénz tartalék (-) a bankközi hitelnek megfelelő jegybankpénz [7]	Betétek [8]
(+) bankközi hitelnyújtásból eredő követelés [9]	Egyéb forrás (nettó) [11]
Meglévő hitelek [10]	

Megjegyzés: [1]=[3], [1]=[7], [7]=[9].
Forrás: Saját összeállítás

Jegybankpénz bevonása a banki finanszírozásba a bankközi hitelezés mellett történhet tőkeemeléssel, banki kötvénykibocsátással²⁶ és természetesen a napi működés során is nőhet/csökkenhet a banknál lévő jegybankpénz mennyisége a bank ügyfeleinek döntésétől függően. Jól működő bankközi piac esetében – amikor teljes a bizalom a bankszektor szereplői között – az adott banknál rendelkezésre álló jegybankpénz mennyisége általában nem korlátja a hitelezésnek, a szereplők átmeneti jegybankpénz-hiányukat a bankközi piacon zökkenőmentesen tudják menedzselni. A bankközi piac esetleges zavarai esetén a jegybank által nyújtott finanszírozó hitelek jelenthetik a megoldást a likviditás biztosítására. Csődesemény esetén pedig az állami betétgarancia biztosítja egy bizonyos értékhatárig a jegybankpénzre válthatóságot.

A jegybankpénz mennyisége tehát a jegybank és a bankszektor döntéseinek eredményeként alakul ki a gyakorlatban. A bankrendszernek a jegybanki műveleteken keresztül van hatása a bankrendszer likviditási szintjére. A kereskedelmi bankszektor egészének a jegybanknál vezetett számláik összevont egyenlegére közvetlenül nincs hatása, azaz nem képes jegybankpénzt teremteni. A bankok döntése a szektor egészének szintjén kizárólag az egyes jegybanki eszközök közötti átcsoportosítást befolyásolhatja, vagyis az ON betét, a hosszabb betétek és a kötelező tartalékok szerkezetét határozza meg. Ez a megállapítás azt feltételezi, hogy a piacon történő állampapír-vásárlástól eltekintünk. Közvetve azonban a kereskedelmi bankok hitelezési tevékenysége már érinti a jegybanki pénzállomány szintjét is. Köszönhető ez annak, hogy a jegybank a kereskedelmi bankszektor jegybankpénz-igényét aktívan követve és esetleges feszültségek esetén beavatkozva alkalmazkodik a kereskedelmi bankszektor jegybankpénz-keresletéhez. A jegybankpénz-igény egyrészt tehát a hitelkeresletből és magából az endogén pénzteremtésből vezethető le, másrészt az adott kereskedelmi bankszektor strukturális jellemzői határozzák meg (pl. mennyire aktív a bankközi hitelezés, mekkora limiteket allokálnak egymásnak ezen műveletekhez a bankok).

Erősen leegyszerűsítve, amennyiben csak egy kereskedelmi bank funkcionálna, negligálható méretű állampapírpiacot, valamint zérushoz közeli kötelező tartalékszintet feltételezve, akkor a jegybanki alapkamat szintje közvetlen módon elenyésző szerepet játszana az endogén pénzteremtés hitelkamatának meghatározásában, hiszen – ha a készpénzforgalomtól eltekintünk - minden utalás bankon belül történik, és a banknak nincs szüksége jegybankpénzre, vagyis a likviditás menedzselésére sincs ekkor szükség. Ebben az esetben a banki forrás- és tőkebevonás költsége játszhatna fontos szerepet a hitelek/betétek árazásában, aminek költsége a bank számára egyszerűsítve az általános betéti kamatokon felül az a kompenzáció, amit az adott betéttulajdonosnak juttatni szükséges, hogy banki részvényesi kockázatot vállaljon,

²⁶ Kivéve, ha saját banki ügyfél jegyzi le, de ebben az esetben csökken a jegybankpénzigény a kisebb likviditású kötvényforrás miatt.

és feladja az esetleges állami betétgaranciákat korábbi betétjének csökkentése miatt. (Csak a hazai magánszektor szereplőit feltételezve.)

Kiterjedt méretű állampapírpiac természetesen jelentősen változtatna ezen a helyzeten. Emiatt az állampapírvétel és -eladás eseteivel külön is foglalkozunk az alábbiakban.

Állampapír vásárlása esetén (elsődleges piacon) a jegybanki mérleg forrásoldalán történik átcsoportosítás (6. ábra), a kereskedelmi bankok jegybanki betétei és az állam jegybanknál vezetett számlái között. A jelenleg gyakran alkalmazott mennyiségi lazítás ebben az értelemben nem jelent mást, mint az államon kívüli szereplők eszközoldalán történő eszközcsere: különböző lejáratú és különböző hozamú állampapírok cseréje jegybankpénzre (amely nem banki szereplők számára kereskedelmi banki betét formájában jelenik meg). Amennyiben feltételezzük, hogy az állampapírok piaca megfelelően likvid és stabil, úgy a mennyiségi lazítás bankszektorra gyakorolt közvetlen hatása nem jelentős, hiszen tulajdonképpen két hasonló likviditású és azonos kibocsátótól, az államtól származó eszköz cseréje valósul meg. Közvetett módon természetesen – az állampapírhozamok leszorításán keresztül – a kockázatos eszközök árfolyamát felfelé hajtó hatású lehet a mennyiségi lazítás.

Más a helyzet, amennyiben nem állampapírt, hanem egyéb, nehezen értékesíthető, kevésbé likvid eszközt vásárol a jegybank. Ebben az esetben a beavatkozás javíthatja a hitelezést, de nem a jegybankpénz-állomány emelkedésén keresztül, hanem a kereskedelmi banki mérlegek tisztulásának köszönhetően. Így ugyanis egy bizonytalan nagyságú várható veszteség kerül ki a banki mérlegből, amellyel tér nyílhat az új hitelezés megindulásához.

A jegybanki eszközvásárlás körének kiterjesztése a monetáris kategóriák (M2, M3 stb.) M0 felé történő gravitálását eredményezheti, ami hozzájárulhat a hozamok csökkenéséhez, az egyes eszközkategóriák likviditásának változásához, de ezekkel a hatásokkal nem foglalkozunk ebben az írásban.

Ugyancsak meghaladja jelen írásunk kereteit a manapság számos fórumon boncolgatott közvetlen jegybanki pénzinjekció (helicopter money) hatásainak megvizsgálása. Ez alapesetben a jegybanki mérleg forrásoldalán történő átcsoportosítást jelentene a jegybanki tőkeelemekből a kereskedelmi bankok jegybanki betétei felé. Az eszközoldal érintetlen maradna, azaz a jövőben automatikusan nem csökkenne a jegybankpénz-állomány, ahogy a normál mennyiségi lazítás esetében jegybank által végrehajtott esetleges újrabefektetés hiányában a kötvények lejáratával az végül megtörténik.

6. ábra
A mérlegek változása elsődleges piacon történő állampapír-vásárláskor

Befektetési alap mérlege	
Eszköz	Forrás
Állampapír (+) új állampapír [1] Kereskedelmi banki betét (-) új állampapír vásárlásnak megfelelő összeg [3]	Befektetési jegy/tulajdon [2]
Megjegyzés: [1]=[3]	
Kereskedelmi bank mérlege	
Eszköz	Forrás
Jegybankpénz tartalék (-) új állampapír vásárlásnak megfelelő összeg [4] Meglévő hitelek [6]	Betétek (-) új állampapír vásárlásnak megfelelő összeg [5] Egyéb forrás (nettó) [7]
Megjegyzés: [3]=[5]=[4]	
Jegybank mérlege	
Eszköz	Forrás
Eszközök (devizatartalék stb.) [8]	Kereskedelmi bankok jegybanki betétei + készpénz (-) új állampapír vásárlásnak megfelelő összeg [9] + Államnak vezetett számlán: (+) új állampapír vásárlásnak megfelelő összeg [10] Egyéb forrás (nettó) [11]
Megjegyzés: [4]=[9]=[10]	

Forrás: Saját összeállítás

Mennyiségi lazítás esetén, amikor a jegybank állampapírt vásárol, a jegybankpénz állományának növekedése exogén tényezőnek tekinthető a bankrendszer számára, azaz mennyiségének alakulása nem vezethető le közvetlenül az endogén pénzteremtésből származó jegybankpénz-igényből. Ebben az esetben a jegybankpénz állományának növekedése adottság a szektor számára, azaz nem helyes a „kereskedelmi bankok inkább a jegybanknál parkoltatják a pénzt reálgazdasági hitelezés helyett” manapság elterjedt megállapítás. A jegybankpénz – ahogy más esetekben sem – nem tekinthető hagyományos értelemben vett kihitelezhető forrásnak, hanem a kereskedelmi bankok számára rendelkezésre álló olyan eszköznek, ami a hitelnyújtáshoz kapcsolódó tranzakciós igények lebonyolításához, a likviditás biztosításához felhasználható. Más szavakkal: a kereskedelmi bankok hitelezési aktivitása nem befolyásolja a mennyiségi lazítással teremtett jegybankpénz-mennyiséget, az a reálgazdasági hitelezés felpörgése esetén sem kerül ki a jegybanki mérlegből.

7. ábra
Mennyiségi lazítás – az állampapír vásárlója a jegybank

Befektetési alap mérlege	
Eszköz	Forrás
Állampapír (-) állampapír állomány csökken [1] Kereskedelmi banki betét (+) állampapír eladásából származó összeg [3]	Befektetési jegy/tulajdon [2]

Kereskedelmi bank mérlege	
Eszköz	Forrás
Jegybankpénz tartalék (+) állampapír eladásából származó összeg [4] Meglévő hitelek [6]	Betétek (+) állampapír eladásából származó összeg [5] Egyéb forrás (nettó) [7]

Jegybank mérlege	
Eszköz	Forrás
Eszközök (devizatartalék stb.) [8] (+) Hazai állampapír állománynövekedés [10]	Kereskedelmi bankok jegybanki betétei + készpénz (+) az állampapír eladásából származó összeg [9] + Államnak vezetett számla* [11] Egyéb forrás (nettó) [12]

Megjegyzés: [1]=[10], [1]=[3], [3]=[5]=[4]=[9]=[10]

*az állampapír kibocsátásából származó összeget is tartalmazza, amennyiben nem volt azóta felhasználás. Ha a magánszektor felé történt tranzakció (például állami alkalmazottak kifizetése), akkor már ez a rész is a kereskedelmi bankok jegybanki betétei között jelenik meg
 Forrás: Saját összeállítás

8. ábra
Kereskedelmi banki pénz megszűnése

Eszköz	Forrás
Jegybankpénz tartalék (kötelező tartalék, nem kötelező tartalék elemek, készpénz) [1] Meglévő hitelek [3] Hitel ('A' vállalat) – Betét összege = 0 [5]	Betétek [2] Betét ('A' vállalat) – Hitel összege = 0 [4] Egyéb forrás (nettó) [6]

Megjegyzés: [4]=[5]=0

Forrás: Saját összeállítás

A kereskedelmi bank által teremtett pénz a hitel visszafizetésének pillanatában megszűnik, azaz megszűnik a hitelfeltevő által vállalt kötelezettség, és ezzel egy időben megszűnik a bank által vállalt kötelezettség (betét) is.

2.4.2. A pénzteremtés korlátai²⁷

Az endogén pénzelméletből nem következik, hogy a pénzteremtésnek nincsenek korlátai. A hitelállomány volumene a gazdasági szereplők döntéseinek komplex kölcsönhatásaiból eredően folyamatosan változó mennyiség. A pénzügyi szabályozók, a tőke megfelelési előírások, a kötelező tartalék megfelelési szabályok, valamint a likviditási szabályok, a hitelezési kockázatok határozzák meg a pénzteremtés gyakorlati korlátait. A jegybank a jegybankpénz árának változtatásával és egyéb monetáris szabályozási eszközökkel hat a hitelezési aktivitásra.

A bankoknak az új hitelek kihelyezésével kapcsolatos kockázatokat is kezelniük kell. A likviditási kockázatok kezelésének egyik módja az lehet, hogy viszonylag "stabil" betéteket vonzanak magukhoz más bankoktól, ezzel növelve az adott kereskedelmi bank jegybankpénz-állományát. Olyan betéteket, amelyeket nem tudnak, vagy nem akarnak egyszerre nagy mennyiségben kivonni a bankból, azaz a likviditáskezelés során a lekötés végéig nem, vagy csak elenyésző mértékben kell kalkulálni esetleges bankon kívüli felhasználással. A likviditási kockázat mérséklése érdekében ugyanis a bankok biztosítani akarják, hogy betéteik egy része meghatározott időre le legyen kötve²⁸. A betétesek azonban kompenzációt várnak el azért, hogy hosszabb lejáratú betéteket tartsanak, ami költséges a bankok számára, és korlátot jelent a hitelezési tevékenységre vonatkozóan. Látra szóló betétek esetében a magasabb likviditási kockázatot a betétre fizetett alacsonyabb kamatszint ellensúlyozza. A bankok hitelezési tevékenységét a *hitelkockázatokkal kapcsolatos megfontolások* is korlátozhatják. Ez azt a kockázatot jelenti a bankok számára, amikor a hitelfelvevő nem tudja visszafizetni hiteleit. Ezzel szemben úgy védekezhetnek a bankok, hogy megfelelő mértékű tőkével rendelkeznek. A kihelyezett hitelek azonban bizonyos mértékű kockázatot mindig jelenteni fognak a bankok számára, emiatt a veszteségek költségét is figyelembe veszik a hitelek árazásakor. Ha a bankok növelik kihelyezett hiteleiket, a várható átlagos veszteség vélhetően emelkedni fog, ami profitabilitási szempontból ugyancsak korlátozza a bankok hitelezési és pénzteremtési tevékenységét. A veszteségek továbbá a tőke megfelelési szabályok teljesítését is érinthetik, bizonyos értékhatárt átlépve.

A háztartások és vállalatok viselkedése is korlátozhatja a bankszektor pénzteremtő képességét és így az inflációt is. A nem banki magánszektor viselkedése befolyással van a bankszektor hitelezési tevékenységének pénzállományra kifejtett végső hatására. Hitelkereslet hiányában a jegybank és a kereskedelmi bankszektor által biztosított keretek csak szükséges, de nem elégséges feltételei a pénzteremtésnek. Így azok a gazdasági szereplők, amelyek megkapják az újonnan teremtett pénzt, úgy is

²⁷ Az endogén pénzteremtésről jó leírást ad *McLeay–Radia–Thomas (2014a; 2014b)* írása. Az alábbiakban erre az ismertetésre támaszkodunk.

²⁸ A bankok a likviditási kockázatokat úgy is mérsékelhetik, hogy likvid vagy könnyen likvidd tehető eszközöket is tartanak mérlegükben.

reagálhatnak, hogy azonnal megsemmisítik azt, például már korábban felvett hitelek visszafizetésével. A gazdasági szereplők viselkedése így szignifikáns befolyással van a gazdaságban lévő pénzmennyiségre, ami potenciálisan hatással van az inflációra is. Abban az esetben – amikor az új hitel nem semmisül meg azonnal, hanem megnöveli a gazdasági szereplők költségeit – a folyamat az inflációs nyomás emelkedéséhez vezethet, ami mind a fogyasztási cikkek, mind az eszközárak szintjén értelmezhető. Ezzel szemben, amikor a pénz adósságtörlesztés miatt megsemmisül, az közvetlen módon nincs további inflációs hatással a gazdaságra. Közvetve a kereskedelmi bankok javuló tőke megfelelése növeli a hitelezési kapacitást, azonban ez önmagában még nem elégséges feltétele a hitelezés megindulásának.

A pénzteremtés számára az elsődleges, alapvető korlátot a jegybankok által meghatározott monetáris politika jelenti. A kamatok szintjének befolyásolásával az egyes jegybankok monetáris politikája ugyanis hatással van a gazdasági szereplők által felvenni kívánt hitel mértékére. Ez egyszerűsítve annyit jelent, hogy a bankszektor jegybankpénzhez való jutásának ára emelkedik, ami a kereskedelmi bank által teremtett hitel/betét állomány és az ehhez kapcsolódó műveletek (pl.: bankközi utalások) költségét emeli. Ez pedig a bank által nyújtott szolgáltatások árának emelkedését (hitelezés, betéti műveletek) vonja maga után. Hagyományos példával élve a kereskedelmi bank számára a jegybank mint az egyik legfontosabb „termelési és szolgáltatási” input a jegybankpénz szállítója, a szállítói „költségek” emelkedése pedig áthárításra kerül a vevőkre. A jegybanki alapkamat értékének meghatározása egyrészt közvetlenül a bankok által meghatározott hitelkamatokra is hatással van tehát, másrészt közvetetten, egyéb csatornákon keresztül a gazdasági aktivitásra kifejtett hatása révén is befolyásolja a bankok hitelezési lehetőségeit.

3. Összefoglalás

Bármely kereskedelmi bank, amikor ügyfelének hitelt nyújt, ezzel pénzt teremt. A hitel folyósításához nem kell előzetesen pótlólagos forrást gyűjteni, hiszen a hitel jóváhagyásával az összeget az ügyfélnek a banknál vezetett folyószámláján egyenlegnövekedésként írja jóvá. Ez az aktus tehát egyben megteremti a hitel forrását. A hitelnyújtás nem megtakarítás pénzügyi közvetítése abban az értelemben, hogy a banknak a hitelnyújtáshoz közvetlenül nem kell megtakarítást gyűjtenie vagy azt máshonnan átcsoportosítania.

A hitel felhasználása során az ügyfél a rendelkezésére bocsátott összeget más bankhoz utalhatja át. Az átutalás biztonságos lebonyolításához a számlavezető bank likviditást biztosít. A likviditásmenedzsment a kereskedelmi bankok jegybanknál vezetett számláin kezelt jegybankpénz kellő mennyiségben történő rendelkezésre állását, annak biztosítását jelenti, hogy szükség esetén a bank teljesíteni tudja ügyfelei fizetési megbízásait. Ezen tranzakcióhoz a forrást a bank betétgyűjtéssel,

vagy más bankoktól felvett bankközi hitellel, vagy a jegybanktól felvett hitellel, vagy más módon tudja előteremteni. A forrásszerzés költsége ezen a csatornán keresztül befolyásolhatja a bank hitelezési aktivitását. A hitelezési aktivitás igazi korlátja azonban a hitelkereslet.

A vállalatok és a lakosság hitelkeresletét sok tényező befolyásolja. A jegybank kamatpolitikája sok áttételen keresztül hat a hitelezési költségek alakulására és a hitel költsége nyilván a keresletet is befolyásolja. A hitelkereslet ugyanakkor nagyban függ a gazdasági konjunktúra alakulásától, az általános keresleti és kínálati viszonyok alakulásától, az üzleti kilátásoktól és a várakozásoktól.

A jegybankpénz mennyiségének aktív befolyásolása közvetlenül nem határozza meg a gazdaságban endogén módon végbemenő pénzteremtést, bár annak költségeit befolyásolva hat arra.

Felhasznált irodalom

Augusztinovics Mária (1965): *Egy pénzforgalmi modell*. Közgazdasági Szemle, 1965. Február.

Bell, S. (2001): *The role of the state and the hierarchy of money*. Cambridge Journal of Economics 25(2001) pp. 149–163.

Barnett, W. A. (1980): *Economic Monetary Aggregates: An Application of Aggregation and Index Number Theory*, Journal of Econometrics 14(1980), pp. 11–48.

Clower, R. W. (1984): *A reconsideration of the microfoundations of money*. In: Walker, D. A. (ed.) (1984): *Money and Markets: Dewatripont, M. Rocher, J. Tirole, J. (2010): Balancing the Banks: Global lessons from the financial crisis*. Princeton University Press.

Essays by Robert W. Clower. Cambridge University Press, Cambridge, U.K., pp. 81–89.

Foley, D. (1987): *Money in economic activity*. In: Eatwell – Milgate – Newman (1987) pp. 519–525.

Goodhart, C. A. E. (1998): *The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas*. European Journal of Political Economy Vol. 14 1998. pp. 407–432.

Graeber, D. (2015): *Debt: The First 5,000 Years*. http://libcom.org/files/___Debt__The_First_5_000_Years.pdf

Grierson, P. (1977): *The origins of money, pamphlet*. Athlone Press, Univ. of London reprinted and revised from Creighton Lecture, Cambridge.

Gurley, J. G. – E. S. Shaw (1960): *Money in the Theory of Finance*, Brookings Institution, Washington, D.C.

- Jakab, Z. –Kumhof, M. (2015): *Banks are not intermediaries of loanable funds – and why it matters*. Bank of England Working Paper No. 529.
- Keen, S. (2011): *Debunking Economics - Revised and Expanded Edition: The Naked Emperor Dethroned?* Zed Books, London, New York.
- McLeay, M. – A. Radia – R. Thomas (2014a): *Money in the Modern Economy: An Introduction*. Bank of England Quarterly Bulletin, 54(1), pp. 4–13.
- McLeay, M. – A. Radia – R. Thomas (2014b): *Money Creation in the Modern Economy*. Bank of England Quarterly Bulletin, 54(1), pp. 14–27.
- Moore, B. J. (1988): *Horizontalists and Verticalists: The macroeconomics of credit money*. Cambridge University Press, Cambridge, U.K.
- Riesz Miklós (1980): *Pénzforgalom és hitel*. Tankönyvkiadó, 1980. (negyedik kiadás). p. 423.
- Siklos, Pierre L. (2001): *Money, Banking, and Financial Institutions*. McGraw-Hill, Ryerson Limited, Toronto.
- Samuelson, P. (1948): *Economics*. New York, McGraw-Hill
- Száz János (1989): *Hitel, pénz, tőke*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- Werner, A. R. (2014a): *Can banks individually create money out of nothing. The theories and the empirical evidence*. International Review of Financial Analysis, 36, 1-19, <http://dx.doi.org/10.1016/j.irfa.2014.07.015>
- Werner, A. R. (2014b): *How do banks create money, and why can other firms not do the same? An explanation for the coexistence of lending and deposit-taking*. International Review of Financial Analysis 36, pp. 71–77. <http://dx.doi.org/10.1016/j.irfa.2014.10.013>
- Werner, A. R. (2015): *A lost century in economics: Three theories of banking and the conclusive evidence*. International Review of Financial Analysis, pp. 1–19. <http://dx.doi.org/10.1016/j.irfa.2015.08.014>
- Wray, L. R. (1998): *Understanding Modern Money – The Key to Full Employment and Price Stability*. Edward Elgar Publishing, number 1668.

A magyarországi EU-transzferek áttekintése – két költségvetési időszak határán*

Boldizsár Anna – Kékesi Zsuzsa – Koroknai Péter – Sisak Balázs

A tanulmány azt vizsgálja, hogy a 2007–2013-as költségvetési ciklus EU-támogatásai közül milyen arányban részesültek az egyes szektorok és az egyes magyarországi régiók, milyen mértékben sikerült a rendelkezésre álló keretösszeget felhasználni, illetve hogy az előző ciklushoz köthetően még mekkora összeg átutalására számíthat az ország 2015-öt követően. A cikk emellett áttekinti az egyes operatív programokhoz kapcsolódó kifizetések lefutását is. Az új ciklussal kapcsolatban a szerzők felvázolják, hogyan változtak a tagországok rendelkezésére álló keretösszegek és az egyes célokra fordítható források, és bemutatják a 2016-ra vonatkozó forrásle hívási tervek kihívásait is, az elmúlt ciklus tapasztalatai alapján. A magyarországi adatok mennyiségi megközelítésű elemzése mellett az elérhető adatokat régiós összevetésben is elemzik, így összehasonlíthatóvá válnak például az egyes országok fejlesztési célok közötti prioritásai. Következtetésképpen megállapítják, hogy az új költségvetési ciklusban – az EU-s költségvetés nagyságának zsugorodásával összhangban – Magyarország vonatkozásában némileg mérséklődnek a kohéziós politika forrásai, azonban az összeg várhatóan kiegyensúlyozottabban oszlik majd el az egyes gazdaságpolitikai célok között, és a támogatások szerkezete a gazdasági növekedés szempontjából kedvezőbb lehet.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E22, E60, F30

Kulcsszavak: Európai Unió, transferek, kohéziós politika forrásai, beruházások

1. Bevezetés

Az Európai Uniótól származó források a beruházásokat finanszírozó transfereken és a gazdaság rendelkezésre álló jövedelmének emelkedésén keresztül jelentős szerepet játszanak a külső egyensúlyi pozíció alakulásában. Emellett a források számottevő része beruházásokat támogató tőketranszfer, így a beruházás dinamikájának

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

Boldizsár Anna a Magyar Nemzeti Bank junior elemzője. E-mail: boldizsara@mnk.hu.
Kékesi Zsuzsa a Magyar Nemzeti Bank vezető közgazdasági elemzője. E-mail: kekesizs@mnk.hu.
Koroknai Péter a Magyar Nemzeti Bank főosztályvezetője. E-mail: koroknai@mnk.hu.
Sisak Balázs a Magyar Nemzeti Bank közgazdasági elemzője. E-mail: sisakb@mnk.hu.

A kézirat első változata 2016. április 8-án érkezett szerkesztőségünkbe.

Köszönettel tartozunk többek között Jakab Szabolcsnak, Literáti Gergőnek, illetve Vida Cecíliának a tanulmány megírásához nyújtott segítségükért.

vizsgálatakor is fontos figyelemmel kísérésük, értékelésük (Keresztély 2013). A cikkünkben ezért elsősorban arra a kérdésre keressük a választ, hogy a 2007–2013-as költségvetési ciklus EU-támogatásait mire fordította Magyarország, milyen mértékben sikerült a rendelkezésre álló keretösszeget felhasználni, illetve hogy az előző ciklushoz köthetően még mekkora összeg átutalására számíthat az ország 2015-öt követően. Az új ciklussal kapcsolatban áttekintjük, hogy hogyan változtak a tagországok rendelkezésére álló keretösszegek és az egyes célokra fordítható források, valamint az elmúlt ciklus tapasztalatai alapján bemutatjuk a 2016-ra vonatkozó forrásle hívási tervek kihívásait is. A magyarországi adatok elemzése mellett az elérhető adatokat a régiós összevetésben is elemezzük. Fontos ugyanakkor hangsúlyoznunk, hogy cikkünkben alapvetően mennyiségi megközelítést alkalmazunk, nem célunk az EU-források különböző makrogazdasági változókra gyakorolt hatását, eredményességét bemutatni¹.

A transzfereket közgazdasági tartalmuk szerint folyó, illetve tőketranszferek szerint csoportosítják. A fizetési mérleg folyó- és tőkemérlegében a transzferek felhasználása jelenik meg: ez az az összeg, amely az egyes szektorok rendelkezésre álló jövedelmét és ceteris paribus a külső finanszírozási képességet növeli². Az EU-transzferek tehát a gazdaság külső eladósodottságának csökkenése irányában hatnak. A folyó transzferek a fogyasztáshoz kapcsolódó, a rendelkezésre álló jövedelmet növelő támogatások (pl. közvetlen agrártámogatások), amelyek a fizetési mérlegben a másodlagos, valamint egyéb elsődleges jövedelmek között szerepelnek. Ezzel szemben a tőketranszferek jellemzően beruházásokat finanszírozó támogatások, amelyek a tőkemérlegben szerepelnek. A kapott támogatás nagyságát is kétféle módon lehet vizsgálni: a bruttó transzfer az az összeg, amelyet az ország az EU-tól támogatásként kap, míg a nettó transzfer az EU-tól kapott támogatásokon (bevétel) kívül figyelembe veszi az EU-ba történő befizetéseket (kiadás) is.

A Magyarország által kapott transzfereket többféle alap biztosítja. A források számottevő része a Kohéziós Alapból és a Strukturális Alapokból (Európai Regionális Fejlesztési Alap, Európai Szociális Alap)³ származik, melyek kiemelt célja a konvergencia, a regionális versenyképesség javítása és a foglalkoztatás bővítése. Emellett az EU a mezőgazdaság támogatására és a vidékfejlesztésre külön forrásokat biztosít

¹ A cikket a jegybank Fizetési mérleg jelentéséért felelős Makrofinanszírozás és külső egyensúly főosztály munkatársai készítették. A szerzők felhasználták a Fizetési mérleg jelentés készítése során szerzett tapasztalatokat, azonban a cikk a múltbeli folyamatokat bemutató jelentés szűk kereteinél jóval mélyebben, illetve az új ciklusra vonatkozó elemzéssel kibővítve mutatja be az EU transzferek témakörét.

² Fontos emellett azt is tudni, hogy itt a transzferek eredményzempléletű értéke jelenik meg. Ezzel szemben a pénzügyi mérlegben az átutalt EU-transzfer a devizatartalék változásában jelenik meg – az állam ugyanis az euróban kapott transzfereket a jegybanknál váltja át forintra, ezzel növelve a jegybank tartalékait, illetve a gazdaság külföldi eszközeit. Ami tehát a folyó- és tőkemérlegben keresztül növeli a külső finanszírozási képességet, a pénzügyi mérlegben a devizatartalék emelkedésén keresztül külföldi forráskiáramlásként értelmezhető (azaz az EU-transzferek beérkezésével és felhasználásával ceteris paribus mérséklődik a gazdaság külső forrásokra való ráutaltsága).

³ 2013-tól Európai Strukturális és Beruházási Alapok.

az Európai Mezőgazdasági Garancia Alapon, illetve az Európai Mezőgazdasági és Vidékfejlesztési Alapon keresztül. E meghatározó mértékű támogatások mellett kisebb összegű források hívhatók le kulturális és ifjúsági programokra, fogyasztóvédelemre, illetve egyéb célokra.⁴

Az EU finanszírozási összegének meghatározását és felosztását az Európai Bizottság koordinálja. A teljes, támogatásra fordítható keret meghatározása után a források egyrészt a célkitűzések (konvergencia, regionális versenyképesség, európai területi együttműködés, foglalkoztatás), másrészt a tagállamok között kerülnek felosztásra. Az egyes tagállamok finanszírozási keretének meghatározásakor figyelembe veszik „a támogatásra jogosult népességet, nemzeti és regionális prosperitást, illetve a munkanélküliségi rátát”, ezután döntenek a tagállamok által megfogalmazott operatív programok elfogadásáról (*Európai Bizottság 2007*).

A források elosztása és felhasználása hosszú folyamat eredménye, a költségvetési kötelezettségvállalások végrehajtása alaponként és célkitűzésenként éves szinten történik. A felhasználható források ugyanakkor nem vesznek el automatikusan a költségvetési időszak végén. A támogatási keret lehívására a ciklus zárulását követő második év végéig van lehetőség (n+2 szabály)⁵, így csak azokat a forrásokat vonja vissza az Európai Bizottság, melyekre eddig az időpontig nem érkezett fizetési kérelem. Ennek köszönhetően a 2007–2013-as költségvetési időszakra jutó támogatások felhasználása 2014-ben és 2015-ben is folytatódhatott (*Európai Bizottság 2007*).

2. Az EU-transzferek múltbeli felhasználása

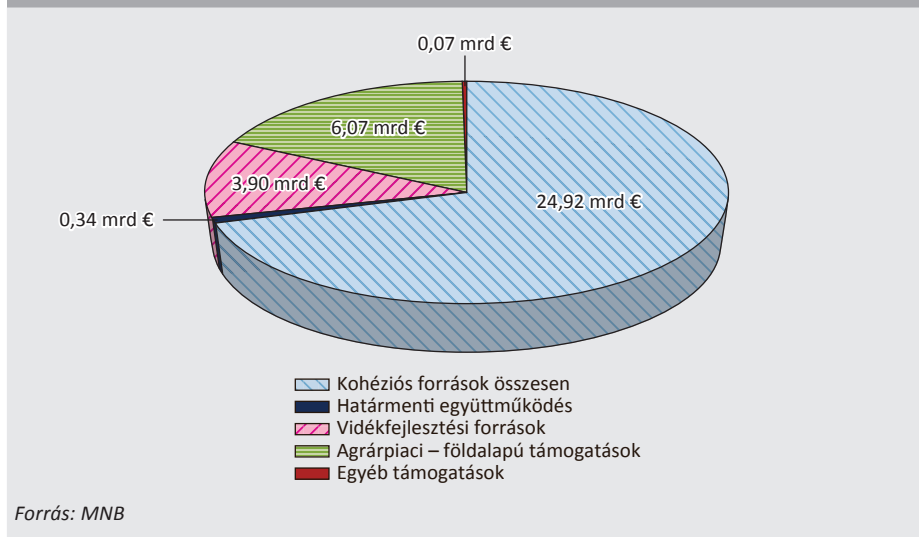
Az EU kötelezettségvállalása alapján a 2007–2013-as költségvetési ciklusban 35,3 milliárd euró (280 forint/euró átlagos időszakai árfolyamon számítva közel 9900 milliárd forint) támogatás illette meg hazánkat, ami az éves GDP mindegy 35 százalékát jelenti. A keret legnagyobb része a Strukturális Alapokból és a Kohéziós Alapból származott, ezek a források 24,9 milliárd eurót (7000 milliárd forint) tettek ki (a két alapra a következőkben kohéziós politika forrásaiként fogunk hivatkozni). Emellett a keret meghatározó részét képezte a közvetlen mezőgazdasági támogatások 6 milliárd eurós (1700 milliárd forint) és a vidékfejlesztési támogatások 3,9 milliárd eurós (1000 milliárd forint) beáramlása. A felhasznált források kisebb része, közel 0,3 milliárd euró (100 milliárd forint) a határmenti együttműködés keretében került felhasználásra. Az EU-tól kapott támogatásokat az adicionalitási feltétel miatt

⁴ Az EU közösségi politikáihoz rendelt pénzügyi eszközökről bővebben lásd az EU Tájékoztató Szolgálat honlapját és az EU „A kohéziós politika 2007–2013” című kiadványát: http://ec.europa.eu/regional_policy/sources/docoffic/official/regulation/pdf/2007/publications/guide2007_hu.pdf.

⁵ Portugáliára, Görögországra és a 2004-ben csatlakozott tagállamokra (köztük Magyarországra) a hasonló elvű, n+3 szabály vonatkozott 2010-ig.

szükséges önrész egészítette ki, melyet a hazai költségvetés biztosított mintegy 7,2 milliárd euró (2000 milliárd forint) értékben (MNB 2016).

1. ábra
Magyarország EU-transzferekre vonatkozó keretösszege a 2007–2013 ciklusban
 (milliárd euró)



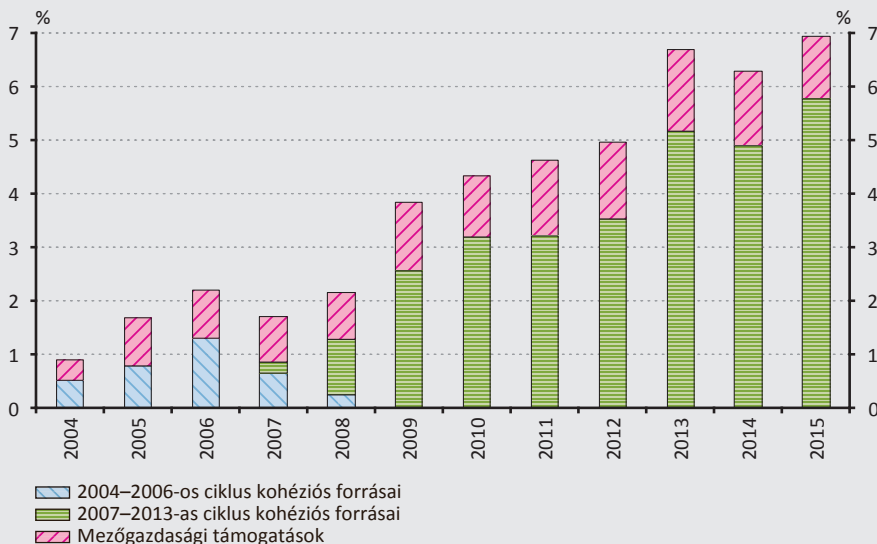
Az EU által biztosított finanszírozási keret devizában kerül meghatározásra, így a hazánkban nyújtott EU-támogatások összegét a forintárfolyam alakulása is befolyásolja. Mivel a támogatásokra jogosultak mindig forintban nyújtják be a számlákat, a forint gyengülése esetén kevesebb deviza szükséges a kiegyenlítéséhez. A költségvetési ciklus tervezése 280 forint/euró árfolyamon történt, így a forint gyengülésével párhuzamosan az időszakban jelentősen emelkedett az EU-támogatások forintban kifejezett értéke. Ennek köszönhetően a tervezett, 9900 milliárd forintos szintet mintegy 380–400 milliárd forinttal haladhatja meg a felhasználható források értéke, melynek eredményeként több projekt kerülhet megvalósításra a 2007–2013-as időszakra jutó támogatásból. (ÁSz, 2015). Az árfolyam gyengülése ugyanakkor a beruházások importtartalmán keresztül a tervezettnél magasabb költségeket is eredményez, ami fékezi a projektek számának emelkedését. Mindaddig, amíg a költségoldalon jelentkező árfolyamhatás visszafogottabb a támogatások forintértékének emelkedésénél, addig az árfolyam gyengülése több beruházás megvalósulását eredményezheti.

2.1. Az EU-transzferek alakulása általánosságban

2007 és 2015 között nettó 33,4 milliárd euró transzfert használtak fel a belföldi szereplők. A felhasznált EU-támogatások mértéke a 2007–2013-as a költségvetési ciklus végét követően 2015-ben érte el maximumát, amelyet az n+2 szabály tett lehetővé. A fizetési mérlegben megjelenő, a korábbi ciklusból származó forrásokat is tartalmazó transzferek felhasználása 2009-et követően gyorsult fel, a nettó transzfer-felhasználás a korábbi 1 százalékos körüli szintről ekkor már a GDP 3 százaléka közelében alakult. „Az egyes EU-költségvetési periódusokat követő két évben is felhasználható a Kohéziós és Strukturális Alapok forrásainak addig le nem hívott része. Így történt ez a 2004–2006-os költségvetési ciklusban is, amikor a keretösszeg közel 30 százaléka 2008-ban és 2009-ben került felhasználásra. A 2007–2013-as költségvetési periódusban az előző ciklushoz képest jelentősen, a GDP 24 százalékaival emelkedő EU-támogatási keretösszeg felhasználása fokozatosan bővülő lehívás mellett valósult meg.⁶ A 2013 utáni két évben az EU-forrás-beáramlás a GDP 6–7 százaléka között alakult, amelyet szintén az n+2 szabály tett lehetővé.” (MNB 2016, 24.o.) Érdemes megjegyezni, hogy az EU-támogatások ingadozását alapvetően a Kohéziós és Strukturális Alapok forráslehívásai okozzák, a GDP 1 százaléka körüli mezőgazdasági támogatások (ami kisebb részben a vidékfejlesztési alap támogatásait is tartalmazza) viszonylag egyenletesen oszlanak meg az évek között (MNB 2016).

2. ábra

Az EU-transzferek bruttó beáramlásának megoszlása költségvetési ciklusonként
(a GDP arányában)



Forrás: MNB

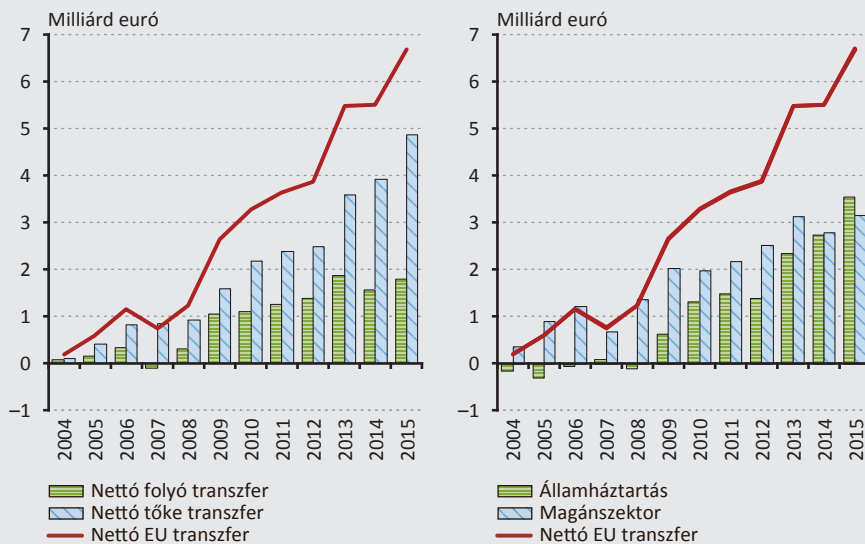
⁶ A 2007–2013-as költségvetési ciklus forrásainak érdemi felhasználása csak 2009-től kezdődött meg, 2007-ben és 2008-ban jellemzően még a korábbi ciklus forrásainak felhasználása zajlott.

A beruházásokat támogató tőke-transzferek egyre nagyobb részét tették ki a felhasznált támogatásoknak, miközben 2015-re – a korábban jellemző tendenciával szemben – az állam által kapott transzferek meghaladták a magánszektorét. A tőke-transzferek felhasználása a GDP 1–2 százalékáról 5 százalék közelébe növekedett az elmúlt években. E források jellemzően valamilyen beruházás megvalósítását támogatják, így meredek emelkedésük a beruházás dinamikájára is érdemi hatást gyakorolt. A nettó folyó transzferek ezzel szemben 2009-et követően csak enyhén emelkedtek, és így az időszak végén a GDP mintegy 1,5–2 százalékát tették ki évente. E folyó tételek legnagyobb részét olyan mezőgazdasági támogatások teszik ki, melyek egy-egy projekt létrejöttétől függetlenül, területalapon kerülnek meghatározásra, így a tőke-transzfereknél stabilabb a felhasználásuk. A folyó tételek között jelennek meg a tagállami befizetések is. Az EU költségvetéséhez szükséges forrásokat a tagállamok befizetései biztosítják, melyek közül az egységes kulcs alapján fizetett GNI-alapú hozzájárulás és az áfa-alapú befizetések jelentik a legnagyobb bevételt. Hazánk EU-ba irányuló befizetései döntően az államháztartás kiadásaiban jelennek meg, és stabilan a GDP 1 százaléka körül alakultak a költségvetési időszakban (a magyar befizetésekről részletesebben lásd a mellékletet). A magánszektor által felhasznált EU-támogatások 2013-ig jelentősebb mértékben meghaladták az állami felhasználást. Ekkortól azonban – vélhetően a 2007–2013-as költségvetési ciklus

3. ábra

A nettó EU-transzferek* folyó/tőke, illetve szektorális bontása

(GDP-arányos értékek)



*Az EU-tól kapott támogatásokon kívül figyelembe veszi az EU felé történő kifizetéseket is. Az EU felé történő kifizetések a folyó transzferek mértékét csökkentik.

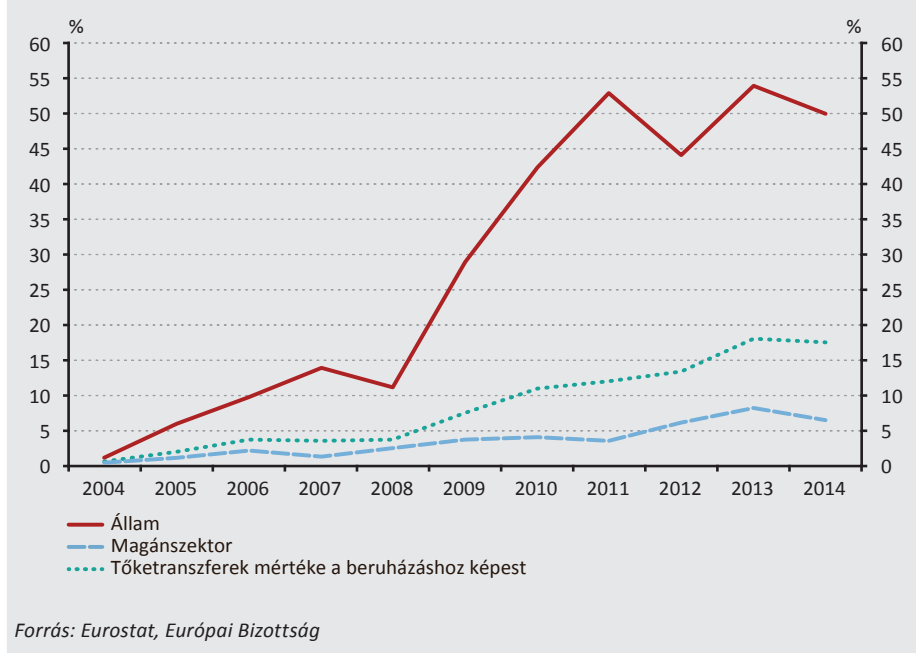
Forrás: MNB

lezárulásához köthető gyorsabb forráslehívás érdekében – az államháztartáshoz érkező transzferek gyors emelkedésnek indultak, és 2015-re az állam már több transzfert használt fel, mint a magánszektor.

Az állami és magánberuházásokon belül egyaránt emelkedett a tőketranszferek szerepe. Az EU-forrásokból megvalósuló állami beruházások és az állami tőketranszfer-felhasználás meredeken emelkedett 2008 után. 2011-ben az állami beruházásokon belüli EU-transzfer aránya már meghaladta az 50 százalékot, és 2013–2014-ben is hasonló szinten alakult.⁷ A magánszektor beruházásain belül alacsonyabb szinten maradt, de fokozatosan emelkedett az EU-forrásokból finanszírozott beruházások aránya, így 2011 után már 5–8 százalékot tett ki. Érdekes kérdés, hogy a transzferekből megvalósított beruházások jelentős aránya mellett mennyire teljesült az additionalitásra vonatkozó feltétel. Az EU a támogatásokhoz kapcsolódó önrész mellett ugyanis azt is előírja, hogy a kedvezményezett országnak milyen beruházásokat kell még végrehajtania annak érdekében, hogy a támogatás ne a költségvetési hiányt finanszírozza. (Tanulmányunkban alapvetően a források közvetlen adatait elemezzük, így az additionalitás kérdése inkább egy, az EU-források hatásaira koncentrááló kutatásnak lehetne témája).

4. ábra

A tőketranszferek beruházáshoz viszonyított arányának alakulása



⁷ Az államháztartási szektor részét képezik a nagy állami infrastruktúrafejlesztő, illetve -működtető vállalatok is (pl. Nemzeti Infrastruktúra Fejlesztő Zrt., Magyar Közút Nonprofit Zrt.).

2.2. A kohéziós politika forrásai

Az EU a 2007–2013-as ciklusban a költségvetésének jelentős részét a kohéziós politika eszközein keresztül az Unió gazdasági, társadalmi és területi kohéziójának erősítésére fordítja. Ezen belül is a konvergencia (a legszegényebb, közösségi átlag GDP 75 százaléka alatti régiók támogatásán keresztül), illetve a regionális versenyképesség és foglalkoztatás elősegítését tűzte ki célul. A célokhoz az Európai Regionális Fejlesztési Alap (ERFA), az Európai Szociális Alap (ESZA) és a Kohéziós Alap (KA) biztosítanak finanszírozási forrást. Az ERFA célja a régiók közötti egyenlőtlenségek csökkentése, az ESZA elsősorban a foglalkoztatási és oktatási fejlesztésekre koncentrálna, a KA pedig az országot támogatja, amelyekben az egy lakosra jutó bruttó nemzeti jövedelem (GNI) nem éri el az EU átlagának 90 százalékát – utóbbi főként a környezetvédelem és a közlekedés területén finanszíroz nagyméretű fejlesztéseket.

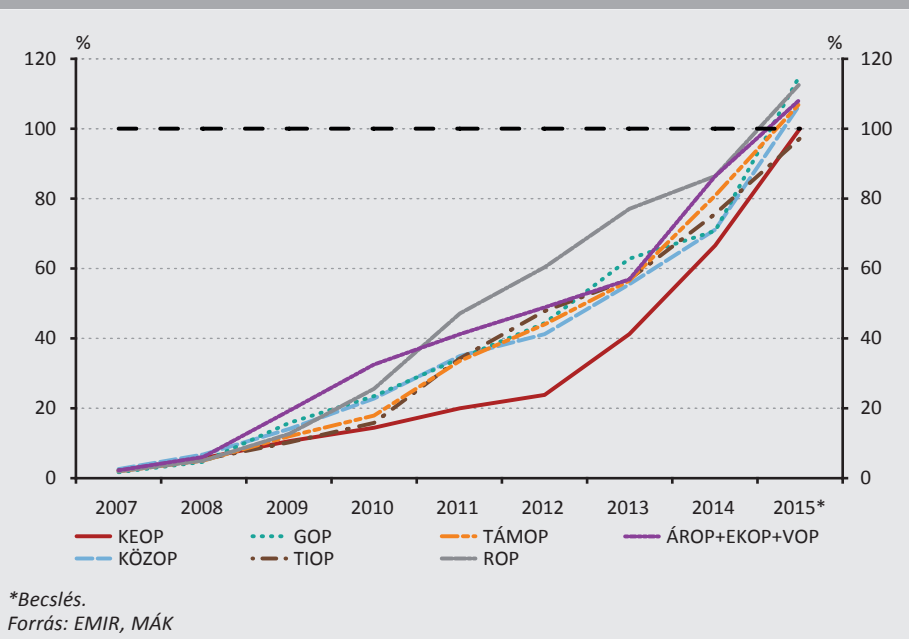
A 2007–2013-as költségvetési ciklusban Magyarországnak 24,9 milliárd euró forrást allokáltak a strukturális alapokon (ERFA, KA és ESZA) keresztül, ezt egészíti ki további közel 4,4 milliárd euróval (valamivel több, mint 15 százalékkal) a nemzeti hozzájárulás. A Magyarországnak nyújtott források jelentős része a konvergencia célkitűzésre lett allokálva, az alapok közül pedig az Európai Regionális Fejlesztési Alap, illetve a Kohéziós Alap finanszírozta a projektek legnagyobb részét (Lehmann–Nyers 2009). A Magyarország számára megítélt összegek lehívásának keretrendszerét a Nemzeti Stratégiai Referenciakeret (NSRK) adja, és ezen belül Magyarország összesen 15 operatív programot határozott meg: hét ágazati, hét regionális és egy végrehajtási operatív programot. Az operatív programokról elmondható, hogy a ciklus során a legnagyobb támogatást a közlekedési (KÖZOP), a környezeti és energetikai (KEOP), valamint a regionális fejlesztéseket célzó operatív programok (ROP) kapták (NFÜ 2012). A 2007–2013 ciklus operatív programjainak legfontosabb jellemzőit az 1. táblázat foglalja össze.

Az egyes operatív programok kifizetéseinek időbeli lefutása igen heterogén volt, ugyanakkor 2015 végére a magyar állam az összes operatív program teljes keretösszegét kifizette – miközben a programok többségében túlkötés is történt. Az operatív programok közül a regionális operatív programok (ROP) felfutása volt az egyik legegyszerűsebb. Ezen belül is érdemes külön kiemelni a közép-magyarországi operatív programokat, amelynek kifizetéseit a leggyorsabban sikerült teljesíteni. Továbbá a nyugat- és dél-dunántúli régiók, valamint a dél-alföldi régió kifizetése az átlagosnál jobban teljesültek. Az észak-alföldi, az észak-magyarországi, valamint a közép-dunántúli régiókban megvalósuló projektek ugyanakkor az átlagosnál lassabban tudták számlával igazolni a projektek elkészültét. A többi operatív programot tekintve elmondható, hogy „farnehéz”, tehát az utolsó években felgyorsuló kifizetés volt jellemző. Ez alól talán a végrehajtási operatív program (VOP) jelent még kivételt: a program céljából (technikai segítségnyújtás) fakadóan ugyanis viszonylag egyenletesen kerültek lehívásra a források. A Környezet és Energetika operatív program

1. táblázat			
Az operatív programok jellemzői			
	mrd €	Alap	Célok
Ágazati operatív programok			
Gazdaságfejlesztési OP (GOP)	2,9	ERFA	Tartós gazdasági növekedés, termelékenység javítása
Közlekedési OP (KÖZOP)	5,7	ERFA/KA	Közlekedésfejlesztés
Környezet és Energetika OP (KEOP)	4,5	ERFA/KA	Munkaerő termelékenységének növelése, társadalmi különbségek csökkentése (képzési, oktatási, egészségügyi projektek)
Társadalmi Megújulás OP (TÁMOP)	3,5	ESZA	Oktatás, egészségügyi, munkaerő-piaci és szociális szolgáltatások infrastruktúrájának fejlesztése
Társadalmi Infrastruktúra OP (TIOP)	1,8	ERFA	Környezeti problémák mérséklése
Elektronikus Közigazgatás OP (EKOP)	0,3	ERFA	Közigazgatáson belüli informatikai fejlesztése
Államreform OP (ÁROP)	0,1	ESZA	Közigazgatási rendszer teljesítményének, szolgáltatások színvonalának növelése
Regionális operatív programok (ROP)			
Közép-magyarországi OP (KMOP)	1,5	ERFA	Életminőség javítása, foglalkoztatottság emelése, új munkahelyek teremtése, hátrányos helyzetű térségek felzárkóztatása
Dél-dunántúli OP (DDOP)	0,7		
Közép-dunántúli OP (KDOP)	0,5		
Nyugat-dunántúli OP (NYDOP)	0,5		
Dél-alföldi OP (DAOP)	0,7		
Észak-alföldi OP (ÉAOP)	1,0		
Észak-magyarországi OP (ÉMOP)	0,9		
Végrehajtást segítő operatív program			
Végrehajtási OP (VOP)	0,3	KA	Technikai segítségnyújtás
Összesen	24,9		
<i>Forrás: ÁSz (2015)</i>			

(KEOP) – részben a projektek jelentős méretéből következően – csak igen lassan, 2012-t követően fizette ki a támogatások közel 80 százalékát. Mivel az utóbbi program igen magas keretösszeggel rendelkezik, ezért elmondható, hogy az utóbbi évek EU-támogatásainak jelentős részét környezetvédelmi céllal fizették ki.

5. ábra
Az egyes operatív programok kifizetései



Az operatív programok esetében „túlkötésekre” is sor került, amik azonban nem egyenletesen jelentkeztek. A túlkötés azt jelenti, hogy a magyar állam az EU által rendelkezésre bocsátott keretnél jellemzően több EU-s pályázati pénzt fizetett ki. Erre azért van szükség, mert általa biztosítható, hogy az esetlegesen felmerülő bizottsági kifogások miatt ne legyen forrásvesztés. A többlet-számlaállományt fel lehet használni a Bizottsággal már korábban elszámolt tételek esetében utólag felmerülő esetleges problémák „fedezetére”, a kiküldött és kiküldésre kerülő, esetlegesen nem megfelelő számlák helyett, illetve a felfüggesztésre került kifizetések esetében a pénzügyi korrekcióra.⁸ Az operatív programok közül nominálisan nézve a közlekedési (KÖZOP) és gazdaságfejlesztési (GOP) programok esetében figyelhető meg a legnagyobb mértékű túlkötés. Mindkét operatív program a nagyobb keretösszeggel rendelkező operatív programok közül való, így a túlkötés vélhetően azzal is magyarázható, hogy a pénzügyi korrekciókhoz, illetve az EU által esetlegesen kifogásolt számlák helyett tudjon újabbakat benyújtani a magyar állam. A túlkötés emellett a programok népszerűségét, illetve a gazdaságpolitika céljait, a gazdaság növekedési potenciájának erősítését is jelezheti. Érdemes megjegyezni, hogy a GOP „népszerűségét” az is alátámaszthatja, hogy az új költségvetési ciklusban a teljes

⁸ Amennyiben a Bizottság és a magyar hatóságok meg tudnak állapodni az ún. pénzügyi korrekció mértékéről, akkor a vitatott beruházásoktól elvont támogatást új projektekre lehet átcsoportosítani. Az elvonás által sújtott beruházások esetében pedig nagy valószínűséggel a költségvetésnek kell fedeznie az összeget.

keretösszeg csökkenése ellenére jelentősen több forrást terveznek ide allokálni, mint a 2007–2013-as ciklusban. A társadalmi infrastruktúrák (TIOP) projektek, illetve a KEOP és ÁROP programok túlfizetései ugyanakkor elhanyagolható mértékűek. A többi programot tekintve 5–20 százalék közötti túlkötés figyelhető meg.

A 2015. december végéig rendelkezésre álló adatok alapján várhatóan nem következik be forrásvesztés a 2007–2013-as pénzügyi ciklusból, vagyis a rendelkezésre álló 24,9 milliárd euró keret teljes egészét kifizette a magyar állam. A 2015 végén rendelkezésre álló információk alapján elmondható, hogy az Európai Unió a 15 operatív programra már kifizette a keret jelentős részét (mintegy 22 milliárd eurót), és a már meglévő számlák alapján Magyarország további 2,9 milliárd euró értékben kaphat támogatást az EU-tól a 2007–2013-as ciklushoz kapcsolódóan (6. ábra):

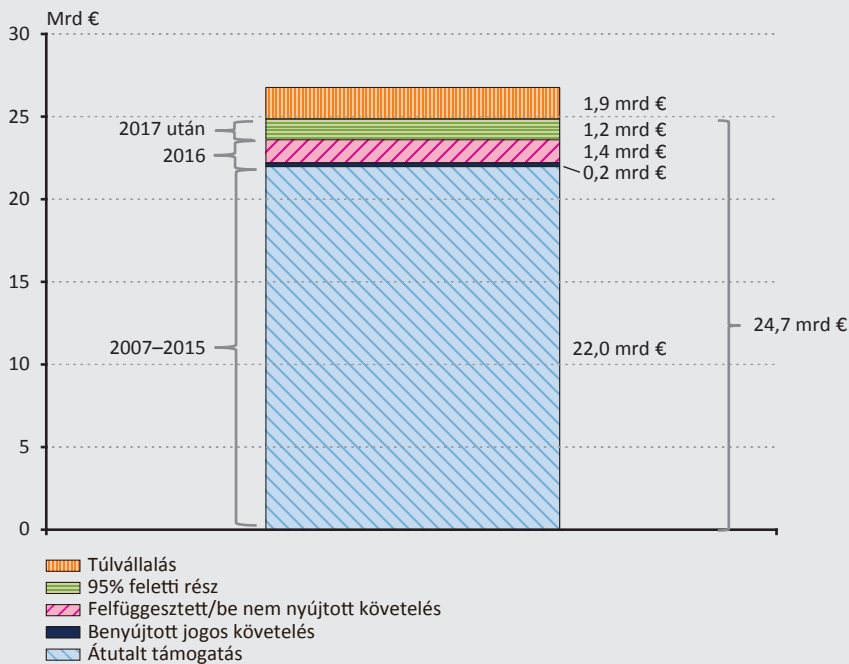
- i. A magyar állam 2015 decemberéig 0,2 milliárd euró értékben nyújtott be számlákat, melyek kifizetése 2016-ban várható.*
- ii. Az Európai Bizottság által át nem utalt összegek közül jelentős részt tesznek ki az ún. felfüggesztett vagy a felfüggesztés miatt be sem nyújtott összegek (1,4 milliárd euró). A felfüggesztések közül leginkább a közlekedési program (KÖZOP) érintett, jelenleg 573 millió euró kifizetése van felfüggesztve. A KÖZOP kifizetéseit a Bizottság még 2013 decemberében szakította meg az ún. aszfaltkeverő ügy⁹ miatt, majd 2015 nyarán fel is függesztette, miután nem sikerült megegyezni a pénzügyi korrekció mértékéről. Emellett a Társadalmi megújulás (TÁMOP), Társadalmi infrastruktúra (TIOP) esetében is vannak vitatott tételek.*
- iii. A szabályok szerint a támogatások utolsó 5 százalékát, mintegy 1,2 milliárd eurót az EU nem utalja át a tagországok részére, míg az adott támogatás teljes körű ellenőrzése le nem zajlik (a 2007–2013-as ciklushoz kapcsolódóan várhatóan 2017–2018-ban fog utalni a Bizottság).*

A rendelkezésre álló adatok alapján Magyarország 1,9 milliárd euróval, a teljes keret közel 8 százalékával túlbiztosította magát. Az összes operatív programot tekintve mintegy 1,9 milliárd eurós túlkötésre került sor, azaz az EU által rendelkezésre bocsátott keretnél ennyivel több EU-s pályázati pénzt fizetett ki a magyar állam, így a függőben lévő vitás kérdésektől függetlenül a rendelkezésre álló jelentős túlkötés miatt nem valószínűsíthető forrásvesztés. Érdemes ugyanakkor azt is megjegyezni, hogy bár Magyarország az abszorpció esetében igen jól teljesített, ez nem feltétlenül jelenti azt is, hogy a projektek gazdasági felzárkózásra gyakorolt hatása is Magyarország esetében volt a legnagyobb. Nagy–Heil (2013) például azt találta, hogy a kohéziós politika forrásainak felhasználásakor az abszorpció előtérbe helyezése miatt döntően rövid és kevésbé komplex projektek kerülnek megvalósításra, miközben

⁹ Az EU szerint a magyar szabályok diszkriminatívan csak egy 50 kilométeres körben telephellyel rendelkező beszállítóknak tették lehetővé az aszfalt szállítást az útépitésekhez.

a gazdaságra gyakorolt nagyobb mértékű hatás jellemzően az összetettebb, innovatívabb, és éppen ezért csak hosszabb lefutású projektek esetében valószínűsíthető. A források hatékonyabb felhasználását ugyanis olyan kiegészítő politikák alkalmazása segíthetné elő, ami növeli a fejletlenebb régiók forrás-felhasználási potenciálját (például a kutatás-fejlesztéshez kapcsolódó háttérstruktúra megteremtésével), ami azonban rendkívül időigényes intézkedés lenne. A teljes forráslekötés további következménye, hogy bár a 2007–2013-as pénzügyi ciklus támogatásait az elmúlt két évnek köszönhetően teljes mértékben igénybe tudta venni Magyarország, az előző ciklus adminisztrációs terhei miatt a 2014–2020-as új pénzügyi időszakhoz kapcsolódóan csak később kezdődhettek meg a pályázati kiírások, illetve a szerződéskötések.

6. ábra
A 2007–2013-as költségvetési ciklus kohéziós támogatásainak felhasználása 2015. december végéig

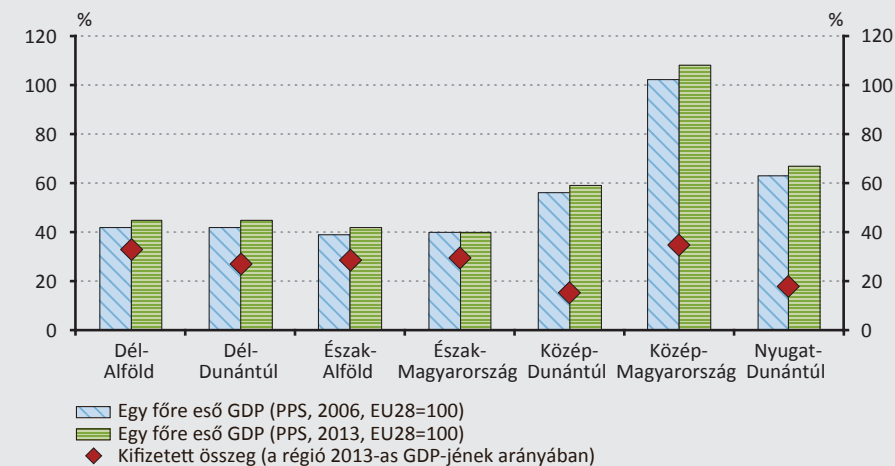


Forrás: MÁK

A hazánkba érkező transferek regionális felhasználását tekintve a legtöbb forrást Közép-Magyarország kapta, de a kevésbé fejlett régiók támogatása is jelentős volt. Közép-Magyarországon az egy főre eső GDP az ország többi részének átlagát jelentősen, az EU átlagát pedig kis mértékben haladja meg. A régió egy főre eső GDP-jében 2006–2013 között is érdemi növekedést figyelhettünk meg, amit az időszak alatt

végrehajtott közlekedési és infrastrukturális beruházások (4-es metró, M0 körgyűrű meghosszabbítása) is támogattak. Az egy főre eső GDP szempontjából Közép-Magyarország után a Nyugat-Dunántúl és Közép-Dunántúl számít a két legfejlettebb régiónak. E területek az elmaradottabb területeknél kevesebb EU-támogatáshoz jutottak a GDP-jük arányában, ám ennek ellenére az EU-átlagához történő felzárkózásuk jelentősebb volt. Az ország kevésbé fejlett régióiban az egy főre eső GDP az EU 28 országához képest 2006-ban és 2013-ban egyaránt 40 százalék körül alakult. Ez az elmaradottság ezeken a területeken a jelentős – 2013-ban átlagosan a GDP 30 százalékát elérő – EU-forrásbeáramlás ellenére is érdemi maradt, ami arra utal, hogy a régiók földrajzi elhelyezkedése is befolyásolja a felzárkózás ütemét. Mindemellett elképzelhető, hogy az EU-támogatások felhasználása nélkül a válság negatív hatásai komolyabb lemaradást eredményeztek volna e régiók növekedésében.

7. ábra
Az EU-transzferek felhasználása az egyes régiókban



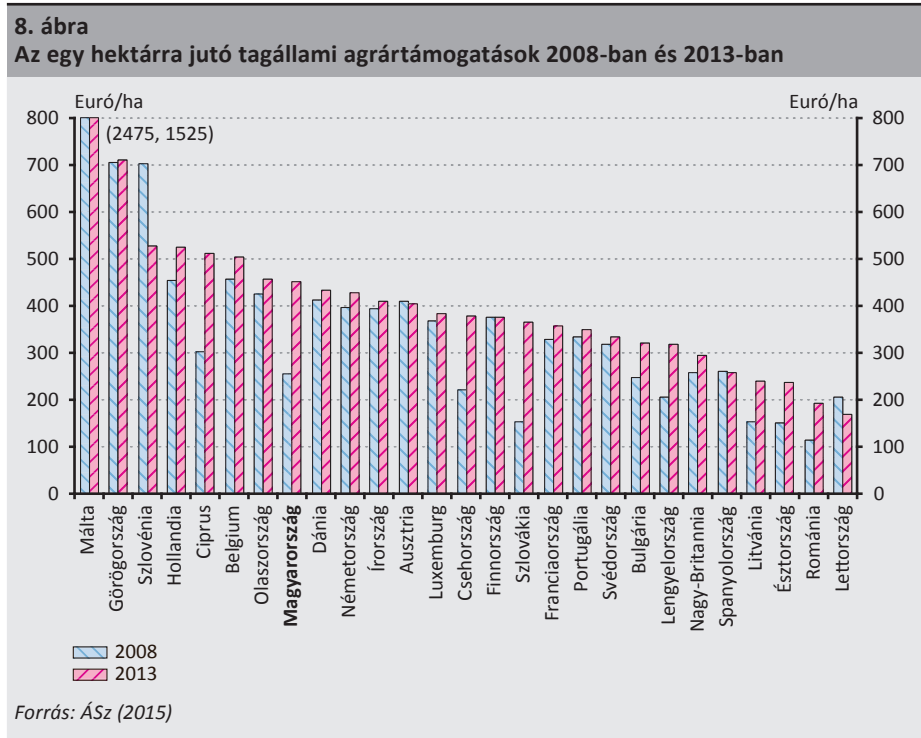
Forrás: EMIR, KSH, Eurostat

2.3. Mezőgazdasági és vidékfejlesztési támogatások

A mezőgazdasági és vidékfejlesztési támogatások egyik típusa a közvetlen termelői és agrárpiaci támogatások, a másik pillér pedig a vidékfejlesztési támogatás. A közös agrárpolitika (KAP) az Európai Unió agrártámogatási rendszere, ahonnan Magyarországra két forrásból érkeznek mezőgazdasági támogatások. Az uniós finanszírozás jelentős hányada az Európai Mezőgazdasági Garanciaalapból (EMGA) közvetlen támogatás formájában biztosít forrást a termelők és az agrárpiac részére. Az agrártámogatások rendszerének másik pillére az Európai Mezőgazdasági Vidékfejlesztési Alap (EMVA), ahonnan a vidékfejlesztési támogatások érkeznek. A két

forrásból Magyarország a csatlakozás óta 2013-ig összesen 12,5 milliárd eurós finanszírozáshoz jutott hozzá.

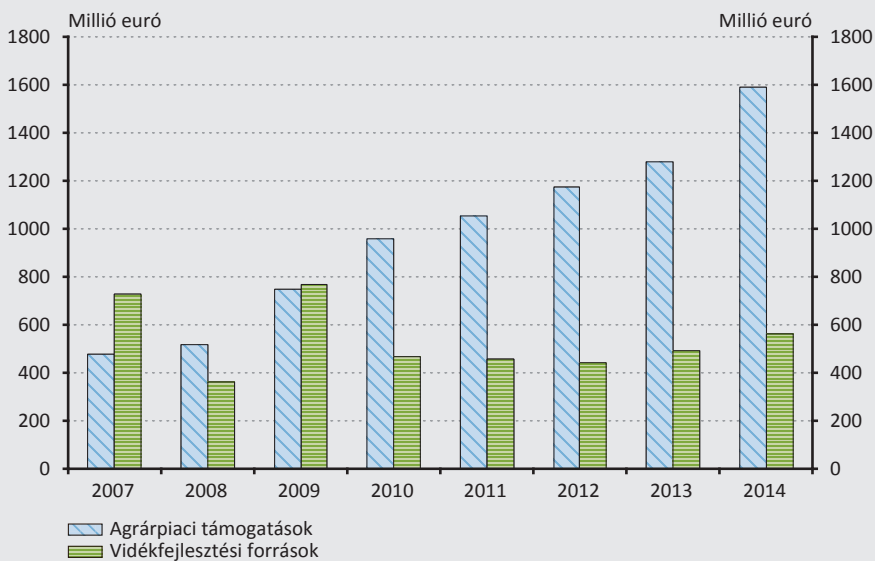
Az unióból érkező agrár- és vidékfejlesztési támogatások szintje már 2008-ban is magas volt Magyarországon, ami a 2007–2013-as ciklusban tovább emelkedett (8. ábra). Az évek során fokozatosan emelkedő közvetlen támogatásoknak köszönhetően 2013-ra az egy hektárra jutó agrártámogatás több mint másfélszeresére emelkedett – ezzel a 2004-ben csatlakozott országok közül Magyarország kapja a legmagasabb mértékű támogatást.



Magyarország számára az EU-csatlakozás óta fokozatosan bővült a hozzáférés a közös agrárpolitika első pilléréként tekinthető EMGA-ból származó támogatásokhoz – a támogatások felhasználásának fokozatos emelkedésében szerepet játszott az eltérő finanszírozási szabály is. Az újonnan csatlakozott országok számára 2004-ben a lehívható összeg az EU-15-ök átlagának 25 százaléka volt, majd ez az arány évről évre fokozatosan emelkedett, míg 2013-ra elérte az EU-15 országok támogatásának szintjét. Az EMGA-források számottevő részét (95%) közvetlen földalapú támogatásokra, a maradékot (5%) pedig egyéb támogatásokra fordították. A közvetlen termelői támogatás lehívására az a földterület jogosult, amelyen elsősorban

mezőgazdasági tevékenységet folytatnak. A közvetlen támogatások felhasználásának rendszere eltér az Európai Unió más szervezeteitől származó finanszírozásoknál megszokottól. A jogosultak számára a kifizetés az adott költségvetési évben megtörténik, az időszakra jutó támogatás teljes összege felhasználásra kerül, így nincs szükség az n+2 éves szabályra. Emiatt a közvetlen támogatások felhasználására vonatkozó adatok már az adott év lezárulását követően számszerűsíthetők. A csatlakozás óta fokozatosan bővült a lehívható keret, ami a támogatások felhasználásának emelkedésében is megmutatkozott: az országba érkező közvetlen termelői támogatás a 2007-es közel 0,5 milliárd eurós szintről 2014-re több mint háromszorosára nőtt, és megközelítette az 1,6 milliárd eurót (9. ábra).

9. ábra
Az uniós agrártámogatások alakulása



Forrás: ÁSz (2015)

Az európai közös agrárpolitika második pillére a vidékfejlesztési támogatások rendszere, melyet az EMVA biztosít a tagországok számára. Ezen támogatások célja a (i) mezőgazdasági és az erdészeti ágazat versenyképességének javítása, (ii) a környezetvédelem támogatása, (iii) a vidéki életminőség javítása, valamint (iv) a gazdasági tevékenység diverzifikálásának ösztönzése a vidéki területeken. A vidékfejlesztési támogatások a közvetlen termelői támogatásokkal ellentétben nem automatikusan kerülnek a források felhasználóihoz, hanem a fejlesztési alapokhoz hasonlóan pályázatok útján. A kohéziós politika forrásaihoz hasonlóan a pályázatok elbírálása után az egyes projektek megvalósításához n+2 év áll rendelkezésre, azaz a költség-

vetési periódus lezárulását követően a támogatások lehívására további két évig nyílt lehetőség. Ennek köszönhetően a vidékfejlesztési támogatások kerete szinte teljes egészében lehívásra került.

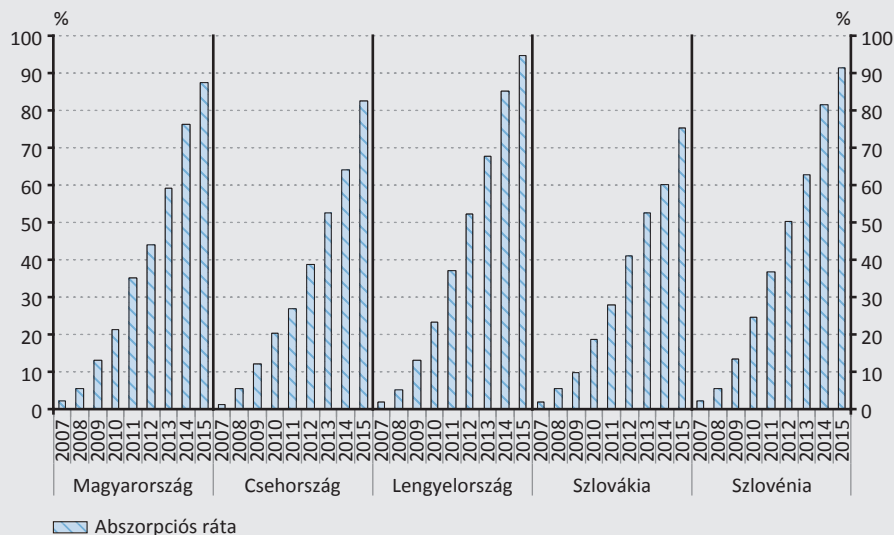
3. Nemzetközi tapasztalatok

Az Európai Unió belüli regionális különbségek csökkentése és felszámolása érdekében a Kohéziós és Strukturális Alapok alapvetően beruházásokat finanszíroznak. Ezek a források arra szolgálnak, hogy a tagállamok az EU magországaihoz csökkentsék hátrányukat, fejlettségbeli lemaradásukat. Emiatt fontos, hogy a 2004-ben csatlakozott országok megfelelően, e célok megvalósítására használják fel a támogatásokat. Így a 3. fejezetben az EU-források felhasználásáról készített nemzetközi összevetésünket mutatjuk be.

3.1. Abszorpció arányok

A legtöbb ország már lehívta a kohéziós politika forrásainak jelentős részét, ám a magyar gazdaság forrásfelhasználása nemzetközi szinten jelentősnek tekinthető. Magyarország 2015 végére a rendelkezésére álló források közel 90 százalékát lehívta, ami a régió országaihoz és a tagállamokhoz képest is kedvező. A visegrádi országokban hasonlóan alakul a kohéziós politika forrásainak felhasználása, ugyanakkor

10. ábra
A kohéziós politikai források lehívásának alakulása
(a teljes keret arányában)



Forrás: Európai Bizottság

a magyar abszorpciós rátánál csak Lengyelország 90 százalék feletti mutatója kedvezőbb.¹⁰ A lengyelek magas forráslehívását egyrészt a támogatások elosztását végző nagyon hatékony intézményrendszer, másrészt az infrastrukturális beruházások magas aránya is támogatta (ÁSz 2015). A régióban még Szlovénia forrásfelhasználása magasabb hazánkénál, míg Szlovákia elmarad a régió országainak szintjétől, amiben szerepet játszhat, hogy az EU több nagy állami beruházást, kifizetést leállított csalás és korrupció gyanúja miatt (ÁSz 2015).

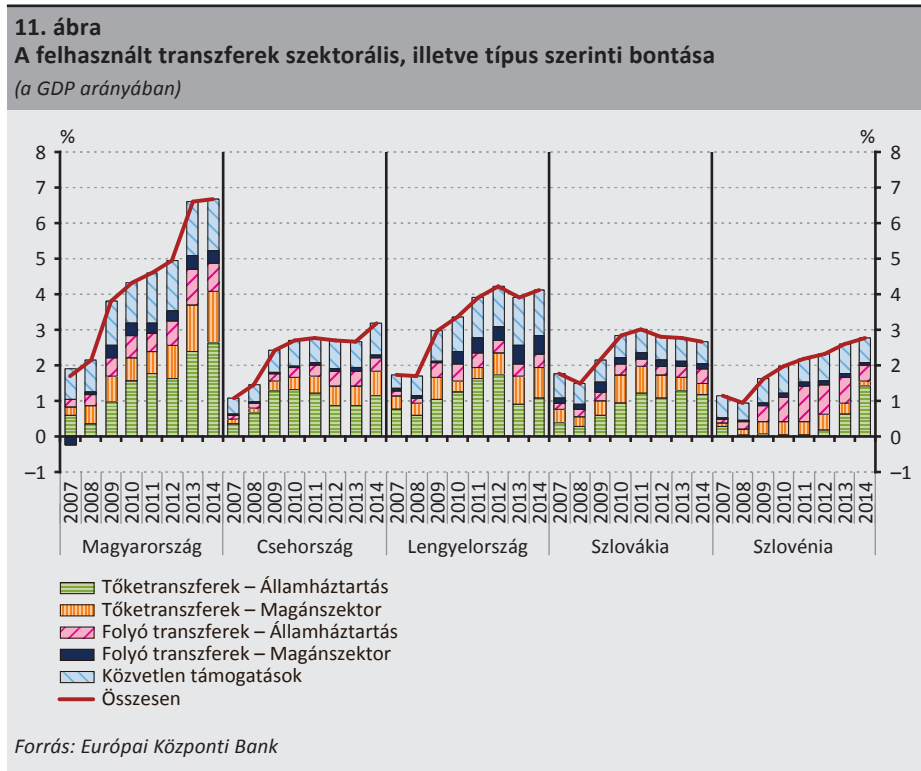
3.2. Szektorális bontás

Bár a régió országaiban hasonlóképp alakult a kohéziós politika forrásainak lehívása, a források GDP-arányos felhasználása Magyarországon jelentősen meghaladja a régiós szintet. Az abszorpciós ráta mellett a beruházások megvalósításához biztosított többletforrást a GDP arányában is érdemes összevetni az egyes országokban. Az uniós források GDP-arányos felhasználása alapján Magyarország kiemelkedett a régió országai közül, és annak ellenére, hogy Lengyelországban magasabb arányban kerültek lehívásra a támogatások, a felhasználás meghaladta a lengyel szintet is. A transzferek beáramlása az időszak alatt a régió országai közül hazánkban bizonyult a legegyszerűbbnek: a ciklus első éveiben lassan indult be (KPMG 2013), de fokozatosan emelkedve, 2014-ben már a GDP több mint 6 százalékát tette ki. A kimagasló EU-transzfer-felhasználás nagyobb részben az államháztartást, kisebb részben a magánszektor támogatása.

A régiós országokban felhasznált EU-forrásokat vizsgálva megfigyelhető, hogy az időszakban az állami szektor szerepe növekedett és a tőketranszferek gyorsulva emelkedtek, 2013-ra meghaladva a folyó transzferek beáramlását. Magyarország forrásfelhasználásához hasonlóan Csehországban a támogatások jelentős részét – mintegy 50 százalékát – az állam, 20 százalékát a magánszektor kapta, míg a fennmaradó transzferek közvetlen támogatás (pl. területalapú támogatás) formájában kerültek lehívásra. Lengyelországban a magánszektorhoz áramló források aránya magasabb, 25 százalék körüli, az állami felhasználás pedig alacsonyabb szintet, mintegy 45 százalékot ért el. A lengyel gazdaságba áramló EU támogatások szerkezete változott az évek során: a magánszektor felhasználásának aránya 2013–2014-ben a források közel harmadára emelkedett. Míg sok esetben a transzferek meghatározó részét nagyobb összegű beruházások megvalósításán keresztül az állam használja fel, addig Lengyelországban a magánszektor kötötte le a támogatások növekvő részét, ez azonban nem járt a források mérséklődésével. Mindez azzal áll összefüggésben, hogy Lengyelországban a beruházások jelentősen emelkedtek az időszakban, ugyan-

¹⁰ Az abszorpciós ráták nem az EU-transzferek tényleges felhasználását mutatják, hanem azt, hogy az Európai Bizottság a rendelkezésre álló keretösszegeből mennyit utalt át az adott tagállam részére. A támogatások utolsó 5 százalékát az EU nem utalja át a tagországok részére, míg az adott támogatás teljes körű ellenőrzése le nem zajlik (a 2007–2013-as ciklushoz kapcsolódóan várhatóan 2017–2018-ban fog utalni a Bizottság).

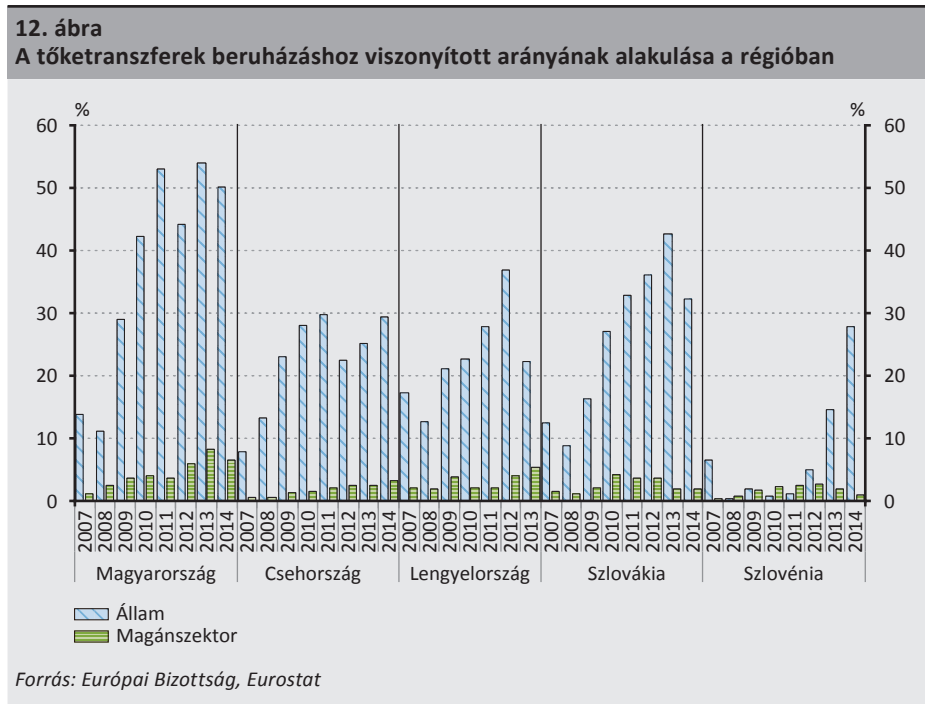
akkor az új költségvetési ciklusban a beruházások finanszírozását illetően hazánkhoz hasonló kihívásokkal szembesülhetnek.



3.3. A transzferek beruházásokban játszott szerepe

A tőkefinanszírozás a régiós országok közül Magyarországon játszották a legnagyobb szerepet, mind az állami, mind a magánszektor beruházásaiban. A magyar állami beruházások 2007–2014 között a GDP 4 százaléka körül alakultak, melyek finanszírozása 40–50 százalékban az EU-tól kapott tőkefinanszírozásból történt, így a projektek megvalósítása nem járt a költségvetési hiány emelkedésével. A magánszektor beruházásai ugyanakkor jelentősen meghaladják az államét: átlagosan a GDP 17 százalékát teszik ki. A privát beruházások finanszírozásában számottevően kisebb szerepet játszanak a kapott tőkefinanszírozások, ugyanakkor arányuk magasabb a régióban megfigyelhető szintnél. Az EU-támogatások súlya az állami beruházásokon belül is jelentősebb, mint a régió országaiban, ahol a teljes állami beruházások kevesebb mint 40 százaléka valósul meg uniós források felhasználásával. Az elmúlt években a régió országai közül Szlovéniában változott a legnagyobb mértékben az állami beruházások finanszírozásának szerkezete, mivel az EU-források aránya – a szlovén költségvetés szigorú politikájából fakadóan – alacsony szintről gyorsuló ütemben

emelkedett. Összességében a magyar gazdaság szereplői számára a legnagyobb kihívást a költségvetési ciklusváltást követően a tőke-transzferek jelentős szerepe miatt a beruházások finanszírozása jelentheti.



4. Az új költségvetési periódus

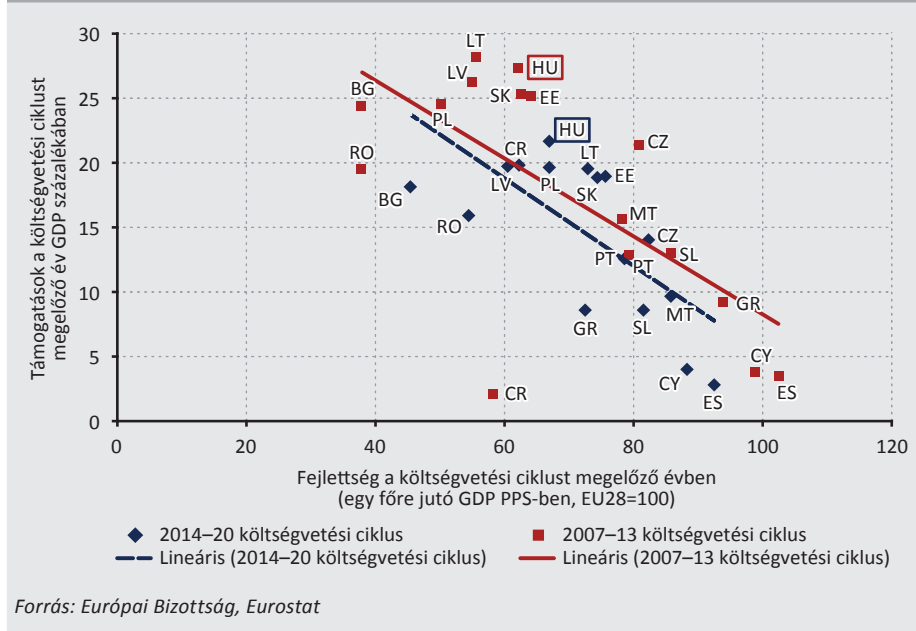
4.1. Az egyes országoknak jutó transzferkeret változása

Az EU-támogatások keretösszegét tekintve a fejlettségéhez mérten Magyarország mindkét költségvetési ciklusban a nyertes országokhoz tartozott. A kohéziós politika által nyújtott támogatások keretösszege alapvetően a relatív fejlettségtől függ, minél fejlettebb egy ország, annál kevesebb támogatásra számíthat (13. ábra). Ennek megfelelően a fejlett nyugati országok a kohéziós politika forrásaiból mindkét ciklusban csekély mértékű támogatást kaphattak. A 2007–2013-as költségvetési ciklusban a támogatott országok csoportján belül a kelet-közép európai országok jelentősen több támogatást kaptak mind a fejlettségükhöz képest, mind a GDP-hez viszonyítva, mint a dél-európai államok. A preferált országok között Magyarország támogatása az előző ciklusban különösen magasnak számított. A kelet-közép európai országok kedvezményezettsége a következő, 2014–2020-as költségvetési ciklusban is megmaradt. Ha a relatív fejlettséghez viszonyítunk, Magyarország az élmegzőben maradt, sőt a 2013-as GDP-hez viszonyítva a legmagasabb támogatási keretösszeget

kapta. Ezzel együtt jól látszik, hogy EU-szinten GDP- arányosan a teljes támogatási keret a 2014–2020-as ciklusra érdemben csökkent, ahogyan a relatív fejlettség is érdemben javult a támogatott országok túlnyomó részében.

13. ábra

Az EU-támogatások és a relatív fejlettség kapcsolata az egyes költségvetési ciklusokban



Forrás: Európai Bizottság, Eurostat

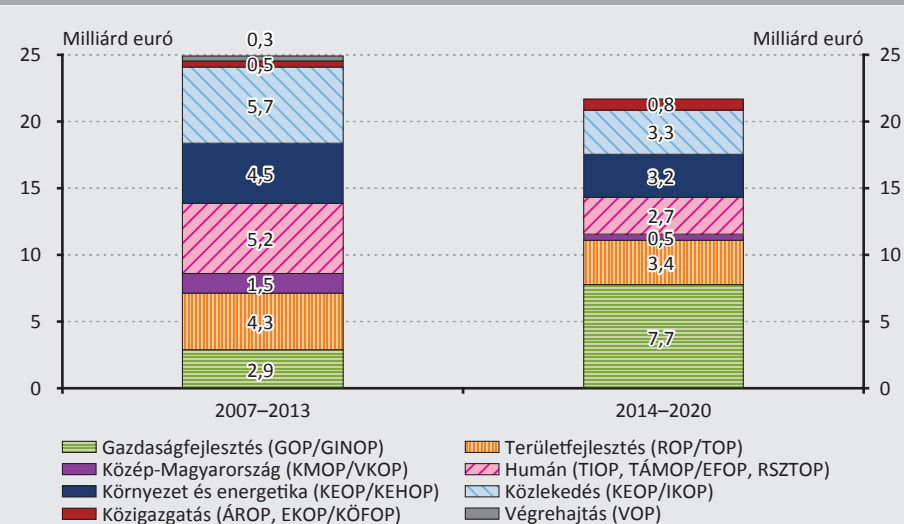
4.2. Az egyes célokra fordítható források alakulása

A kohéziós politika által biztosított keretösszeg nominálisan némileg mérséklődik ugyan az új költségvetési ciklusban, azonban a támogatások szerkezete a gazdasági növekedés szempontjából kedvezőbb lehet. Az új ciklusban Magyarország a Partner-ségi Megállapodás keretében – az évente kapott mezőgazdasági támogatásokon felül – 25 milliárd euró támogatást használhat fel (a kohéziós politika forrásaiból 22, vidékfejlesztési támogatásokra 3 milliárd euró), ami némileg elmarad az előző ciklus keretösszegétől. A 2007–2013-as költségvetési ciklusban a támogatott célok között legnagyobb súllyal a közlekedési infrastruktúra szerepelt, de jelentős támogatást kapott a társadalmi felzárkózás is. A gazdaság versenyképessége szempontjából fontosabb területek, mint például a kis- és középvállalatok támogatása, az oktatás, a kutatás és fejlesztés arányaiban kevesebb támogatáshoz jutott. Az új, 2014–2020-as költségvetési ciklusban egyenletesebben oszlanak meg a különböző célok között

a támogatási források, miközben a környezetvédelemre¹¹, illetve a foglalkoztatásra fordítható források emelkednek. Összességében a gazdaságfejlesztésre fordítható összegek – a kormányzati kommunikáció alapján – jelentősen meghaladják az előző ciklus értékeit.¹² A gazdaságfejlesztésre szánt források döntő részét a Gazdaságfejlesztési és Innovációs Operatív Program (GINOP) adja: ebben jelennek meg például a turizmus növelését, kis- és középvállalatok termeléskapacitásának bővülését, a kutatás-fejlesztésre fordítható források emelését és a versenyképesség javítását szolgáló források, miközben – a korábbi időszak külön operatív programja helyett – itt jelenik meg számos, a magasabb és hatékonyabb foglalkoztatás elősegítését célzó forrás is. Az út a munkaerőpiacra program, illetve a rugalmas munkavégzést és alacsonyabb képzettségűek elhelyezkedését támogató programok a humán erőforrás hatékonyabb kihasználását teszi lehetővé, ami azért is különösen fontos, mert az infrastruktúra mellett az emberi erőforrások fejlesztése az uniós források hatékonyabb felhasználását jelentheti, hiszen ezek a tényezők hosszabb távon is erősíthetik a gazdaság potenciális növekedését (Allard–Annett 2008).

14. ábra

A fejlesztési célok változása a költségvetési ciklusokban az operatív programok alapján



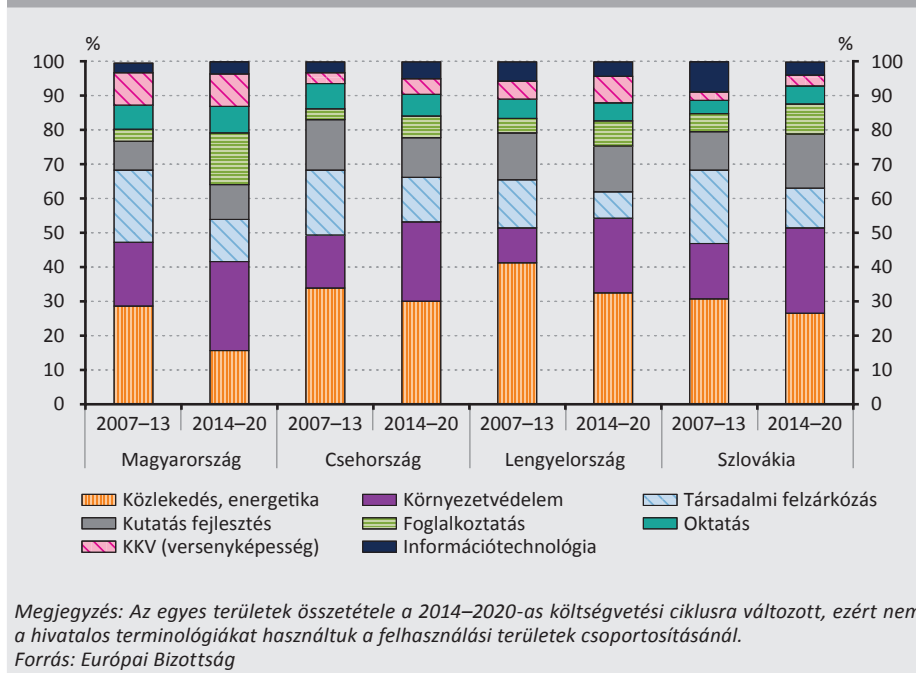
Forrás: Miniszterelnökség

¹¹ Érdemes megjegyezni, hogy bár az operatív programok szintjén csökkent a környezetvédelemre fordítható források aránya, az összes forrást tekintve azonban emelkedett, mivel a többi operatív programból is lehet erre a célra fordítani támogatásokat.

¹² A gazdaságfejlesztési célokat a kormányzati szándék szerint a Gazdaságfejlesztési és Innovációs Operatív Program (GINOP, 7,7 milliárd euró) mellett elsősorban a Területfejlesztési Operatív Programok (TOP, 3,4 milliárd euró) és a Versenyképes Közép-Magyarország Operatív Program (VEKOP) mintegy 0,5 milliárd eurós keretösszege szolgálja.

A visegrádi országokban hasonló folyamatok rajzolódnak ki a támogatott területek felhasználási arányaira vonatkozóan: a közúti és vasúti infrastruktúra beruházások aránya mérséklődik, míg a környezetvédelmi beruházások aránya nő. Az előző költségvetési ciklusban a visegrádi országokban a szállítási és energetikai infrastruktúra-beruházások tették ki a támogatások legnagyobb arányú részét – Lengyelországban például a teljes keretösszeg több mint 40 százalékát (15. ábra), ami összefüggésben lehetett a közúthálózat relatív fejletlenségével. Az új költségvetési ciklusban ugyanakkor mind a négy országban mérséklődik a szociális infrastruktúrát és tevékenységet érintő támogatások aránya. Mindenhol bővülnek viszont a környezetvédelemre fordítható EU-források, Magyarországon az új ciklusban meghaladhatja az infrastrukturális beruházások arányát. Érdeemes megjegyezni azt is, hogy hazánkban kiemelt mértékben bővülnek a foglalkoztatás fejlesztésére szánt EU-források, és a többi országhoz viszonyítva továbbra is jelentős maradhat a KKV-szektor támogatása, miközben a kutatás-fejlesztésre fordított támogatások esetében csökken a régiótól az elmaradásunk.

15. ábra
A kohéziós politika által támogatott területek



4.3. Az EU-források kifizetésének felgyorsítása 2016-ban

A 2016. márciusi Inflációs jelentés alap-előrejelzése szerint a Magyarország által felhasználható EU-transzferek összege 2016-ban mintegy 3 milliárd euróval is csökkenhet az előző évhez képest. Az új költségvetési periódus elején az uniós

források kifizetése a (magyar, illetve nemzetközi) tapasztalatok szerint jellemzően jóval elmarad a költségvetési periódus utolsó éveinek értékeitől (*Babos–P. Kiss 2016*). Emellett az új periódus első éveinek kifizetéseit az is nehezítette, hogy az egyes országoknak járó, a periódusra vonatkozó keretösszegek megállapítása, az összegek egyes operatív programokra, majd prioritásokra történő lebontása, az együttműködési megállapodás megkötése olyan időigényes folyamatnak bizonyult, hogy a 2014–2020-as költségvetési periódushoz tartozó források felhasználására nagyjából csak 2015 végétől lehetett pályázatokat kiírni.

A kormány számos intézkedést hozott az EU-tól származó források gyorsabb és nagyobb mértékű lehívása érdekében, hogy a 2016-os növekedést ne vesse vissza a transferek lassulása, illetve hogy az új költségvetési periódusban minimalizálható legyen a forrásvesztés kockázata. Az állam már a múlt évben is felismerte az EU-források visszaesésének veszélyét, így már 2015 közepétől folyamatosan olyan intézkedéseket hozott, amelyekkel elkerülhetővé válhat az EU-transzferek kifizetésének nagyobb mértékű csökkenése és a gazdasági növekedés jelentősebb lassulása. A legfontosabb intézkedések a következők:

- i. A kormány 2015 augusztusában döntött arról, hogy – annak érdekében, hogy az ország ne veszítsen uniós forrásokat – 2017 közepéig kiírják a 2014–2020-as periódusra vonatkozó összes magyar pályázatot.*
- ii. 2015 novemberében¹³ kormányhatározat döntött arról, hogy a nyertes ajánlattevők magasabb szállítói előleget kaphassanak (30 százalék helyett 50 százalékot) – ez a lépés az EU-források gyorsabb kifizetése mellett jelentősen javíthatja a vállalati szektor likviditását, ami a körbetartozások mérséklődésével akár a szektor beruházási aktivitását is növelheti.*
- iii. Emellett az energetikai kiadások leszorítására kapott támogatást a lakosság helyett a nagyobb intézményfenntartók (közintézmények, egyházak, civil szervezetek) kapnák, ami a kiadások koncentráltságának növelésével járulhatna hozzá a források gyorsabb felhasználásához.*
- iv. Az új költségvetési periódusban nagyságrendekkel nagyobb összeget tesz ki a visszatérítendő források aránya – az intézkedéscsomag részeként a kormány szabályalapon a legtöbb visszatérítendő forrás mellé vissza nem térítendő EU-forrást is rendel.*
- v. Az is gyorsíthatja a kifizetéseket, hogy számos projekt esetében az előkészítési költségeket a központi költségvetés megelőlegezheti.*

¹³ Magyar Közlöny, 2015. november 24.

vi. 2016 januárjában¹⁴ az egyes minisztériumok vezetői feladatuk kapták a *tervszámok negyedéves bontásait tartalmazó munkaterv elkészítését*, ami a meglehetősen rövid határidővel, viszont nagyvonalú ösztönző-rendszerrel nagyobb érdekeltséget teremthet a források lehívásában.

vii. *A szakértői kapacitás növelésével* igyekeznek a pályázatok elbírálási idejét csökkenteni.

A kormány várakozása szerint ezeknek az intézkedéseknek a segítségével 2016-ban a kohéziós és strukturális alapokból történő magyar EU-transzfer-felhasználás elérheti a 2048 milliárd forintot – a jelzett összeg kifizetése ugyanakkor a múltbeli adatok alapján igen ambiciózusnak tűnik. A magyar állam tehát azt célozza meg, hogy – a 310,8 Ft/eurós tervezési árfolyamot és a 15 százalékos önrészt figyelembe véve – idén mintegy 5,7 milliárd eurónak megfelelő EU-s támogatást fizet ki a mintegy 25 milliárd eurós hétéves keretből, ami a teljes összeg 23 százalékának felhasználását jelentené. Az állami intézményrendszerre nehezedő feladat súlyának érzékeltetésére több szempontból is érdemes viszonyítani ezt az összeget.

i. Egyrészt az előző költségvetési periódusban több mint két évre volt szükség hasonló mértékű kifizetés végrehajtására.

ii. Másrészt azt is érdemes tudni, hogy míg a lekötött összegek tekintetében már 2013 végén megvalósult az uniós források túlkötése (100 százalék feletti kihasználtság), addig a kifizetések terén ez csak két év múlva, 2015 végére valósult meg. Mivel az állami intézményrendszer az uniós forrásvesztés elkerülése érdekében vélhetően még 2015 végén is az előző ciklus pályázataival foglalkozott, csak 2016 elején indulhat meg jelentősebb mértékben a pályázatok elfogadásával az uniós források lekötése, amit időben késve követhet a kifizetés – ezt a késlekedést gyorsíthatja fel a megnövelt mértékű előlegfizetés.

iii. Végül, a korábbi ciklussal összevetve ambiciózusnak tekinthetőek a kormány 2016-os kifizetési céljai is az egyes operatív programok tekintetében: az előző ciklusban ugyanis három év alatt csak a keretek 10–15 százalékát sikerült kifizetni, miközben az ideai cél jellemzően a keretösszegek 20–25 százalékát teszi ki. Ennek sikerességéhez ugyanakkor nagyban hozzájárulhat az is, hogy az új ciklusban jellemzően azoknak az operatív programoknak nagyobb a keretösszege, melyek az előző ciklusban is jól teljesítettek – vagyis a kormány nemcsak a gazdaságpolitika céljait és a gazdaság növekedési potenciájának erősítését helyezte előtérbe, hanem a programok népszerűségét, illetve a programok lehívásának gyorsaságát is figyelembe vették.

¹⁴ Magyar Közlöny, 2016. január 22.

2. táblázat					
Összehasonlítás az előző ciklus kifizetéseivel					
Operatív programok		Keretösszegek (mrd €)	2016-os kifizetési cél (mrd €)	A keret százalékában (%)	Az előző ciklus esetében (2007–2009)
GINOP	Gazdaságfejlesztési és innovációs operatív program	7,7	1,6	21	16
TOP	Terület- és településfejlesztési operatív program	3,4	0,8	22	13
VEKOP	Versenyképes Közép-Magyarország operatív program	0,5	0,2	37	18
EFOP	Emberi erőforrás fejlesztési program	2,6	0,6	22	11
RSZTOP	Rászoruló személyeket támogató operatív program	0,1			11
KEHOP	Környezeti és energiahatékonysági operatív program	3,2	0,7	23	14
IKOP	Integrált közlekedésfejlesztési operatív program	3,3	0,8	23	11
KÖFOP	Közigazgatás és közszolgáltatás fejlesztési program	0,8	0,2	23	16
	Vidékfejlesztés (EMVA), Halászat (HOP)	3,5	0,8	23	17
Összesen		25,1	5,6	22	14
<i>Forrás: Saját szerkesztés, Magyar Közlöny, EMIR</i>					

5. Összegzés

AZ Európai Uniótól kapott támogatások jelentős hatással vannak a magyar gazdaságra: a külső egyensúlyra gyakorolt pozitív hatás mellett a beruházástámogató szerepüket érdemes kiemelni. A 2007–2013-as költségvetési ciklus lezárásához közeledve egyre nagyobb mértékű volt az EU-transzferek felhasználása, a nettó – befizetésekkel csökkentett – támogatások elérték a GDP 5–6 százalékát. A folyó transzferek ugyanakkor viszonylag stabilan alakultak, így az emelkedés elsősorban a beruházásokat támogató tőketranszfererekhez köthető. A gyorsuló kifizetéseknek köszönhetően várhatóan nem következik be forrásvesztés a 2007–2013-as pénzügyi ciklusból, vagyis a rendelkezésre álló 24,9 milliárd euró keret teljes egészét kifizette

a magyar állam. A keretösszegezen felül mintegy 1,9 milliárd eurós túlkötésre is sor került, ami biztosíthatja, hogy a függőben lévő vitás kérdések miatt se következzen be forrásvesztés. Az abszorpciós megközelítés mellett ugyanakkor érdemes lenne azt is megvizsgálni, hogy a kapott támogatások milyen hatásokat gyakorolhattak a magyar gazdaságra. A cikkünknek nem volt célja az összes hatás számszerűsítése, azonban érdemesnek tartjuk kiemelni, hogy az EU-tól kapott transferek az állam beruházásait számottevő, 50 százalékot meghaladó mértékben támogatták, a magán-szektor esetében ugyanakkor lényegesen alacsonyabb, 5–10 százalék közötti arányt figyelhettünk meg. A hazánkba érkező transferek regionális felhasználását tekintve a legtöbb forrást Közép-Magyarország kapta, de a kevésbé fejlett régiók támogatása is jelentős volt, ami hozzájárulhatott ahhoz, hogy kismértékben csökkenteni tudták lemaradásukat az uniós átlaghoz képest. A régiós összevetéskor érdemes megjegyezni, hogy bár a visegrádi országokban a kohéziós politika forrásainak lehívása hasonlóan alakult, a GDP arányában a legtöbb támogatást Magyarország kapta, ami elsősorban annak köszönhető, hogy – hasonlóan az új, 2014–2020-as költségvetési ciklushoz – fejlettségünkhöz képest kedvező keretösszeggel rendelkezünk. Magyarország vonatkozásában az új költségvetési ciklusban egyenletesebben oszlanak meg a különböző célok között a támogatási források, így a gazdaságfejlesztésre fordítható összegek a kormányzati kommunikáció alapján – az előző ciklus alacsonyabb értékét követően – jelentősen nőhetnek. Az EU-transzferek felhasználása ugyanakkor 2016-ban várhatóan – a kormány intézkedései ellenére is – jelentősen csökkeni fog, ami főként az új ciklus kifizetéseinek fokozatos felfutásával magyarázható.

Melléklet: Az EU költségvetési bevételei és hazánk hozzájárulása

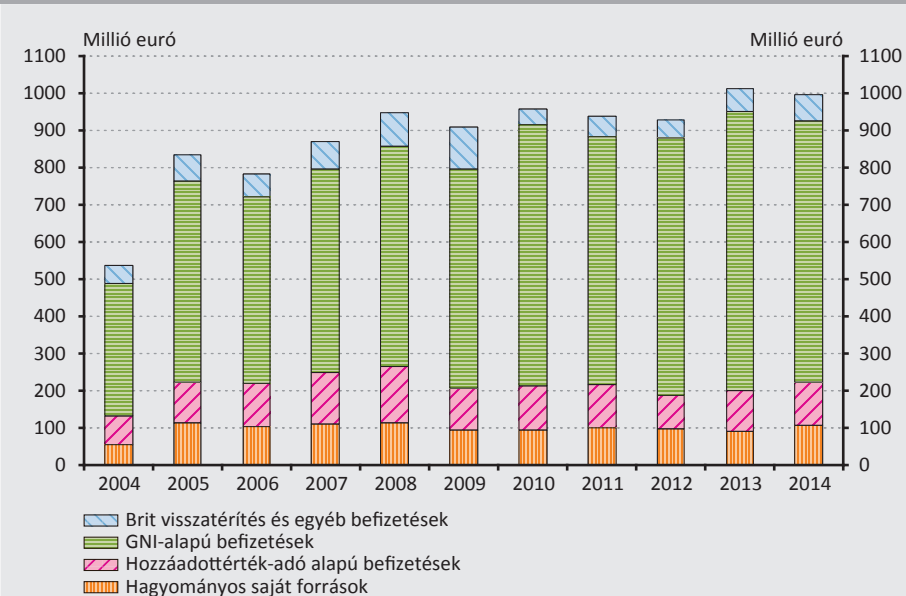
Az Európai Unió forrásai döntően a tagállamok hozzájárulásaiból származnak. Az Európai Unió saját bevételi forrásai három nagy csoportra bonthatók:

- i. GNI-alapú befizetések:* A tagállamok bruttó nemzeti jövedelmük bizonyos meghatározott százalékát fizetik be a költségvetésbe. Az EU költségvetési bevételének jelentős részét (2014-ben több mint kétharmadát) ez a forrás teszi ki. A GNI-alapú hozzájárulás ún. „egyenlegező forrás”, ami azt jelenti, hogy úgy határozzák meg a befizetendő hozzájárulás mértékét, hogy elkerüljék a költségvetési deficitet.
- ii. Hagyományos saját források:* A közösségen kívüli országokkal szembeni vámok, valamint a cukoripar közös szervezéséből származó cukorilleték 1970 óta képezi az EU bevételeinek hagyományos forrását. A tagállamok az általuk beszedett illetékek és vámok 80 százalékát kötelesek befizetni az uniós költségvetésbe, a fennmaradó 20 százalékot visszatartják beszedési költségeik finanszírozására.
- iii. Hozzáadottérték-adó alapú befizetések:* A tagállamok hozzájárulásának alapja a becsült hozzáadottértékadó-bevétel, ennek bizonyos százalékát kell befizetni a költségvetésbe.

A költségvetési kiadások finanszírozása túlnyomó részt a tagállamoktól származó saját forrásokból valósul meg, ugyanakkor az EU kisebb jelentőségű egyéb bevételekre is szert tesz. Ilyen bevételt jelent például az uniós intézmények dolgozóinak jövedelméből származó adó, a versenyjogi vagy egyéb szabályokat megsértő vállalkozásokra kirótt bírság, vagy a korábbi pénzügyi évek eredménye. A saját források kiegészülnek még a tagállamok hozzájárulásai közötti költségvetési egyenlőtlenségek kiigazításával. Az 1984-es „brit visszatérítés” csökkenti az Egyesült Királyság hozzájárulását, melyet 2007-ben kiigazítottak az újonnan belépő országok hozzájárulásainak hatásával.

Magyarország tagállami hozzájárulása évente 0,8–1,0 milliárd euró között alakult, melynek számottevő részét a GNI-alapú források jelentik. A vámokból és cukorilletékből származó hagyományos saját források, illetve az áfa-alapú hozzájárulás aránya közel megegyező, 100 millió forint körüli terhet jelent a magyar költségvetésnek. Az egyéb jogcímenen történő befizetések összege – melyek nagyobb részét az Egyesült Királyság visszatérítése teszi ki – évente 50–70 millió forint között alakult az elmúlt években. Hazánk éves költségvetési hozzájárulása a GDP közel 1 százalékát teszi ki – ezzel az újonnan csatlakozott 12 ország közül Magyarországon volt a legkisebb a GDP-arányos hozzájárulás mértéke (bár az országok közötti különbség csekélynek mondható).

16. ábra
Magyarország hozzájárulása az EU költségvetéséhez



Forrás: Európai Bizottság

Felhasznált irodalom

Allard, Céline – Annett, Anthony (2008): *Macroeconomic Effects of EU Transfers in New Member States*. IMF Country Report No. 08/131. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr08131.pdf>, letöltve: 2016.05.10.

Ász (2015): Állami Számvevőszék: *Tanulmány a 2007–2013. évi EU költségvetési időszakban Magyarország részére juttatott közösségi támogatások összefoglaló bemutatásáról, értékeléséről*.

Babos Dániel – P. Kiss Gábor (2016): *2016-ban fel kell készülni az Európai Uniótól érkező támogatások átmeneti csökkenésére*. MNB szakmai cikk, 2016. január 6.

EMIR (2015a): *Operatív programok - eljárásrend szerinti lekérdezés*. http://emir.palyazat.gov.hu/nd/kozvel/?link=umft_1_1&prg_abbr=uszt_umft&sc=1&ml=2&sr=3&offset=8&id_op=82&id_tamogatascel=168&id_paly_tip=-1&id_paly_altip=-1, letöltve: 2015.12.15.

EMIR (2015b): *Jelentéskészítő és Lekérdező Keretrendszer*. http://emir.nfu.hu/kulso/jelek/index.php?akt_nyelv=hu&view=list&menu=101, letöltve: 2015.12.09.

Európai Bizottság (2007): *A kohéziós politika 2007-2013*. Kommentárok és hivatalos szövegek. http://ec.europa.eu/regional_policy/sources/docoffic/official/regulation/pdf/2007/publications/guide2007_hu.pdf, letöltve: 2015. december 10.

Európai Bizottság (2015): *European Structural and Investment Funds Data*. <https://cohesion-data.ec.europa.eu/>, letöltve: 2015.12.17.

EKB (2015): Európai Központi Bank: *Statistical Data Warehouse*. <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9485600>, letöltve: 2015.12.03.

Eurostat (2015): *Statistics Database*. http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database, letöltve: 2015.12.10.

Nagy, Sándor Gyula – Heil Péter (2013): *A kohéziós politika elmélete és gyakorlata*. Akadémia Kiadó.

ICEG (2005): International Center for Economic Growth: *A támogatások felhasználásának rendszere és a költségvetés*.

Keresztély Tibor (2013): *Az EU-transzferek felhasználásának eredményessége és makrogazdasági hatásai*. PhD-értekezés, Budapesti Corvinus Egyetem.

KSH (2015): Központi Statisztikai Hivatal: *Területi statisztika*. <https://www.ksh.hu/területi>, letöltve: 2015.12.03.

KPMG (2013): *EU-funds in Central and Eastern Europe. Progress Report 2007–2012*.

Lehmann Kristóf – Nyers József (2009): *Az Európai Unió fejlesztési forrásainak felhasználása. Statisztikai Szemle*, 87. évf. 2. sz. pp. 133–155.

Magyar Közlöny, 2015. november 24.

Magyar Közlöny, 2016. január 22.

MNB (2015): Magyar Nemzeti Bank: *Fizetési mérleg, közvetlen tőkebefektetések, külfölddel szembeni állományok*. <https://www.mnb.hu/statisztika/statisztikai-adatok-informaciok/adatok-idosorok/viii-fizetesi-merleg-kozvetlen-tokebefektetesek-kulfolddel-szembeni-allomanyok/fizetesi-merleg-kulfolddel-szembeni-allomanyok/bpm6-modszertan-szerinti-adatok>, letöltve: 2016.01.25.

MNB (2016): Magyar Nemzeti Bank: *Fizetési mérleg jelentés*. 2016. január

Miniszterelnökség (2014): *Magyarország Partnerségi Megállapodása a 2014–2020-as fejlesztési időszakra*.

Nagy Sándor Gyula (2008): *Efficiency or effectiveness? The Hungarian practice of using the EU funds*. *Society and Economy*, 30. évf. 2. sz.

Nemzeti Fejlesztési Ügynökség (2012): *Nemzeti Stratégiai Jelentés a 1083/2006/EK 29. alapján*

A kínai kötvénypiac főbb jellemzői*

Sütő Zsanett – Tóth Tamás

A tanulmány a kínai kötvénypiacok főbb jellemzőit mutatja be kibocsátói és befektetői oldalról. A szerzők vizsgálják a kínai kötvénypiac onshore és offshore szegmensét, részletesen elemezve mind a keresleti, mind a kínálati oldalt, az elérhető instrumentumok körét, főbb jellemzőit, a kötvénypiacra vonatkozó szabályozást és a piacok alapvető jellemzőit. A kötvénypiacot a RMB nemzetközivé tételét előtérbe helyező kínai politika kontextusában élénk tárva megállapítják, hogy ez a politikai törekvés elősegítheti a külföldi befektetők nagyobb arányú megjelenését a kínai kötvénypiacon.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: F65, G15, O16

Kulcsszavak: Kína, kötvénypiac, dim sum, onshore piac, renminbi

1. Bevezetés

Kína a 21. századra a mennyiségi tényezők alapján nemcsak reálgazdasági, hanem pénzügyi tekintetben is a világ élvonalába tartozik. A világ legnagyobb exportőre és a világ egyik legnagyobb gazdasága. A mind reálgazdasági, mind pénzügyi értelemben hatalmas piachoz a külföldi szereplők fokozatosan, a kínai szabályozók által meghatározott ütemben és mértékben férhetnek hozzá. Az utóbbi időszakban egyre gyorsuló ütemben nyíló onshore és a jövőre 10 éve létező offshore kötvénypiac még új területnek számíthat a pénzügyi intézmények számára. A piacra lépést segítheti a piac jellemzőinek megismerése. Kína kötvénypiac az elmúlt 15 év során gyakorlatilag a semmiből a világ harmadik legnagyobb piacává nőtte ki magát. Ennek ellenére az ország GDP-hez viszonyított államadóssága még mindig relatív alacsonynak tekinthető, az adósság növekedése igazán a privátszféra eladósodottságán látszik. Kína több okból kifolyólag is tudatosan törekedett kötvénypiacának kiépítésére és annak folyamatos fejlesztésére. Egyrészt, mivel a kínai vállalatok körében még mindig a részvénykibocsátás, illetve a bankhitel a leggyakoribb finanszírozási forma, a vállalatok áttérése a kötvénypiacra segítené diverzifikálni a bankrendszerben koncentrált hitelkockázatot. Másrészt a gazdasági növekedés (eddigi) motorjának számító infrastrukturális és építőipari beruházások finanszírozásához is további forrásokra van szükség (Goldman 2015).

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

Sütő Zsanett, FRM a Magyar Nemzeti Bank munkatársa. E-mail: sutozs@mnbb.hu.
Tóth Tamás, CFA a Magyar Nemzeti Bank Pénz-és devizapiaci igazgatóság Befektetési főosztályának portfóliókezelője. E-mail: tothtam@mnbb.hu.

A kézirat első változata: 2016. március 29-én érkezett szerkesztőségünkbe.

A kínai renminbi világpiacon betöltött szerepe az elmúlt 5 évben ugrásszerűen megnőtt. A kínai fizetőeszköz mára a *második leggyakrabban használt deviza a kereskedelemfinanszírozásban*, illetve a fizetési tranzakciókat tekintve is az első 5-ben szerepel (Horváth–Teremi 2015). A jegybankok devizatartalékaiban is egyre nagyobb arányban szerepel a renminbi, aminek további lendületet adhat az IMF 2015. novemberi döntése, melynek értelmében 2016 októberétől *a kínai renminbi az SDR-kosár¹ része lesz. Magyarország 2015 júniusában kapott 50 milliárd renminbi nagyságrendű RQFII-kvótát, amelynek keretében magyarországi pénzügyi intézmények számára megteremtődött a lehetősége annak, hogy kínai onshore piaci befektetésekhez férjenek hozzá* (MNB közlemény, 2015. június 27).

A kínai deviza teljes konvertibilitásának hiánya, illetve a kínai tőkekontrollok miatt kétféle kötvénypiac alakult ki: *onshore*, illetve *offshore*. A panda kötvény az onshore kötvénypiacon külföldi szereplő által onshore renminbiben (CNY) kibocsátott kötvények elnevezése, míg a hongkong-i offshore piacon külföldi szereplők által kibocsátott offshore renminbiben (CNH) denominált kötvények elnevezése a dim sum. *Előbbi piac korlátozottan hozzáférhető* – bár a kínai hatóságok igyekeznek puhítani a korlátokat –, míg utóbbi könnyen elérhető a befektetők számára.

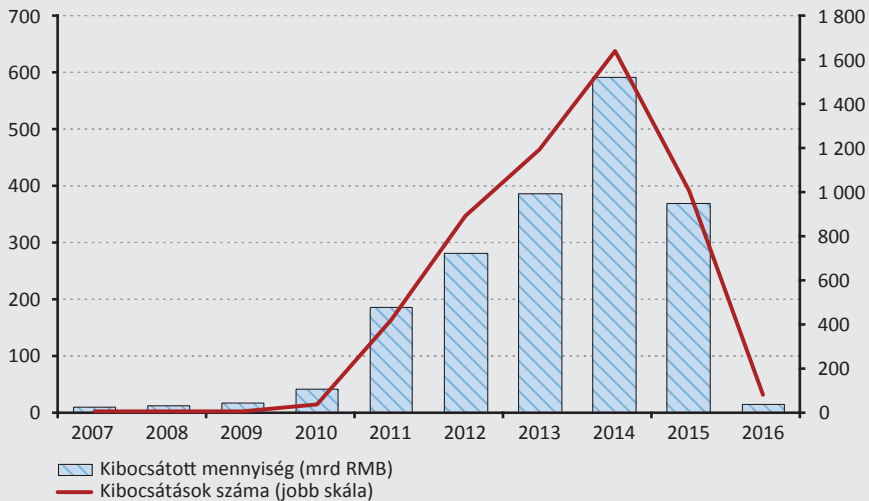
2. A dim sum piac

Az offshore renminbi (CNH) kötvénypiac – vagy más néven dim-sum piac – 2007 második felében alakult ki, viszont a kibocsátások számának ugrásszerű megnövekedése 2010 végéig váratott magára. A piac létrejöttét és fejlődését elsősorban *a renminbi külkereskedelemben betöltött szerepének növekedése, a hongkong-i renminbi betétek felhalmozódása, a pénzügyi és nem pénzügyi intézmények renminbi-finanszírozási és -forráskihelyezési igényeinek megnövekedése, valamint a kínai kormány renminbit népszerűsítő törekvései támogatták*. A befektetők körében az volt a konszenzus, hogy *a kínai deviza erősödő trendje folytatódik*, így a nem rezidensek is egyre nagyobb érdeklődést mutattak a renminbi-befektetések iránt. Mivel az onshore kötvénypiachoz való hozzáférés a kínai tőkekontroll miatt erősen korlátozott volt – mely korlátok később kezdtek felpuhulni –, a külföldi befektetőknek kezdetben az offshore renminbi-piac volt az elérhető alternatíva. A dim sum-piac népszerűségét a *meglehetősen laza szabályozás* is növelte mind kibocsátói, mind pedig befektetői oldalról. Gyakorlatilag bármely kibocsátó szabadon bocsáthat ki offshore renminbiben denominált kötvényt Hong Kongban, csak akkor szükséges a kínai szabályozóktól engedély, ha az így bevont forrást az onshore-piacon szeretnék használni.

¹ Az SDR (Special Drawing Rights) az IMF által használt elszámolási-és tartalékdeviza. Az SDR értéke az SDR-kosárban szereplő devizák értéke alapján határozódik meg. Az SDR-kosárban a következő devizák szerepelnek: amerikai dollár, euró, japán jen, angol font és az IMF 2015. november 30-i döntése alapján az SDR-kosár része 2016. október 1-től a kínai renminbi.

1. ábra
Offshore renminbi-kibocsátások

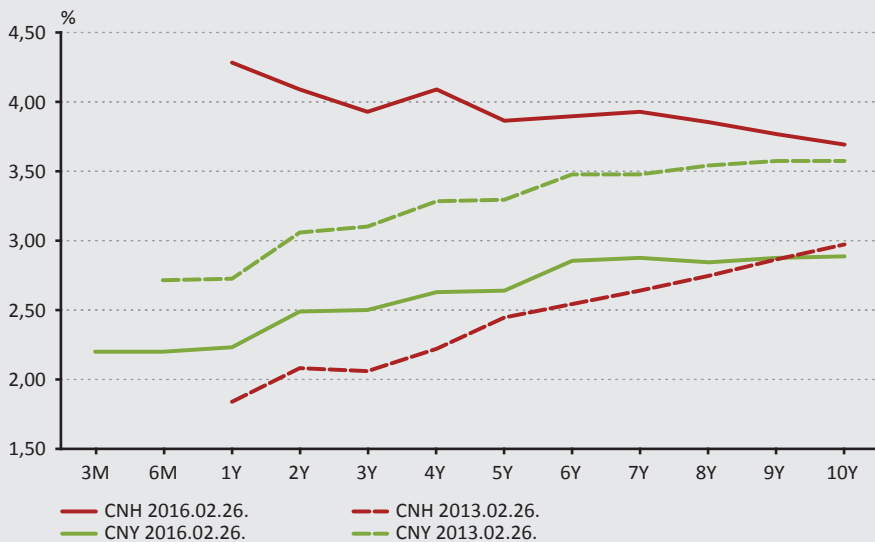
(CD és kötvény)



Forrás: Bloomberg, 2016. március

2014-ig megfigyelhető volt, hogy az offshore piaci hozamszintek jóval az onshore piaci szintek alatt voltak, így *jelentősen olcsóbb volt forrást bevonni az offshore piacon*. Ezt mind kínai, mind pedig nemzetközi kibocsátók kihasználták, hogy csökkentsék

2. ábra
CNY és CNH állampapír-hozamgörbe



Forrás: Bloomberg, 2016. február 26.

kamatfizetési kiadásait. A lényeges hozamkülönbség elsősorban az onshore piac korlátozott hozzáférése miatt állt fenn: azok a befektetők, akik nem fértek hozzá az onshore piachoz, hajlandók voltak alacsonyabb hozam mellett is megvenni az offshore kötvényeket, hogy részesüljenek a kínai devizától várt erősödésből.

2015-ben az offshore piaci kibocsátások dinamikája megtörni látszott, ami mögött több tényező is állhat. A kínai jegybank jelentős mértékű monetáris lazítást hajtott végre, ami hozzájárulhatott az onshore kamatszintek csökkenéséhez, melynek következtében az offshore piac számára korábban tapasztalható hozamkülönbség eltűnt, és 2015 második félévétől az onshore piacokon tapasztalhatók alacsonyabb hozamszintek. A változáshoz hozzájárulhatott az is, hogy a Fed monetáris politikájának, az amerikai kamatpályára vonatkozó várakozásoknak a hatására a feltörekvő piacokon, így Kínában is, a tőkekiáramlás jelei mutatkoztak. A tőkekiáramlás Kínából az offshore piacokon keresztül volt leginkább érzékelhető, ami a növekvő hozamszinteken keresztül az offshore kibocsátások mérséklődése irányába hathatott. Míg az emelkedő hozamszintek a kibocsátói oldalon, addig a renminbi árfolyamának alakulására vonatkozó várakozások a befektetői oldalon hathattak kedvezőtlenül a kínai offshore kötvénypiacra. A piaci várakozások egyre inkább a renminbi leértékelődése irányába mutattak. Az onshore yuan 2015. augusztusi hirtelen leértékelése, ami egyben a piaci árfolyam-meghatározás felé tett lépésként is értelmezhető volt, felerősíthette a befektetők árfolyamgyengüléssel kapcsolatos aggodalmát az offshore piacokon is. Mindezek mellett további szabályozói intézkedések is hozzájárulhattak ahhoz, hogy az offshore piaci kibocsátások volumene csökkent. A kínai hatóságok 2015-ben és 2016 elején is több intézkedést hoztak, amellyel az onshore kötvénypiacokat még inkább megnyitották a külföldi szereplők előtt. Az onshore piac bővülő lehetőségei visszahathattak az offshore piaci kibocsátások dinamikájára is.

2.1. A piac karakterisztikája

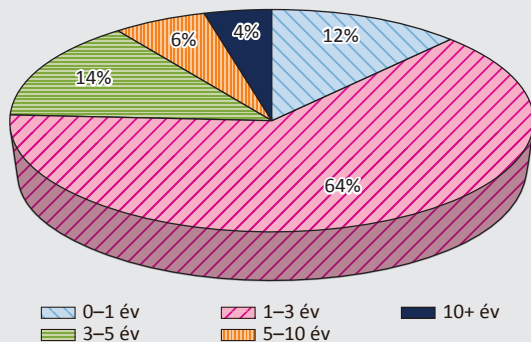
Az offshore renminbi kötvénypiac aktuális mérete 2016 márciusában 785 milliárd renminbi (kb. 120 milliárd USD). *Világviszonylatban ezzel nem számít kiemelkedően nagy piacnak*, nagyságrendileg a magyar kötvénypiachoz lehet hasonlítani. A piac igazi jelentőségét az mutatja, hogy az elmúlt 8 évben 35 országból több mint 500 különböző kibocsátó vont be forrást a dim sum piacon CD (certificate of deposit), vagy hagyományos kötvény formájában². A piac éréseinek kezdeti fázisában inkább a pénzügyi intézmények által kibocsátott CD volt a hangsúlyos instrumentum, ami mára egyre inkább a kötvény felé tolódott. 2007-től számítva az összes kibocsátás körülbelül fele CD volt, másik fele kötvény, míg a piacon jelenleg elérhető termékek körülbelül 75 százaléka kötvény, 25 százaléka CD.

² A CD (certificate of deposit) jellemzően rövid futamidőre kibocsátott, hitelviszonyt megtestesítő instrumentum, CD-t jellemzően bankok és egyéb pénzügyi intézetek bocsátanak ki. A kötvény éven túli futamidővel kibocsátott, hitelviszonyt megtestesítő instrumentum, a kibocsátók körébe állami szektor kibocsátói, pénzügyi és nem-pénzügyi intézmények és vállalatok tartoznak.

A piac 2007-es létrejöttét követően *több mint 5000 kibocsátás történt, összesen 1,9 trillió RMB (290 milliárd USD) értékben*. Az átlagos kibocsátási méret 360 millió RMB, ami a fejlett kötvénypiacok átlagos kibocsátási méretétől elmarad. A CD-k, kötvények kibocsátóinak körülbelül 80 százaléka rendelkezett legalább egy hitelminősítéssel a három nagy ügynökségtől (S&P, Moody's, Fitch). *A kibocsátások túlnyomó hányada a befektetésre ajánlott minősítéssel rendelkezett, azonban találunk példát spekulatív kategóriába sorolt kibocsátókra is* (elsősorban kínai ingatlanfejlesztő cégek).

Az offshore renminbi kötvénypiac elsősorban a rövidebb lejáratokra koncentrálódik. A kötvények túlnyomó hányada 3 év, vagy annál rövidebb futamidővel rendelkező kibocsátáskor, míg a CD-ket jellemzően 1 év, vagy annál rövidebb futamidővel bocsátották ki. A kötvények esetében a leggyakoribb és legkedveltebb tenor – az úgynevezett „sweet spot” – a 3 év, ami elsősorban a keresleti viszonyokhoz alkalmazkodva alakult így.

3. ábra
Offshore kötvények futamideje kibocsátáskor



Forrás: Bloomberg (2016) adatok alapján szerkesztve

2.2. Kibocsátók

A piac éréseével párhuzamosan vált *egyre heterogénebbé* a dim sum kötvénykibocsátók köre, mind a kibocsátók típusát, mind pedig azok regionális elhelyezkedését tekintve. Pénzügyi intézményektől kezdve vállalati kibocsátókon, kormányzati ügynökségeken át tartományokig mindent találunk, sőt *2014-ben állami kibocsátók* is megjelentek a piacon (Egyesült Királyság, Mongólia). A kibocsátók offshore renminbi kötvénypiacra lépése mögött több motiváció húzódhat meg attól függően, hogy kínai, vagy más székhelyű kibocsátóról van szó (Fung et al. 2014).

Az egyik fontos motivációt nevezhetjük *politikai célnak*: a kínai kormány 2009-ben hirdette meg a renminbi nemzetközivé tételének politikáját. A dim sum piac egyik

legnagyobb kibocsátója maga a kínai állam, mely rendszeres időközönként jelenik meg az offshore piacon annak érdekében, hogy hozzájáruljon a piac kiépítéséhez és kielégítse azon befektetők igényeit, akik offshore renminbiben denominált, biztonságos instrumentumot keresnek. Hasonló szándékkal vannak jelen a piacon kibocsátóként a legnagyobb, állami tulajdonban lévő gazdaságpolitikai célú bankok (policy bankok) is, mint például a Kínai Fejlesztési Bank (China Development Bank), vagy a Mezőgazdasági Fejlesztési Bank (Agricultural Development Bank).

Azon multinacionális vállalatok, amelyek *valamilyen operációval rendelkeznek Kínában, renminbi-kitettséget kötvénykibocsátással tudják fedezni*. Elsősorban azok számára vonzó alternatíva az offshore kötvénypiac, akik az onshore piacon nehezebben jutnának forráshoz.

Külföldi bankok dim sum kibocsátásai mögött *ügyféligenyek kielégítésének szándéka* is meghúzódhat. A bevont forrásokat ki tudják hitelezni elsősorban azoknak a vállalati ügyfeleknek, akik kínai operációval rendelkeznek, de maguk nem bocsátanak ki kötvényt.

Bár a kibocsátók között egyre több nem kínai hátterű, nemzetközi, illetve szupranacionális kibocsátó jelenik meg, a kínai és hongkongi kibocsátók még mindig dominálják a piacot, együtt közel 80 százalék a részesedésük. Mellettük német, francia, dél-koreai, ausztrál kibocsátók, illetve szupranacionális intézmények vannak jelen a piacon viszonylag nagyobb súllyal. A szektorális bontást tekintve 55 százalékos részesedésükkel még akkor is a pénzügyi intézmények dominálják a piacot, ha a CD-ket kihagyjuk az elemzésből.

1. táblázat

CNH-kötvények szektorális bontásban (CD-ket leszámítva), Mrd renminbi, 2016. március

Ország	Állami szektor	Pénzügyi szektor	Nem pénzügyi vállalatok	Összesen
Kína	103	167	72	342
Hong Kong	0	43	15	58
Dél-Korea	10	9	2	21
Németország	0	17	6	23
Franciaország	3	11	6	20
Ausztrália	0	17	0	17
Szupranacionális	15	0	0	15
Egyéb	10	48	14	72
Összesen	141	312	115	568

Forrás: Bloomberg (2016) adatai alapján szerkesztve

2.3. Befektetők

A dim sum piac keresleti oldalát az adatok korlátozott hozzáférése miatt valamivel nehezebb vizsgálni. A kibocsátókhhoz hasonlóan a befektetők is több okból jelennek meg a piacon (Wang et al. 2013). Egyrészt *nem sok alternatíva létezik* az offshore renminbi befektetésére. Részvényt piac gyakorlatilag nem létezik, a legtöbb megtakarítás bankbetétben van, így a valamivel magasabb hozamot kereső befektetőknek marad a kötvénypiac. Másrészt a *kínai deviza erősödését váró külföldi befektetők is ezen a piacon tudják felvenni a legkönnyebben* renminbi kitétszégüket. Néhány jegybank, illetve egyéb állami intézmények pedig az *onshore piac „előszobájának”* tekintik a dim sum piacot, amit relatíve könnyebb és gyorsabb elérni. Bár az onshore piac számukra már korlátozás nélkül hozzáférhető, a szükséges dokumentáció, illetve az operatív folyamatok előkészítése sok időt vehet igénybe.

A rövid lejáratú CD-k befektetői bázisa elsősorban privátbanki és lakossági ügyfelek, akik lejáratig tartják a papírokat. A hosszabb lejáratú, túlnyomó többségében fix kamatozású kötvények befektetői között a *privátbankokon kívül található biztosítók, kereskedelmi bankok, alapkezelők, illetve külföldi állami intézmények is* (Wang et al. 2013). Elmondható, hogy az úgynevezett végbefektetők, intézményi befektetők (real money) inkább azon kibocsátók kötvényeit keresik, amelyeknek legalább egy nemzetközi hitelminősítőől van ratingje, valamint nem új szereplő a tőkepiacon. A minősítés nélküli, relatíve új kibocsátók kötvényei nagyobb valószínűséggel kötnek ki a privát banki befektetőknél és a kereskedelmi bankoknál.

A befektetők földrajzi megoszlását tekintve talán nem meglepő módon Ázsia, azon belül is Hong Kong dominál, körülbelül 70–80 százalékos részesedéssel. A nemzetközi renminbi elszámoló központok, vagy „hub”-ok elterjedésével azonban a befektetők földrajzi diverzifikációjának növekedése várható. A nemzetközi befektetőket azonban kissé elriasztotta a 2015 során jelentkező volatilitás (mind a deviza, mind pedig a hozamok tekintetében), melyre addig nem volt példa, így néhányan elhagyták a piacot.

2.4. Likviditás

Az offshore renminbi kötvénypiac likviditása 2015 közepéig kifejezetten jónak mondható volt, tekintve a piac relatíve kis méretét. A vételi-eladási hozamkülönbség államkötvények és befektetési kategóriába sorolt vállalati/banki kötvények esetében körülbelül 5–10 bázispont volt, míg a spekulatív kategóriában 20–40 bázispont. Az átlagos ügyletkötési méret 5–10 millió renminbi volt, ami valamelyest elmarad az egyéb devizában megszokott nagyságtól. A 2015 során megugró hozamszintek és megnövekedett volatilitás azonban rontotta a piaci likviditást és tágította a vételi-eladási hozamkülönbséget.

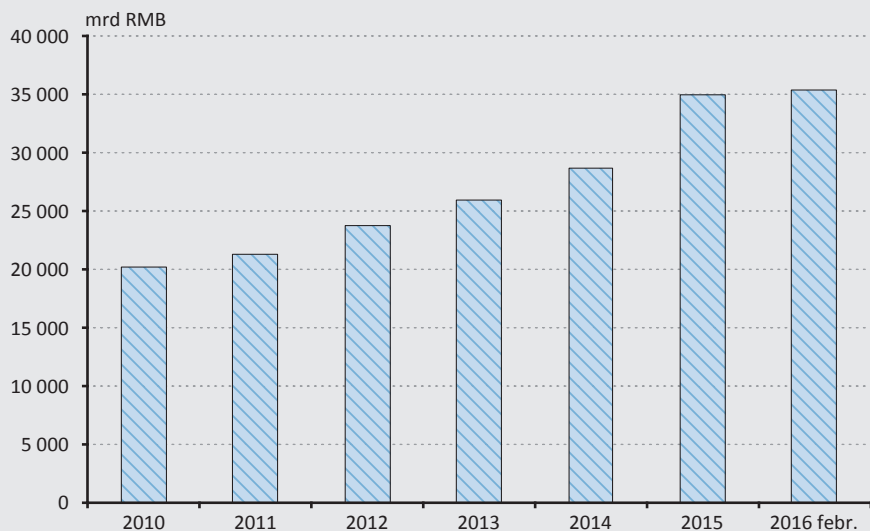
3. Az onshore kötvénypiac

Az onshore kötvénypiac sokáig a nemzetközi befektetőktől elzárva fejlődött. 1950-ben került sor az első államkötvény-kibocsátásra, majd 1958 és 1981 között egyáltalán nem történt ilyen. 1981-ben indult újra a kötvénypiac, akkor még csak az elsődleges piac létezett. Az államkötvényeket adminisztratív úton osztották el, és a kötvényekkel kereskedni nem lehetett. 1988-ban egyes városokban engedélyezték a kötvények adás-vételét, majd 1990-ben indult újra a másodpiaci kereskedés országszerte, amikor engedélyezték a tőzsdei kötvénykereskedést a shanghai-i és a shenzheni tőzsdéken. A másodpiac tehát először a tőzsdén indult, majd 1997-ben került sor a bankközi kötvénypiac létrehozására. Az árjegyzői rendszert 2001-ben vezették be. A bankközi kötvénypiac gyors fejlődésnek indult és átvette a vezető kötvénypiac szerepét (Bai et al. 2013).

A külföldi szereplők először a tőzsdei kötvénykereskedéshez férhettek hozzá 2002-től megfelelő engedélyeztetési eljárást követően. Ekkortól indult meg a kötvénypiaci instrumentumok körének bővülése, előbb a jegybanki kötvények, majd a pénzügyi és nem-pénzügyi vállalatok kötvényei jelentek meg a piacon, és 2005-ben sor került az első panda kötvény kibocsátásra is. 2010-ben a fokozatos nyitás jegyében engedélyezték a hozzáférést a bankközi kötvénypiachoz a jegybankok és szupranacionális intézmények valamint sovereign wealth fundok (szuverén vagyonalapok) számára. Szintén ekkor léphettek a piacra a hongkongi és makaói RMB klíringbankok és a ke-

4. ábra

Onshore RMB kötvényállomány piaci értéke (mrd RMB) 2010-2015



Forrás: CCDC (2016) adatai alapján szerkesztve

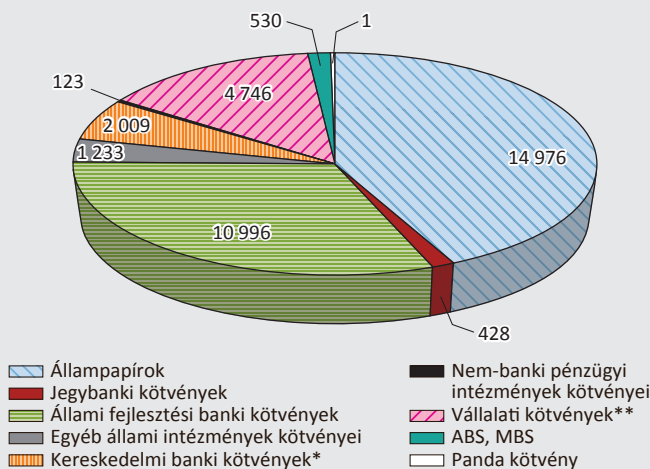
reszkedelmi tevékenységhez kapcsolódó offshore RMB-elszámolást végző bankok. 2011-től tették lehetővé külföldi intézményi befektetők meghatározott köre számára, hogy renminbi-forrást felhasználva – mennyiségi kvóták mellett – belépjenek az onshore kötvénypiacra.

3.1. Kibocsátók és kereskedett instrumentumok

A kínai onshore piacon az instrumentumok széles köre érhető el. A kötvényállomány legnagyobb részét az államkötvények teszik ki, ebbe a kategóriába sorolják a helyi kormányzatok által kibocsátott kötvényeket is. Emellett a kötvénypiac meghatározó szegmensét adják a három állami fejlesztési bank (ún. policy bankok) által kibocsátott kötvények. A kínai jegybank által kibocsátott kötvények 2013-ig a fennálló kötvényállomány és a másodpiaci kereskedés jelentős részét adták, azonban mára visszaszorultak, feltehetően annak hatására, hogy 2013 óta nem került sor kibocsátásra (IMF 2015). A kereskedelmi banki kötvények között az instrumentumok széles skálája megtalálható, beleértve a hibrid kötvényeket is. Az állami és a pénzügyi szféra kibocsátásai mellett a nem-pénzügyi szektor kibocsátásai is elérhetők az onshore piacon. Mind az állami vállalatok, mind a magánszféra vállalatai számára engedélyezett a kötvénykibocsátás. A piac jelenleg elenyésző részét adják az eszköz-fedezetű értékpapírok és a külföldi intézmények által kibocsátott panda kötvények. A panda kötvények szerény részesedését leginkább szabályozási tényezők magyarázhatják. 2015-től külföldi pénzügyi intézmények számára is lehetővé tették panda kötvények kibocsátását, ami – a renminbi SDR-kosárba kerülése mellett – új lendületet adhat a piacnak.

5. ábra

Onshore kötvénypiaci instrumentumok (mrd RMB), 2015. decemberi állomány



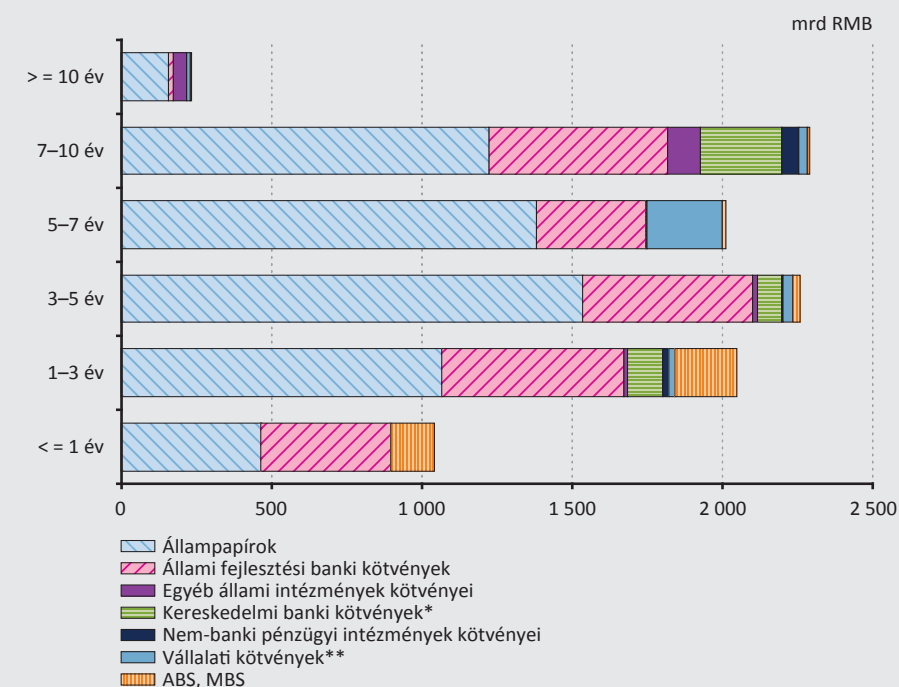
* tartalmazza a CCDC-statisztikákban Tier 2 instrumentumként megjelölt kötvényeket is

** tartalmazza a CCDC-statisztikákban MTN- és kvv-kötvényként megjelölt kötvényeket is

Forrás: CCDC(2016) adatai alapján szerkesztve

A kötvénypiac fejlesztése szempontjából kiemelkedő szempont, hogy valamennyi befektetési időtávon legyen megfelelő mennyiségű értékpapír, illetve minél több lejáratú szegmensben legyen elérhető instrumentum. Az onshore piacot ilyen szempontból vizsgálva elmondható, hogy jellemzően az 1–10 év közötti időtávban egyenesen tekinthető a kibocsátott mennyiség, a 10 éven túli szegmensben leginkább állami kibocsátók jelennek meg, míg az 1 évnél rövidebb időtávon szintén kisebb a kínálat az elsődleges piacon.

6. ábra
Onshore piaci kötvénykibocsátások futamidő szerinti bontásban (mrd RMB), 2015



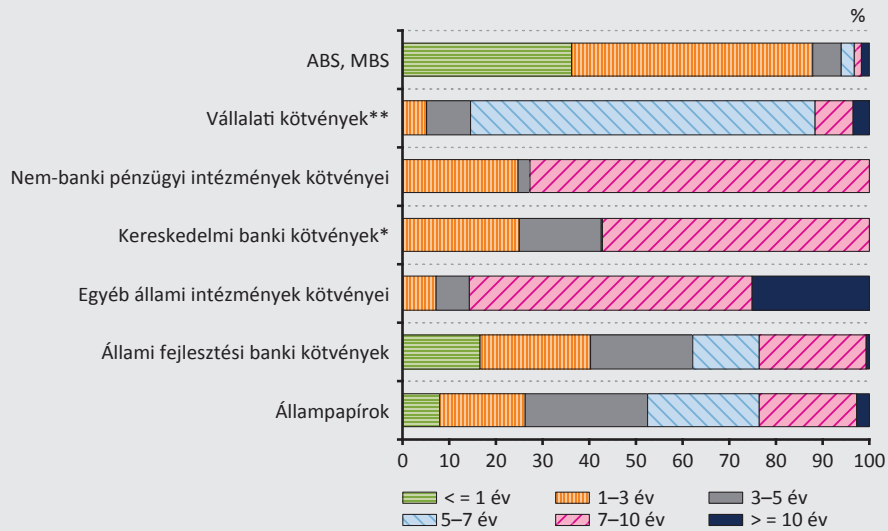
* tartalmazza a CCDC statisztikákban Tier 2 instrumentumként megjelölt kötvényeket is

** tartalmazza a CCDC statisztikákban MTN- és kkv-kötvényként megjelölt kötvényeket is

Forrás: CCDC (2016) adatai alapján szerkesztve

A kötvénypiac építésében jelentős szerepet játszanak a kínai állam és a fejlesztési bankok. Ez a kör jelenik meg valamennyi futamidőn jelentősebb mennyiségű kibocsátással. Az egyes kötvénypiaci instrumentumokat jellemző futamidejük alapján vizsgálva a következő megállapítások tehetők. Az ABS-ek és MBS-ek jellemzően rövid távra (többnyire maximum 3 éves futamidőre) kibocsátott kötvények. A vállalati kötvények nagyobb része középtávú befektetést kínál (5–7 év), míg a kereskedelmi bankok és egyéb pénzügyi intézmények jellemzően hosszabb távra (7 éves időtávon túl) bocsátják ki a kötvények nagyobb részét.

7. ábra
Kötvénytípusok jellemző futamideje, 2015. évi onshore kötvénykibocsátások



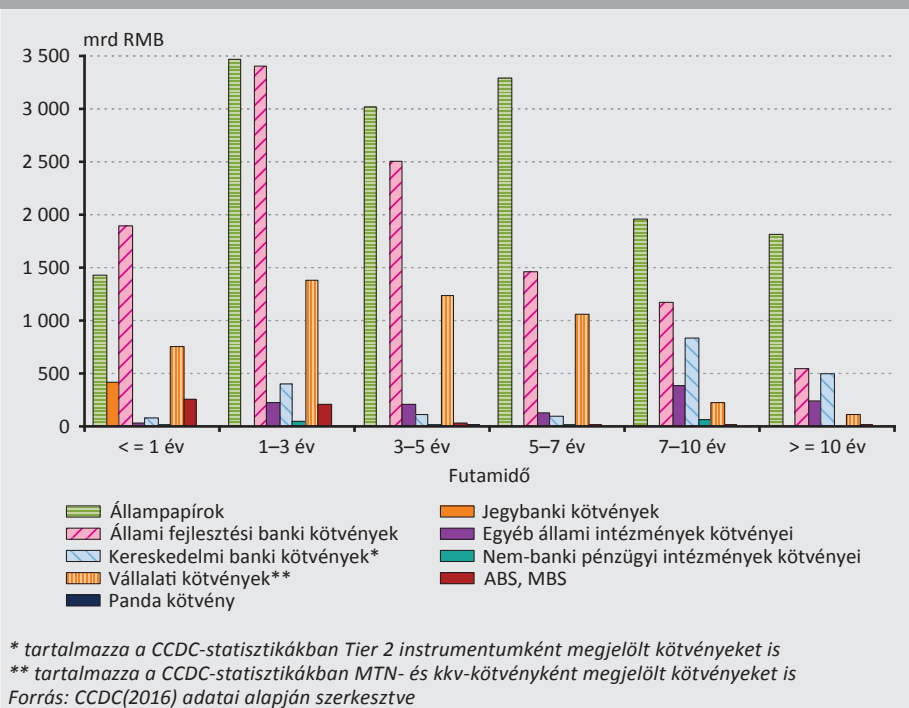
* tartalmazza a CCDC-statisztikákban Tier 2 instrumentumként megjelölt kötvényeket is

** tartalmazza a CCDC-statisztikákban MTN- és kkv-kötvényként megjelölt kötvényeket is

Forrás: CCDC(2016) adatai alapján szerkesztve

A másodpiaci lehetőségeket vizsgálva elmondható, hogy az 1–3 éves szegmens tekinthető meghatározónak, emellett nagy mennyiségű kötvény érhető el az 5–7 éves és a 3–5 éves szegmensben. A legnagyobb mennyiségben állampapírok és az állami fejlesztési bankok kötvényei érhetőek el ezeken a futamidőkön. A magánszféra esetében az 1–3 éves lejáraton található a legnagyobb kínálat. Hosszú távú befektetők számára kiemelendő, hogy a 7 éven túli szegmensben az állami szektor mellett a kereskedelmi bankok kötvényei jelenthetnek leginkább befektetési alternatívát. A rövid távú befektetők (pl. pénzügyi alapok) számára kiemelendő, hogy a másodpiac 1 éven belüli szegmensében az állami fejlesztési bankok kötvényeiből a legnagyobb a kínálat.

8. ábra
Az egyes lejáratú szegmensekben elérhető kötvények állománya (mrd RMB), 2015. december



3.1.1. A vállalati kötvények piaca

A kínai vállalati kötvénypiac fejlesztése a kínai hatóságok egyik kiemelt célja. Jelenleg a vállalati finanszírozásban meghatározó szerepet tölt be a banki finanszírozás, azonban a kötvénypiaci forrásszerzés egyfajta védelmet jelenthet esetleges bankrendszeri problémák (pl. hitelezési kockázatok rendszerszintű súlyosbodása, NPL-ráta emelkedése) esetén.

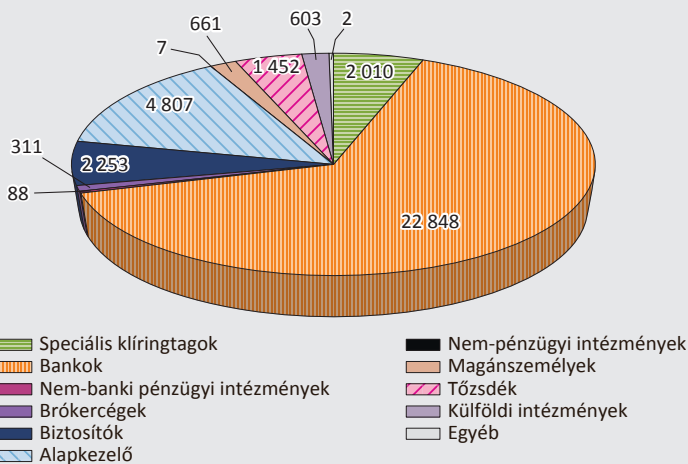
A vállalati kötvények piacának két jelentősebb szegmense az állami vállalatok által kibocsátott kötvények, valamint a nem állami háttérű vállalatok által kibocsátott középtávú kötvények (MTN). A vállalati kötvénykibocsátások jelentős részére az offshore piacon, illetve USD-ben denominálva került sor. (BIS 2014) Az onshore vállalati kötvénykibocsátások az utóbbi időben újabb lendületet kaptak, amiben szerepet játszhatott a mérséklődő onshore kamatszint, ami az offshore finanszírozáshoz képest olcsóbb finanszírozási forrást jelent a vállalatok számára. Az onshore vállalati kibocsátások kiemelendő jellemzője, hogy a kibocsátókat kínai hitelminősítőknél értékelniük. Az ő gyakorlatukban érdekesség, hogy a más piacokon megszokott, legjobb hitelminősítésnek számító AAA minősítés feletti besorolás (AAA+), ebbe néhány nagyobb kínai vállalat tartozik bele. Érdemes kiemelni, hogy a helyi

hitelminősítők a vállalati kötvénypiacon kibocsátó cégek 77%-ának AAA minősítést adtak (BNP 2015a).

3.2. Befektetők

Az onshore kötvénypiac jelenleg korlátozott mértékben férhető hozzá nem kínai rezidensek számára. Ezt tükrözi a kötvénypiac befektetői oldala is. A külföldi befektetők aránya egyelőre nem számottevő, mindössze 1,5–2% közötti. A kínai onshore kötvények legnagyobb részét a kereskedelmi bankok birtokolják. A fennálló kötvényállomány főbb tulajdonosai közé tartoznak a kínai alapkezelők és biztosítók is. Előbbiek közül a pénzügyi alapok szerepe nőtt meg az elmúlt 10 évben, 2015-ben már a teljes befektetési alapok által kezelt vagyon 35%-a volt pénzügyi alapban. A renminbi nemzetközivé válásával várható lehet a nemzetközi alapkezelők érdeklődése is, számukra – hasonlóan kínai társaikhoz – a fejlesztési banki kötvények lehetnek leginkább vonzóak (BNPb 2015).

9. ábra
Onshore kötvénypiaci befektetők piaci részesedése alapján (mrd RMB), 2015. december

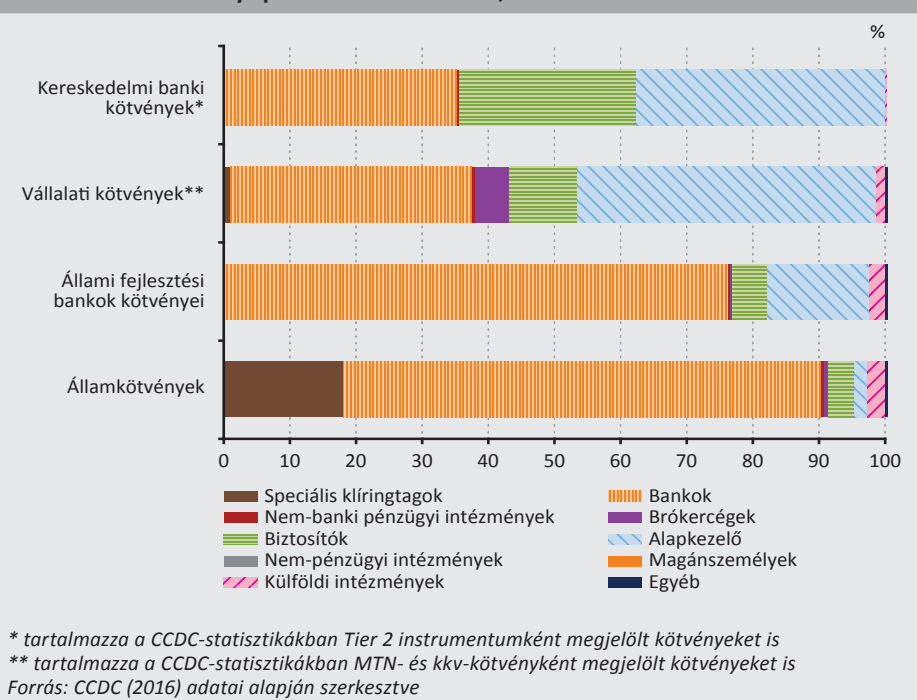


Forrás: CCDC (2016) adatai alapján szerkesztve

Az onshore kötvénypiac részpiacait vizsgálva megállapítható, hogy a bankok – bár valamennyi instrumentum esetében a nagyobb tulajdonosok közé tartoznak – főképp az állampapírok és az állami fejlesztési bankok kötvényeit birtokolják jelentős, 50%-ot meghaladó mértékben. Az állampapírok piacán olyan nagymértékű a kereskedelmi bankok tulajdonosi hányada, hogy szinte kiszorítják a többi szereplőt a világ hetedik legnagyobb államkötvénypiacáról.

A magánszféra kibocsátásai esetén azonban a legnagyobb befektetők a kínai alapkezelők, ők birtokolják a vállalati kötvények legnagyobb részét, emellett a kereskedelmi bankokhoz hasonló mértékben jelennek meg befektetőként a kereskedelmi banki kötvények piacán is. A brókercégek elsősorban a vállalati kötvények piacán vannak jelen jelentősebb befektetőként. A külföldi befektetők részesedése az állampapírok piacán a legnagyobb, de még így is elenyésző a piac méretéhez képest.

10. ábra
Főbb onshore kötvénytípusok befektetői köre, 2015. december



3.3. Likviditás

Az onshore piac – annak köszönhetően, hogy egyrészt nagyobb, másrészt több a kibocsátás – likvidebb, mint az offshore piac. Ugyanakkor a különböző típusú kötvények piaca eltérő likviditású és egyes kötvénytípusok esetén a másodpiaci likviditás növelése jelentheti a piacfejlesztés újabb lépcsőfokát.

A kötvények másodlagos piacán a kereskedési volumen közel háromnegyede a kereskedelmi bankokhoz köthető, mellettük az alapkezelők és brókercégek kereskedési tevékenysége mondható jelentősnek.

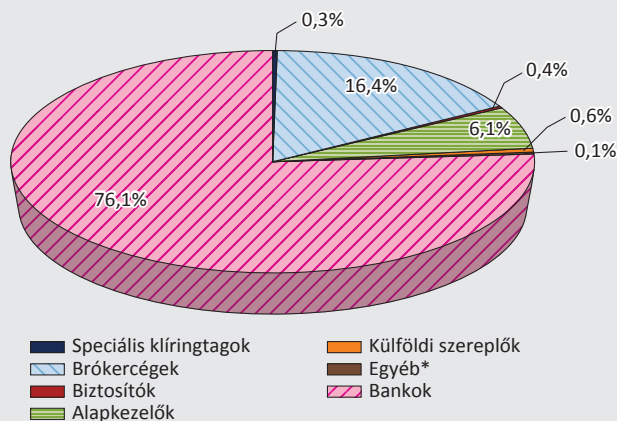
A kereskedett instrumentumokat vizsgálva elmondható, hogy a leglikvidebbek a fejlesztési bankok kötvényei, a rájuk szóló ügyletkötés több mint 50%-át adja a kötvénypiaci kereskedésnek. Mellettük az államkötvények és a vállalati kötvények tartoznak a likvidebb instrumentumok közé.

A fejlesztési banki kötvények állampapírokénál magasabb másodpiaci likviditása mögött *Ma és Yao (2016)* tanulmánya több tényezőt is azonosít. A fejlesztési banki kötvények kvázi-szuverén kibocsátások és a kibocsátások kapcsán a tőkepiaci igényeket is jobban figyelembe veszik. A fejlesztési bankok kötvényei esetén a kibocsátások gyakorisága nagyobb, ami növeli az általában is likvidebbnek tekinthető ún. on-the-run issue-k elérhetőségét. Emellett a fejlesztési banki kibocsátások nagyobb hányada koncentrálódik a hozamgörbe rövid végén, ami szintén nagyobb likviditás irányába mutat. Ezen túlmenően a fejlesztési banki kötvénykibocsátások között többféle kötvénytípus érhető el, mint államkötvények esetén. Végül a szerzők adózási tényezővel is magyarázzák az államkötvények alacsonyabb likviditását: az államkötvényekből származó kamatjövedelem adómentes, míg az árfolyamnyereség adóköteles, ami az államkötvények lejáratig történő tartását ösztönzi.

A New York-i Fed közgazdászai (*Bai et al. 2013*) tanulmányukban az állampapírok másodpiaci likviditását vizsgálva megállapították, hogy bár napi szinten folyik kereskedés a kötvényekkel, a kereskedési aktivitás még nem olyan mértékű, hogy az áralakulás a hatékony piac elmélete szerint tükrözze a legfrissebb információkat. A szerzők a kötvények egyes jellemzői és másodpiaci likviditásuk közötti összefüggést vizsgálva megállapították, hogy a minél magasabb kuponnal kibocsátott, minél nagyobb kibocsátott mennyiséggel jellemezhető, minél hosszabb futamidejű és minél újabb kibocsátások azok, amelyek magasabb másodpiaci likviditással jellemezhetők.

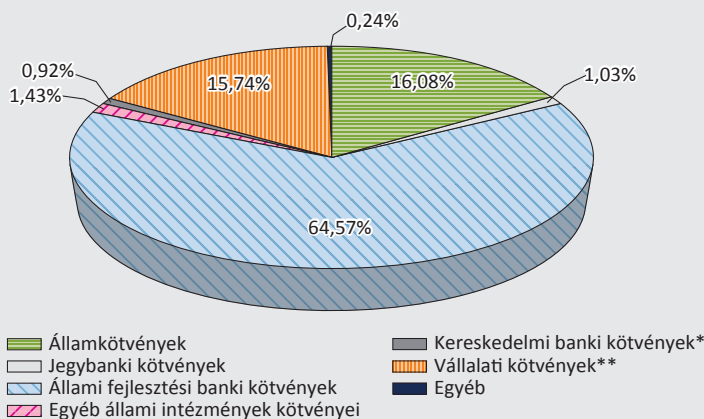
A jellemző ügyletméret az állampapírok és a fejlesztési banki kötvények piacán 10–100 millió RMB között van, a jellemző bid-offer spread 1–10 bázispont közötti. A napi átlagos másodpiaci forgalom az éven belüli állampapírok piacán 10–20 milliárd RMB, az államkötvények és a fejlesztési banki kötvények piacán 20–30 milliárd RMB (*Liu–Pihlman 2015*).

11. ábra
Onshore kötvénypiac főbb szereplői a kereskedési volumen alapján, 2015. december



Forrás: CCDC (2016) adatai alapján szerkesztve

12. ábra
Az onshore kötvénypiaci kereskedés megoszlása kötvénytípusok szerint, 2015. december



* tartalmazza a CCDC-statisztikákban Tier 2 instrumentumként megjelölt kötvényeket is
 ** tartalmazza a CCDC-statisztikákban MTN- és kkv-kötvényként megjelölt kötvényeket is
 Forrás: CCDC (2016) adatai alapján szerkesztve

A kínai onshore állampapírpiac kapcsán megjegyzendő, hogy bár mérete alapján a hetedik helyen áll nemzetközi összehasonlításban, mégis több jellemzőjében elmarad a világ vezető kötvénypiacaitól. Egyrészt a másodpiaci aktivitás lényegesen alacsonyabb, ami feltehetően ahhoz köthető, hogy a piacon a buy-and-hold típusú befektetők vannak túlsúlyban (*Income Partners 2014*). Másrészt alacsony a nemzetközi befektetők aránya. A renminbi nemzetközivé tételét támogató kínai törekvések az utóbbi területen várhatóan változást hozhatnak. A külföldi intézményi befektetők kínai onshore piacon való megjelenését támogathatja az is, hogy 2016 elején a kínai hatóságok jelentősen lazítottak a rájuk vonatkozó piaci belépési szabályokon. Ez a magyarországi intézményi befektetők számára is további lehetőséget jelenthet.

3.4. Piaci infrastruktúra és szabályozás

Az onshore kötvénypiachoz a kínai rezidensek férhetnek hozzá korlátozásoktól mentesen, míg a külföldi szereplők közül a jegybankok, sovereign wealth fund-ok és szupranacionális intézmények számára biztosított a hozzáférés. A további szereplők különböző mennyiségi korlátozások mellett léphetnek be az onshore kötvénypiacra. A külföldi szereplők tehát még viszonylag újnak számítanak az onshore piacon, és számukra sokszor egyszerűbb lehet egy beföldi szereplő közreműködésével a piacra lépni, tekintettel a korlátozások fokozatos lebontása mellett fennálló adminisztrációs követelményekre.

A kínai kötvények elsődleges piaci értékesítése aukció vagy könyvépítés keretében történik. Az állampapírok, jegybanki kötvények és a fejlesztési bankok kötvényei

kerülnek aukció keretében kibocsátásra, míg a többi kötvény esetében könyvpítés történik (Liao 2011).

A kínai kötvények másodlagos piaci kereskedése a tőzsdén, illetve a tőzsdén kívüli piacon történik. Az utóbbi két további részpiacra, a bankközi és az OTC-piacra bontható. (Míg az OTC-piacot olykor a bankközi piac szinonimájaként használják, addig a kínai kötvénypiaci terminológiában OTC-piacként utalnak a tőzsdén kívüli piac azon részére, amely résztvevői közé tartoznak a nem pénzügyi intézmények (másodlagos OTC-piac), míg a bankközi piac a tőzsdén kívüli piac azon része, amelyhez csak a bankok férnek hozzá (elsődleges OTC-piac.) A tőzsdei kereskedés az onshore piacon a shanghai-i és a shenzeni tőzsdén zajlik.

A kínai kötvényekkel történő kereskedés meghatározó része (több mint 90%) a bankközi piacon zajlik, amihez sokáig csak a kínai bankok számára volt engedélyezett a hozzáférés. A csak a tőzsdei kereskedéshez hozzáférő pénzügyi intézmények tehát hátrányban voltak azon pénzügyi intézményekkel szemben, amelyek a bankközi piachoz is hozzáfértek. A bankközi piachoz történő hozzáférés biztosítása a kötvénypiaci szabályozás lazítását, a kötvénypiac (és ezzel a tőkemérleg) részleges nyitását jelenti. Ez a RMB-internacionalizálási törekvéseket is támogathatja, hiszen tágabb kör számára teszi elérhetővé a RMB-ben denominált kötvények szélesebb körét.

A bankközi piaci hozzáférést a kínai szereplőkön kívül első lépésben a központi bankok, valamint a sovereign wealth fund-ok és szupranacionális intézmények számára biztosították. Az egyéb külföldi pénzügyi intézmények számára a QFII (Qualified Foreign Institutional Investor) és RQFII (Renminbi Qualified Foreign Institutional Investor) státusz és vonatkozó kvóták alapján lehetséges hozzáférés a kínai kötvénypiacához (A QFII- és RQFII-státuszról bővebben ld. a 4.6.2. fejezetet).

A kötvénypiaci kereskedés a shanghai-i tőzsdén indult 1990-ben, majd 1997-ben került sor a bankközi kötvénypiac létrehozására azáltal, hogy a kereskedelmi bankok számára megtiltották, hogy a kötvényekkel a tőzsdén kereskedjenek. A QFII-státusszal rendelkező külföldi szereplők is első lépésben a tőzsdén kereskedhettek kötvényekkel, majd 2012-ben engedélyezték számukra a bankközi kötvénypiacon történő befektetést. Az RQFII-státusszal rendelkező befektetők 2013-ban kaptak hozzáférést a bankközi kötvénypiacához (FTSE 2015).

A bankközi piacon bankok és intézményi befektetők (beleértve a központi bankokat, a QFII- és RQFII-kvótával rendelkezőket, a sovereign wealth fund-okat és szupranacionális intézményeket) kereskedhetnek, a kötvények mellett repo- és forward-ügyletek is elérhetőek. A tőzsdén kívüli piac nem bankközi piaci részén a kereskedelmi bankok jegyeznek árat magánszemélyek és nem-pénzügyi intézmények (vállalatok) számára államkötvényekre. A tőzsdén bankok és magánszemélyek kereskedhetnek, az állampapírok és vállalati kötvények mellett repo és kötvény futures ügyletek érhetőek el (Li 2015).

Az onshore kötvénypiac bankközi piaci részének szabályozását és felügyeletét a kínai központi bank látja el (PBOC). A kötvénykereskedés a CFETS rendszerén keresztül zajlik, míg a kötvényügyletek elszámolását a Kínai Központi Értéktár és Elszámolóház (China Central Depository and Clearing – CCDC) vagy a Shanghai-i Elszámolóház (Shanghai Clearing House – SCH) végzi (Li 2015). A tőzsdei kötvénykereskedés felügyeletét a Kínai Értékpapírpiaci Felügyeleti Hatóság (China Securities Regulatory Commission – CSRC) látja el. A panda kötvénypiaci szabályozásban és felügyelésben részt vesz mind a négy szabályozó hatóság. A panda kötvények csak a bankközi piacon érhetők el.

3.5. A kínai onshore kötvénypiac szerepe a renminbi nemzetközivé válásában

A renminbi nemzetközivé tételét segíti a deviza nemzetközi kereskedelmi kapcsolatokban elszámolási devizaként történő használata és bekerülése az SDR-kosárba. A kínai deviza nemzetközivé válása a renminbi minél szélesebb körben történő használatát feltételezi. Ezt a célt támogathatja, ha minél több nemzetközi szereplő tart renminbi eszközöket, beleértve a renminbiben denominált kötvényeket. Ez történhet offshore és onshore eszközök felhasználásával. Az offshore kötvénypiac 2007. évi létrehozása tehát egy lépés volt a renminbi nemzetközivé tétele felé. Az onshore kötvénypiac minél nagyobb szegmensének, minél több nem kínai szereplő számára történő megnyitása szintén a renminbi globális szerepének növelését erősítheti. Ebbe az irányba már történtek lépések, azonban még nem minden piaci szegmens érhető el a nem kínai befektetők számára. Valamint mennyiségi korlátozások állnak fenn, amelyek a nem kínai befektetők kötvénypiaci részesedését behatárolják. A korlátozások fokozatos lebontása, a fokozatos piaci nyitás segítheti a renminbi globális devizává válását.

A szabályozás mellett Ma és Yao (2016) szerint a monetáris politika is hozzájárulhat ahhoz, hogy a kínai kötvénypiac támogassa a renminbi nemzetköziesedését. Jelenleg az onshore piaci kötvények több mint 60 százalékát birtokolják a kereskedelmi bankok. A bankok kötvénypiaci részesedését, a kötvények iránti keresletét magyarázza az RRR mértéke. Ahhoz, hogy megfeleljenek a tartalékkövetelménynek, a kínai bankok permanens, jelentős mértékű keresletet támasztanak a kínai onshore kötvények iránt. Az RRR³-ráta csökkenésével a kötvénypiaci kínálat egy jelentős része felszabadulna – kisebb RRR-ráta mellett a kereskedelmi bankok kötvénypiaci kereslete kisebb lenne – és ezáltal tér nyílna a nem kínai befektetők számára is.

Az, hogy a kínai kötvénypiacok mennyiben tudják támogatni a renminbi nemzetköziesedését, nemcsak a kínai szabályozás, hanem a nemzetközi befektetők keresletét befolyásoló egyéb tényezők függvénye is. Ilyen vonatkozásban három lényegesebb

³ RRR=reserve requirement ratio, a jegybankok által a kereskedelmi bankok számára előírt kötelező tartalékráta. Az RRR mértékén keresztül (többek között) a bankrendszerben elérhető szabad likviditás mértékét tudja a jegybank szabályozni.

tényezőket említenek (Luk–Chen 2015), ami támogathatja a külföldi befektetők keresletét az onshore kínai kötvénypiacon: Kína hitelminősítése jelentősen javult az utóbbi években (jelenleg AA- az S&P értékelése szerint), a kínai kötvények magasabb hozamszintet kínálnak, mint egyéb nagy, fejlett kötvénypiacok, továbbá a renminbi eszközök alacsony korrelációja a fejlett országok kötvénypiacával a nemzetközi portfóliókezelők számára diverzifikációs előnyt jelentenek. A JP Morgan elemzése szerint 2005–2015 közötti időszakra vizsgálva az amerikai, japán és német kötvénypiacok 10 éves államkötvények hozamai alapján számított korrelációs együtthatói rendkívül magas, 80% feletti értéket adnak. Ezzel szemben a kínai és amerikai hosszú kötvények hozama mindössze 12%, míg a kínai és német 10 éves állampapírok hozama 8% korrelációt mutatott, sőt a japán piaccal a korreláció negatív (–9%).

A finn jegybank tanulmánya (Ma–Yao 2016) a kínai kötvénypiac – elsősorban az állampapírpiacon - nemzetköziesedésének feltételeit vizsgálja. A tanulmány rámutat a devizaárfolyam szerepére is. A szerzők azt vizsgálják, hogy milyen feltételek mellett válhat a jelenleg hetedik legnagyobb állampapírpiacon a harmadik legnagyobb állampapírpiacon világszinten. A tanulmány szerzői megállapítják, hogy az amerikai állampapírpiacon méretéhez történő felzárkózás nem reális forgatókönyv 2020-ig. Ugyanakkor reális célkitűzés lehet a japán, angol vagy az Európai Unió nagy kötvénypiacainak utolérése. A 10 legnagyobb (kivéve a kínait) államkötvénypiacon éves 5 százalékos átlagos növekedést, a kínai állampapírpiacon pedig évi 10 százalékos növekedést feltételezve, továbbá éves szinten, az USD-hez képest 1,5 százalékkal felértékelődő renminbivel számolva a kínai állampapírpiacon mérete 2020-ra a 2015. évi duplájára nőhet. Ekkor az állampapírpiacon is a világ harmadik legnagyobb piacának számítana, azonban a fennálló kötvényállomány – a feltételezések szerint – a japán piacon egyharmadát, míg az amerikai piacon 16 százalékát tenné ki. A tanulmány állításait továbbgondolva feltehető a kérdés, hogy gyengülő renminbi esetén hogyan alakulnának ezek a számok? 2015 év vége óta a renminbi árfolyama volatilisen alakult és az USD-vel szemben jelentősen gyengült, bár az újonnan bevezetett CFETS indexszel⁴ szemben stabilabb maradt. A devizaárfolyam alakulása olyan kockázati tényező lehet, amely jelentősen befolyásolhatja a kínai kötvénypiacon iránti nemzetközi befektetői érdeklődést, és ezáltal a kínai deviza nemzetközi pénzügyi tranzakciókban fennálló szerepére is hathat.

A tanulmány ugyanakkor nem borúlátó a kínai kötvénypiacon esélyeit illetően. A kötvénypiacon forgalmi adatait nemzetközi kontextusban vizsgálva a szerzők megállapítják, hogy az állampapírokhoz képest kétszer akkora másodpiaci forgalommal jellemezhető fejlesztési banki kötvények hozzájárulhatnak a renminbi nemzetközi szerepének növekedéséhez. Ugyanakkor a szerzők arra is felhívják a figyelmet, hogy az államköt-

⁴ A kínai hatóságok által 2015 decemberében bevezetett index. Az onshore renminbi árfolyamára számolt érték Kína 13 legfontosabb külkereskedelmi partnerével folytatott adatok alapján. Az index értékéről előre nem meghatározott rendszerességgel a China Foreign Exchange Trade System (CFETS) tesz közzé információt.

vények másodpiacának fejlesztése, a piaci likviditás növelése fontos szempont kell legyen, mert likvid másodlagos állampapírpiac szükséges a megbízható kötvénypiaci benchmarkok kialakításához, amik támogathatják a további instrumentumok megfelelő árazását és ezen keresztül az irántuk megnyilvánuló keresletet.

3.6. Külföldi befektetők lehetőségei az onshore piacon

3.6.1. Jegybankok

A jegybankok megkülönböztetett státuszt élveznek a kínai hatóságoknál és *kiemelten fontos befektetőknek számítanak* az onshore piacon. Ennek háttérében az áll, hogy a kínai devizát népszerűsíteni igyekvő kormány egyik célja, hogy a renminbi globális tartalékdeviza szerepet töltsön be a jegybankok tartalékaiban.

A külföldi jegybankok két lehetőség közül választhatnak, ha az onshore piacon szeretnének befektetni. Egyrészt *direkt módon* léphetnek a piacra a kínai jegybanknál történő regisztrációs nyomtatvány kitöltése után, másrészt *indirekt módon*, a Nemzetközi Fizetések Bankján, a BIS-en keresztül szerezhetnek kitétséget az onshore kínai kötvényekben, amely leginkább egy jegybankok számára létrehozott nyíltvégű befektetési alap formájának felel meg. 2015 júliusáig a külföldi jegybankok számára is feltétel volt az előre engedélyezett kvóta megléte, hogy az onshore piacra tudjanak lépni, azonban ezt eltörölte a kínai jegybank, amivel egyszerűsödött a befektetés folyamata. A jegybankok választhatnak, hogy a kínai jegybank legyen a *kereskedési- és elszámolási ügynökük*, vagy egy kínai bankközi kötvénypiacon aktív kereskedelmi bank. A kereskedési ügynök feladata, hogy a megbízó nevében megkösse és rögzítse az ügyletet a kereskedési rendszerben (CFETS), ami aztán átkerül az elszámoló rendszerbe (CCDC/SCH). Az elszámolási ügynök feladata, hogy a megkötött ügyletek részleteinek ismeretében azokat összevesse a kereskedési rendszer adataival és bevigye az elszámoló rendszerbe, majd lebonyolítja a pénz- és értékpapírmozgásokat. A BIS befektetési alapjába fektető jegybankok tulajdonképpen a *BIS-nek allokált kvóta terhére fektetnek be a kínai onshore piacon*. Az alap előre meghatározott irányelvek szerint fekteti be az összegyűjtött tőkét, és a szolgáltatásért díjat számol fel. Elsősorban azon jegybankok élnek ezzel a lehetőséggel, amelyek még csak ismerkednek a kínai kötvénypiacca, de tartalékukban már szeretnének kitétséget vállalni.

3.6.2. Külföldi intézményi befektetők

A pénzügyi intézmények két különböző program keretében léphetnek be a kínai onshore kötvénypiacra. Mindkét esetben mind a tőzsdei, mind a bankközi értékpapírok piacához hozzáférést szerezhetnek (beleértve a kötvények mellett a részvényekre vonatkozó kereskedést is).

A hozzáférés módja QFII- vagy RQFII-státusz megszerzése lehet. A két lehetőség között alapvető különbség, hogy míg a QFII-státuszt bármely külföldi bank, illetve intézményi befektető (biztosítók, brókercégek, alapkezelők) igényelhet, addig az RQFII-program keretében offshore renminbi központok kapnak kvótát a kínai

jegybanktól (jellemzően országok), majd azok az intézmények, amelyek befektetőként kívánnak megjelenni ezen a piacon, ezen kvóta terhére jelezhetik befektetési szándékukat. Az RQFII-kvóták terhére 2011 óta van lehetőség belépni az onshore kötvénypiacra. Tekintettel arra, hogy Magyarország jelenleg RQFII-kvótával rendelkezik, a hazai pénzügyi intézmények számára az RQFII státusz kínálhat új lehetőséget a kínai értékpapírpiacon történő belépésre.

A QFII-kvótákat USD-ben, míg az RQFII-kvótákat RMB-ben állapítják meg. A QFII státusszal rendelkező befektetők USD-t utalnak az onshore piacra, majd ott átváltják renminbire és abból eszközölnék befektetést. Az RQFII státusszal bíró befektetők offshore renminbivel rendelkeznek és annak felhasználásával szereznek kitétséget az onshore piacon. Az utóbbi program tulajdonképpen az offshore piacon felhalmozott renminbinek a visszaáramoltatását is szolgálja az onshore piacra, míg az előbbi célja szintén tőkebeáramlás generálása, csak ezúttal külföldi devizában, amit az onshore piacon váltanak át renminbire. A 2015/2016 fordulóján felerősödött aggodalmak a Kínából történő tőke kivonás miatt, valamint azon törekvések, hogy a kínai kötvénypiac minél nagyobb eséllyel kerülhessen be a nagy nemzetközi alapkezelők által követett nemzetközi benchmark-indexbe hozzájárulhattak ahhoz, hogy 2016 elején több lépcsőben is enyhítettek az onshore kötvénypiacra történő belépés szabályain. Első lépésként a QFII státusszal rendelkezők számára engedélyezett maximális befektetési mennyiséget emelték meg egy milliárdról öt milliárd dollárra, majd a PBOC a pénzügyi intézményi befektetők tágabb köre számára tette lehetővé, hogy a bankközi kötvénypiacra beléphessenek kínai kereskedelmi bankokon keresztül. Nemcsak a befektetői kör bővítésére került ekkor sor, hanem az adminisztratív feltételeken is enyhítettek (*PBOC 2016*).

A kínai onshore értékpapírpiacon történő belépés egy letétkezelő (és kötvénypiaci befektetés esetén klíringre is jogosult) bankon keresztül történhet, ami a külföldi intézményi befektető számára intézi a szükséges engedélyek megszerzését, illetve a szükséges regisztrációt az illetékes kínai hatóságoknál. Ahhoz, hogy egy intézményi befektető az onshore kötvénypiachoz hozzáférhessen, többféle feltételt is teljesítenie kell, többek között azt is, hogy az onshore piaci befektetést megelőző három évben nem szabott ki rá büntetést kötvénypiaci tevékenységre vonatkozó jogszabály vagy egyéb szabályozás megsértése miatt az illetékes szabályozó hatóság (*PBOC 2016*). A feltételeket teljesítők számára korábban egy fix kvótát állapított meg a jegybank a QFII vagy RQFII státuszért és kvótáért folyamodó befektetők számára. 2016. eleje óta már nem egy fix kvóta, hanem alapkezelők esetében a kezelt vagyon százalékában megállapított összegben léphetnek a kínai piacra. Nemcsak a jegybank, hanem a State Administration of Foreign Exchange (SAFE) engedélye is szükséges. Emellett a tőzsdei kereskedéshez történő hozzáféréshez a China Securities and Regulatory Commission (CSRC) engedélyét kell beszerezni. A szükséges engedélyek birtokában kerül sor a számlanyitási folyamatra, majd ezt követően

történhet az ügyletkötés, a kötvénypiacon a kereskedésre jogosult kereskedelmi bankokon, a tőzsdén brókercégeken keresztül. Bár a folyamat első ránézésre bonyolultnak tűnhet, a befektetők tulajdonképpen egy pontos ügyintézés keretében, a megfelelő kereskedelmi bankon keresztül tudnak a piacra lépni.

4. Szuverén, ügynökségi, tartományi és szupranacionális kibocsátások a dim sum és a panda piacon

A dim sum piac *legnagyobb szuverén kibocsátója Kína*. Az ország a renminbi népszerűsítése, nemzetközivé tétele érdekében jelenik meg rendszeres időközönként az offshore piacon is, hogy likvid kötvényekből álló benchmark hozamgörbét építsen.

A dim sum piac 2007-es kialakulása óta Kínát leszámítva mindössze három állami kibocsátó használta ki az offshore renminbi finanszírozásban rejlő lehetőségeket. 2014 októberében az *Egyesült Királyság* bocsátott ki 3 milliárd RMB-t 3 éves lejáratú 2,7 százalékos hozamon a Bank of China, a HSBC és a Standard Chartered Bank közreműködésével. A kibocsátás a vártnál is nagyobb érdeklődést generált, 5,8 milliárd RMB értékben érkezett ajánlat 85 befektetőtől – melyek nagyobb része privát banki befektetőktől származott –, ami lehetővé tette, hogy egyrészt az eredetileg tervezett 2 milliárd RMB helyett 3 milliárdot bocsássanak ki, másrészt a tervezettnél kb. 20 bázisponttal alacsonyabb hozammal vonják be a forrást (*Tessa 2014*). A kibocsátásból befolyt összeg az Egyesült Királyság devizatartalékába került, *egyfajta gesztust mutatva ezzel Kínának, hogy ők tartalékdevizaként tekintenek a renminbire*.

2015 júniusában *Mongólia* bocsátott ki 3 éves offshore renminbiben denominált kötvényt 1 milliárd RMB értékben, 7,5 százalékos hozammal (*Borsuk 2015*). A magas hozamot az ország relatíve alacsony, spekulatív kategóriájú hitelminősítése (B2/B+/B+) indokolta, a befektetők jóval nagyobb felárat vártak el a nagyobb hitelkockázatért cserébe. A kibocsátás ugyan nem aratott akkora sikert, mint az Egyesült Királyságé, de így is 1,5 milliárd RMB értékben érkezett ajánlat 44 befektetőtől. A kötvények több mint 90 százaléka került ázsiai befektetőkhez, elsősorban alapkezelőkhöz és bankokhoz. Mongólia elsődleges célja a *befektetői bázisának diverzifikálása* volt kibocsátással.

Magyarország 2016. április 14-én lépett be az offshore kötvénypiacra 3 éves futamidejű, 1 milliárd yuan névértékű kötvény kibocsátásával. A magyar kibocsátás iránt jelentős volt a befektetői érdeklődés, két és félszeres volt a túljegyzés. Ez hozzájárult ahhoz, hogy az eredeti hozamindikációnál 25 bázisponttal kedvezőbb szinten, 6,25%-os kuponnal jegyezték le a kötvényeket. A kötvénykibocsátás fő szervezője a Bank of China volt (*ÁKK 2016*). A kötvénykibocsátás nagyságrendje jelképesnek tekinthető, ugyanakkor nyitást jelent új, ázsiai befektetők irányába.

A Világbank-csoport tagja, az IFC (Nemzetközi Pénzügyi Társaság) úttörőnek számít a panda piacon: bár mindössze két kibocsátást hajtottak végre, már 2005-ben megjelentek az onshore piacon egy 10 éves kötvénnyel, melyet 2006-ban egy 7 éves kötvény követett (IFC 2005). Az offshore renminbi piacon azonban *rendszeres kibocsátónak számítanak* mind fix kuponú kötvényekkel, mind pedig rövid lejáratú diszkontkötvényekkel. A társaság Kínában elsősorban a klímaváltozás elleni küzdelmet, illetve vidékfejlesztést támogató befektetéseket finanszíroz. Ezenkívül az IFC *elköteleződött Kína pénzügyi szektorának és a helyi tőkepiacok támogatása és fejlesztése mellett*.

Dél-Korea az első szuverén kibocsátó volt az onshore renminbi, vagyis a *panda* piacon. 2015. december közepén 3 milliárd renminbi értékben bocsátottak ki kötvényt, 3 százalékos hozam mellett. A kötvények iránt óriási volt az érdeklődés, a tranzakció ötösztörös túljegyzés mellett sikerült lebonyolítani (Hughes 2015). A kibocsátás fontos mérföldkő mind a panda piac, mind pedig a koreai kibocsátók életében: a szuverén kibocsátás elsődleges célja a befektetői étvágy felmérése volt, és mivel kifejezetten jól sikerült, *megnyitotta az utat más koreai kibocsátók előtt is*, akik eddig a dim sum piacon vontak be renminbi forrást.

Brit-Kolumbia 2016. január 21-én lépett be a panda kötvénypiacra. A nyugat-kanadai tartomány 3 milliárd RMB értékű 3 éves kötvényt bocsátott ki 2,95%-on. A kanadai tartomány az onshore kibocsátást megelőzően az offshore piacon bocsátott ki RMB kötvényt, először 2013-ban – ezzel Brit-Kolumbiáé volt az első szuverén kötvénykibocsátás az offshore piacon –, majd másodszor 2014-ben. Az első brit-kolumbiai offshore kötvény futamideje 1 év, értéke 2,5 milliárd RMB volt, 2,25%-on történt a forrásbevonás. 2014-ben 2,85%-on került sor offshore RMB forrásbevonásra 3 milliárd RMB értékben, 2 éves futamidővel. Az offshore kibocsátásról azt követően tért át a tartomány az onshore kibocsátásra, hogy 2014 novemberében Kína Kanadát nevezte meg első észak-amerikai renminbi-központként.⁵

5. Összegzés

A cikkben bemutattuk a kínai kötvénypiac onshore és offshore szegmensét, részletesen elemezve mind a keresleti, mind a kínálati oldalt, az elérhető instrumentumok körét, azok főbb jellemzőit, a kötvénypiacra vonatkozó szabályozást és a piacok alapvető jellemzőit. A kötvénypiacot a RMB nemzetközivé tételét előtérbe helyező kínai politika kontextusában vizsgálva megállapítható, hogy ez a politikai törekvés a külföldi befektetők nagyobb arányú megjelenése irányába is mutathat a kínai kötvénypiacon.

⁵ A brit-kolumbiai kötvénykibocsátásra vonatkozó információk Brit-Kolumbia tartományi kormányzatának honlapjáról származnak.

Felhasznált irodalom

ÁKK (2016): *1,0 milliárd CNY összegű devizakötvény-kibocsátás*. ÁKK sajtóközlemény, április 14.
<http://www.akk.hu/hu/hirek/1-0-milliard-cny-osszegu-devizakotveny-kibocsatas>, letöltés ideje: 2016. április 14.

Bai, Jennie – Fleming, Michael – Horan, Casidhe (2013): *The Microstructure of China's Government Bond Market*. Staff Report No. 622, Federal Reserve Bank of New York.
https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr622.pdf, letöltés ideje: 2016. március 23.

BIS (2014): BIS Quarterly Review: *International banking and financial market development*. December.
http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1412.htm, letöltés ideje: 2016. március 23.

BNP Paribas (2015a): *All About RMB*. Bank and Investor Handbook v2.0
<http://securities.bnpparibas.com/files/live/sites/quintessence/files/Hot%20topics%20-%20marketing/Files/RMB-Investor-brochure-ASIA.pdf>, letöltés ideje: 2015. június 15.

BNP Paribas (2015b): *Expert Eye on China*. 2015 Q4

Brit-Kolumbia tartományi kormányzat hírei:

<https://news.gov.bc.ca/releases/2016FIN0002-000065>

<https://news.gov.bc.ca/releases/2015FIN0075-002009>

<https://news.gov.bc.ca/stories/bc-welcomes-establishment-of-canadian-rmb-hub>

<https://news.gov.bc.ca/stories/successful-second-renminbi-bond-reinforces-bcs-commitment-to-china>

<https://news.gov.bc.ca/stories/successful-renminbi-bond-signals-new-level-of-china-canada-relations>

Letöltés ideje: 2016. február 16.

CCDC (2016) statisztikák: www.chinabond.cn, letöltés ideje: 2016. február 10.

Fung, Hung-Gay – Ko, Glenn – Yau, Jot (2014): *Dim Sum Bonds: The Offshore Renminbi (RMB) Denominated Bonds*. Goldman Sachs Asset Management: FAQ: China's Bond Market, 2015

FTSE (2015): FTSE Russel Research Index Series: *The FTSE China Onshore Bond*. Május.
<http://www.ftse.com/products/downloads/China-Onshore-Bond-Paper.pdf>, letöltés ideje: 2016. február 2.

Horváth Dániel – Teremi Márton (2015): *Így neveld a sárkányodat*.

<https://www.mnb.hu/.../horvath-daniel-teremi-marton-igy-neveld-a-sarkanyodat.pdf>, letöltés ideje: 2016. február 22.

- IFC (2005): IFC Panda Bond Launch Opens Renminbi Bond Market to International Institutions, 10 October 2005 <http://ifcext.ifc.org/IFCExt/pressroom/IFCPressRoom.nsf/0/91457994C64BE729852570960051DCF3>
- IMF (2015): *Review of theme thod of valuation of the SDR*. IMF Policy Paper, november. <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2015/111315.pdf>, letöltés ideje: 2016.január 18.
- Income Partners (2014): *China's Onshore and Offshore RMB Markets*. http://www.incomepartners.com/sites/default/files/China's_Onshore_and_Offshore_Markets_0.pdf, letöltés ideje: 2016. jan. 8.
- Jennifer, Hughes (2015): South Korea „panda” bond five times subscribed, Financial Times, 15 December 2015 <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/9d97a2a6-a31a-11e5-bc70-7ff6d4fd203a.html#axzz43pFxyoH>, letöltés ideje: 2015. december 15.
- Liao, David (2011): *China Onshore and Offshore RMB Bond Market – A Foreign Bank Perspective*. Szeptember, HSBC. www.sifma.org, letöltés ideje: 2016. február 5.
- Li, Bing (2015): *Bond Market Evolution*. Budapest Renminbi Initiative Plenary Session, március 26. <http://www.rmbbudapest.hu/letoltes/issuers-and-investor-motivations-to-participate-in-rmb-business-boc-1.pdf>, letöltés ideje: 2016. március 23.
- Liu, Becky – Pihlman, Jukka (2015) *RMB in SDR – A Practical Guide*. Standard Chartered.
- Luk, Ben – Chen, Peggy (2015): *China onshore bond market: Kill two birds with one stone*. Market Bulletin, 13 August. https://www.jpmorganmf.com/GTMA/MI-MB_ChinaOnshoreBond_20150813.pdf, letöltés ideje: 2016. március 23.
- MNB közlemény 2015. június 27: *Renminbi kötvénybefektetésekről és elszámolási mechanizmus létrehozásáról szóló megállapodásokat irt alá a Magyar Nemzeti Bank és a Kínai Népköztársaság jegybankja Bázselban*. <http://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlomenyek/2015-evi-sajtokozlomenyek/renminbi-kotvenybefektetesekrol-es-elszamolasi-mechanizmus-letrehozasarol-szolo-megallapodasokat-irt-ala-a-magyar-nemzeti-bank-es-a-kinai-nepkoztarsasag-jegybankja-bazelban>, letöltés ideje: 2015. június 27.
- People's Bank of China (2016): Public Notice No. 3 <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3037272/index.html>, letöltés ideje: 2016. március 23.
- Richard, Borsuk (2015): CNHTracker – Mongolian governmentmakesitsdebutindim sum market, Reuters, 25 June 2015 <http://www.reuters.com/article/markets-offshore-yuan-idUSL3N0Z92C220150625>, letöltés ideje: 2015. június 25.

Ma, Guonan – Yao, Wang (2016): *Can the Chinese bond market facilitate a globalizing renminbi?* BOFIT Discussion Papers Nr. 1. Bank of Finland, Institute for Economies in Transition. http://www.suomenpankki.fi/bofit_en/tutkimus/tutkimusjulkaisut/dp/Documents/2016/dp0116.pdf, letöltés ideje: 2016. március 23.

Wang, Ming – Yen, Jerome – KeungLai, Kin (2013): *China's Financial Markets*. Routledge-Taylor&Francis Group, UK.

Tessa, Wilkie (2014): UK's RMBdebutsetsceneforfurthersovereignRMBissuance, Global Capital, 16 October 2014
<http://www.globalcapital.com/article/nkvvmzx625mz/uk-debut-boosts-prospects-of-international-rmb-bonds>, letöltés ideje: 2014. október 16.

Kockázatkezelési módszerek és bankméret viszonya*

Homolya Dániel

A cikk az Európai Bankfelügyeleti Hatóság (EBA) adatbázisa alapján elemzi a cégméret és a választott szabályozói kockázatmérési módszertanának (hitel-, piaci és működési kockázat) kapcsolatát. Az elemzés alapján az derült ki, hogy a nagyobb intézmények hajlamosabbak fejlettebb módszereket alkalmazni¹. Ez kedvező tendencia rendszerkockázati szempontból, ugyanakkor a statisztikai vizsgálatok (Wilcoxon teszt) nem bizonyítják, hogy a fejlett módszerek felé való elmozdulás intenzívebb lett volna 2008 és 2010 között, mint 2010–2013 közötti időszakban, még akkor sem, ha feltételezzük, hogy a gazdasági és pénzügyi válság következményeinek mérséklése és a jelentős szabályozási változások miatt a bankok figyelmé más feladatok irányába tolódott.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: G21, G32

Kulcsszavak: kockázatkezelés, bankszektor, tőkekövetelmény számítási módszerek

1. Bevezetés

A modern bankszabályozásnak és belső megfontolásoknak köszönhetően a pénzügyi intézmények egyre nagyobb figyelmet szentelnek a kockázatok kezelésének. Amíg a 1990-es években a hangsúly a hitel- és piaci kockázaton volt, a 2000-es évek elején/közepén nagy érdeklődés fordult a működési kockázat felé is. Mindezek alapján érdemes megvizsgálni, hogy mik a közös jellemzői a fejlettebb kockázatmérési módszereket alkalmazó intézményeknek. A 2008. január 1-jétől hatályos Bazel II / CRD, illetve most már Bazel III/ CRR irányelv/ szabályozás keretein belül az Európai

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

Homolya Dániel Pénzügyi kockázatkezelési vezető a MOL Groupnál és egyetemi adjunktus a Károli Gáspár Református Egyetem Állam- és Jogtudományi Karának Közgazdasági Tanszékén.
E-mail: dhomolya@mol.hu / homolya.daniel@kre.hu

A kézirat első változata 2016. január 5-én érkezett szerkesztőségünkbe.

Ez a cikk kizárólag a szerző véleményét képviseli, ami nem feltétlenül egyezik a MOL Group hivatalos álláspontjával.

Köszönettel tartozom az értékes megjegyzésekért a 17-ik Finance and Risk Konferencia (Pozsonyi Közgazdasági Egyetem) résztvevőinek, a Hitelintézet Szemle lektorainak, továbbá a Károli Református Egyetemnek és a MOL Csoportnak a támogatásért.

¹ A méret kapcsán az elemzés feltételezi, hogy a nagyobb tőkekövetelménybeli részesedés egyúttal nagyobb méretet jelent. Természetesen ezt a feltételezést korlátozhatja, hogy a méret mellett más szempontok is befolyásolhatják a rendszerkockázati relevanciát. Erre a cikk "Következtetések" részében részletesebben kitérek.

Unióban minden pénzügyi intézmény köteles tőkét képezni a különböző kulcsfontosságú típusú kockázatokra. Az elsődleges hangsúly ebben az elemzésben az 1. pilléres tőkekövetelményeken van, vagyis a hitelkockázati, piaci kockázati és a működési kockázati tőkekövetelményen. Természetesen a tőkekövetelmény 2. pillére is vizsgálja ezen kiemelt kockázatokat, de összhangban az Európai Bankfelügyeleti Hatóság jelen cikkhez használt adatbázisával (EBA 2015) azért használjuk az „1. pilléres” kifejezést, mert az 1. pilléres minimum-tőkekövetelmény kizárólag erre a három kulcskockázatra (piaci-, hitel- és működési kockázatok) tér ki.

A tőkeképzés egyfajta gátat képez az ellen, hogy betétesek vagy a banknak hitelt nyújtók veszteséget szenvedjenek el, hiszen mindhárom kiemelt kockázati fajta bizonyos veszteségek kockázatát jelenti. A kockázatkezelési szakirodalom hitelezési kockázat alatt a visszafizetés elmulasztásából fakadó veszteség kockázatát érti, míg piaci kockázatot a pénzügyi eszközök árfolyamának megváltozásából fakadó veszteség kockázataként határozza meg. A működési kockázat alatt pedig az emberek, rendszerek, folyamatok nem megfelelő, esetleg hibás működéséből, vagy külső eseményekből fakadó veszteségek kockázatát értjük.

Mind a három fő kockázati típus esetén a szabályozó elvárja a megfelelő tőkeallokációs módszer alkalmazását, ami egyszerűbb megközelítésektől a fejlett, modell alapú megközelítésekig terjed. Pontosabban, a piaci kockázatok esetében a fejlett módszer a belső modell módszer (IMA), a hitelkockázat esetében a fejlett módszer a belső minősítésen alapuló (IRB) módszer, míg a működési kockázat esetén az egyszerű módszereket az alapvető mutató módszere (BIA), vagy a standardizált módszer (TSA) jelentik, míg fejlett megközelítést az úgynevezett fejlett mérési módszer (AMA) jelenti. A hitelintézetek módszerválasztását több tényező befolyásolhatja: a fejlettebb módszerek irányába hathat a várható csökkenés a kockázattal korrigált mérlegfőösszeg-arányos tőkekövetelményben és ennek megfelelő emelkedés a hitelintézet potenciális nyereségességében, ugyanakkor ellene hathat bevezetésük költsége és időigényessége, a felügyeleti jóváhagyás megszerzésének nehézségei, az alkalmazott módszer esetleges ciklusokat erősítő hatása. Ebben a tanulmányban áttekintem európai szinten² a választott módszereket, és megvizsgálom, hogyan befolyásolja a méret a kockázati módszereket. Az irodalom áttekintése és a felhasznált adatok leírása után kiemelem a három fő kockázatra a módszerválasztást, végül a fejlett módszerre történő áttérések 2008 és 2010 közötti, valamint 2010 és 2013 közötti tendenciáit elemzem.

² EBA-adatbázis alapján

2. A vonatkozó szakirodalom áttekintése

A vonatkozó szakirodalomban csak néhány példát találunk, ami az intézményméret és kockázatkezelési gyakorlat közötti viszonyról szól. Bár léteznek olyan elemzések (pl. *BIS 2009a*; *BIS 2009b*), amelyek az általános legjobb gyakorlatokat mutatják be, de ezek nem elemzik a mögöttes motivációkat. *Helbok–Wagner (2006)* arra a következtetésre jut a működési kockázatkezelés korai szakaszában (1998 és 2001 között), hogy az alacsonyabb nyereségességet mutató intézmények részletesebb adatokat hoznak nyilvánosságra a működési kockázati profiljukról és a működési kockázatkezelési gyakorlatukról. A szerzők magyarázata szerint a jobb pénzügyi teljesítményű intézmények kevésbé “szorulnak” rá a nagyobb átláthatóságra, míg a gyengébb teljesítményű intézmények is fejlettebb kockázatkezelési gyakorlattal és magas szintű nyilvánosságra hozatallal javíthatják külső megítélésüket. Bár például *Oprisk & Compliance (2008)* és *(2009)* olyan adatbázist mutat be, amely tartalmazza a 100 legnagyobb bankkal kapcsolatosan a működési kockázatkezelési adatokat és módszereket, de ezek a cikkek nem tartalmazzak részletes statisztikai elemzést. Korábbi kutatások kiemelik, hogy a működési kockázati veszteség-kitettség és a cégméret pozitívan korrelál (lásd például *Dahen, H.–Dionne, G. 2010* vagy *Na et al. 2005*). Ezt a következtetést vonta le a magyarországi működési kockázati veszteségmintára *Homolya (2013)* is, megtoldva azzal, hogy a cég mérete és a működési kockázati módszerek fejlettsége pozitív kapcsolatban áll egymással nemzetközi és magyar mintán is.

3. Adatok és módszertan

Tanulmányunkban az elemzett adatok az Európai Bankhatóság (European Banking Authority – EBA) adatbázisából származnak (*EBA 2015*)³. Az adatbázis külön táblázatokat tartalmaz az egyes évekre (jelenleg a 2007–2013 közötti időszakra): alapadatokat, hitelkockázati, piaci kockázati, működési kockázati adatokat, továbbá felügyeleti lépéseket és intézkedéseket. Az adatbázis fő leíró adatait a lenti 1. táblázat tartalmazza. A 2007-es adatok még nem értékelhetőek, tekintettel arra, hogy akkor még csak opcionális volt az áttérés a Bazel II-es szabályokra. A téma vizsgálatát segítené részletesebb adatbázisok, így hitelintézet-szintű adatok használata, azonban a kockázati módszerválasztáshoz elemezhető, rendszerezhető információkat a vonatkozó adatbázisok (pl. SNL, S&P Capital IQ) nem tartalmazzak. Így a jövőben a kutatás folytatása esetén az éves jelentésekbe belemelve, önállóan kellene adatbázist összeállítani. Részletesebb adatok hiányában itt most a rendszerszintű tendenciákra koncentrálok.

³ Az adatbázis 31 európai országot tartalmaz (az Európai Gazdasági Térség (EGT) tagországai, amelyre kiterjed a CRD/CRR szabályozás), ebből 28 az EU tagja, a maradék három: Norvégia, Izland, Liechtenstein.

1. táblázat**Az EBA felügyeleti közzétételi adatbázisának leíró statisztikái**

Leíró statisztikák	2008	2010	2013
Mérlegfőösszeg (millió €)	45 309 818	42 444 016	42 074 134
GDP összesen (millió €)	11 502 644	12 706 891	13 019 818
Intézmények száma	7 134	6900	6 580
Teljes tőkekövetelmény (millió €)	1 428 664	1 291 324	1 159 049
Teljes tőke (millió €)	3 836 448	3 930 917	4 038 221
Elsődleges tőke (millió €)	2 943 868	3 325 189	3 597 567
Másodlagos tőke (millió €)	1 122 282	750 888	442 136
Tőke megfelelési mutató (%)	21,5%	24,4%	27,9%
Mérlegfőösszeg/GDP	394%	334%	323%

Forrás: EBA (saját számítás)

Amint az 1. táblázatban látható, 2008 és 2013 között a banki mérlegek jelentős csökkenése (ún. deleveraging – tőkeáttétel-csökkenés) volt megfigyelhető, amit a tőke megfelelés és a tőke minőségének (azaz elmozdulás irányába Tier 1 capital) javítása kísért az európai bankszektorban.

Ebben az elemzésben a hitelintézetek adataira fókuszálok, akkor is, ha a befektetési vállalkozások adatai is közzétételre kerülnek, de ezek kisebb hangsúlyt kapnak a pénzügyi közvetítés egészéhez képest. Az elkövetkező fejezetekben elsősorban egyszerű leíró statisztikákkal és vizuális vizsgálattal elemezzük a 2008 és 2010 között, valamint 2010 és 2013 között végbement módszertani váltásokat, majd statisztikai vizsgálatokat is bemutatok (előjel-teszt, kapcsolódó minták Wilcoxon tesztje). Végül fontos megemlíteni, hogy az EBA-adatok minősége várakozásunk ellenére nem magas szintű. Ezért sok adattisztítási erőfeszítést kellett tenni⁴, de azután megfelelő elemzésre alkalmas adatbázist kaptunk.

4. Eredmények

Az összesített eredmény azt mutatja, hogy a hitelkockázatra jutó rész a domináns a teljes tőkekövetelményen belül, összhangban azzal, hogy a bankrendszer elsődleges célja a megtakarítások közvetítése a hitelfelvevők részére (2. táblázat). Ugyanakkor az átlagos tendenciákat tekintve 2008 óta a piaci kockázati tőke követelményre jutó rész valamelyest emelkedett. Ez a tendencia összefüggésben lehet a 2008-as

⁴ Az adattisztítás során egyrészt a nagyságrendi eltéréseket korrigáltam (például amikor 20% helyett 20 szerepelt), másrészt idősrbeli kiugrásokat ellenőriztem, harmadrészt pedig azokban az esetekben, ahol például több arányszám összegének 100%-ot kellett volna adnia és nem adott, azt 100%-ra felskáláztam a konzisztencia biztosítása érdekében.

válság legsúlyosabb pontja után újra növekvő, aktív piaci, illetve befektetési szolgáltatási tevékenységgel, továbbá részben a piacokon megnövekedett volatilitással.

2. táblázat			
Az 1. pilléres tőkekövetelmény megoszlása – európai átlag (súlyozatlan)			
	2008	2010	2013
Piaci kockázati rész	3,0%	3,2%	3,3%
Működési kockázati rész	7,6%	8,7%	9,5%
Hitelkockázati rész	89,5%	88,1%	87,2%

Forrás: EBA (saját számítás)

Amint a 3. táblázat mutatja, mindhárom fő kockázati típus esetén a belső modell-alapú megközelítés nem tekinthető dominánsnak sem az intézmények számát, sem a szavatolótőke-követelményt tekintve. Azonban mindhárom kockázattípus esetén a szavatolótőke-követelmény alapú részesedés meghaladja a szám alapján részesedést, amiből arra lehet következtetni, hogy a nagyobb intézmények igyekeznek inkább fejlettebb módszereket alkalmazni. A piaci kockázatnál a fejlettebb megközelítés nagyobb alkalmazási aránya mögött a hitel- és működési kockázatnál hosszabb alkalmazási idő áll, hiszen a piaci kockázat esetén már Bazel I alatt is alkalmazható volt a fejlett módszer. Ez nem tekinthető önmagában elsődleges oknak, hiszen a piaci kockázati módszereinek igazi vezérlőereje az lehet, hogy ebben a kockázati típusban a modellszámításokhoz általában jó adatminőségű, nyilvánosan elérhető piaci idősorok, standard árazási módszertan, és így kockázatot érték (VaR) modellekkel jól becsülhető eloszlások társulnak. 2008 és 2010 között látszik egyfajta visszaesés a fejlett piaci kockázati módszer (IMA) alkalmazásában, ez vélhetően azzal lehet összefüggésben, hogy bizonyos, korábban fejlett mérési módszert alkalmazó intézmények csődbe mentek, átalakultak a válság következményeképpen (pl. Lehman Brothers, Dexia, Fortis). Az elsődlegesen látható számok arra utalnak, hogy az átállás fejlettebb módszerekre 2008 és 2010 között sokkal intenzívebb volt, mint 2010 és 2013 között (változás a tőkekövetelmény-alapú arányban: hitelkockázat: + 5,9%-pont vs. 3,1%-pont, a működési kockázat: + 9,5%-pont vs. + 4,2%-pont). Ugyanakkor meg kell említeni, hogy részletesebb, egyedi, ország szintű elemzés szükséges ahhoz, hogy szilárdabb statisztikai alapon tudjuk ellenőrizni a kapcsolatot. A következő alfejezetekben ezeket a kapcsolatokat részletesebben elemzem, kockázati típusonként és bizonyos esetekben országonkénti bontásban. Fontos megemlíteni, hogy az elemzésben alapvetően azzal a feltevéssel élek, hogy a nagyobb tőkekövetelmény-arány adott módszertan tekintetében a nagyobb méretarányra is utal, azonban ezen feltevést gyengítheti, hogy a tőkekövetelmény-arányt bizonyos speciális tényezők is torzítják (például a tevékenység speciális jellege, speciális intézmények bizonyos kockázati kategóriákban való nagyobb kockázatvállalása)

3. táblázat

Tőkekövetelmény-számítási megközelítés aránya számalapú és tőkekövetelmény szintje szerinti megbontásban (súlyozatlan átlagok)

Módszerválasztás		2008	2010	2013
Piaci kockázat: IMA	Számarány	31%	23%	19%
	Tőkekövetelmény-arány	34%	27%	32%
Hitelkockázat: IRB	Számarány	13%	12%	13%
	Tőkekövetelmény-arány	30%	35%	39%
Működési kockázat: AMA	Számarány	5%	6%	6%
	Tőkekövetelmény-arány	8%	18%	22%

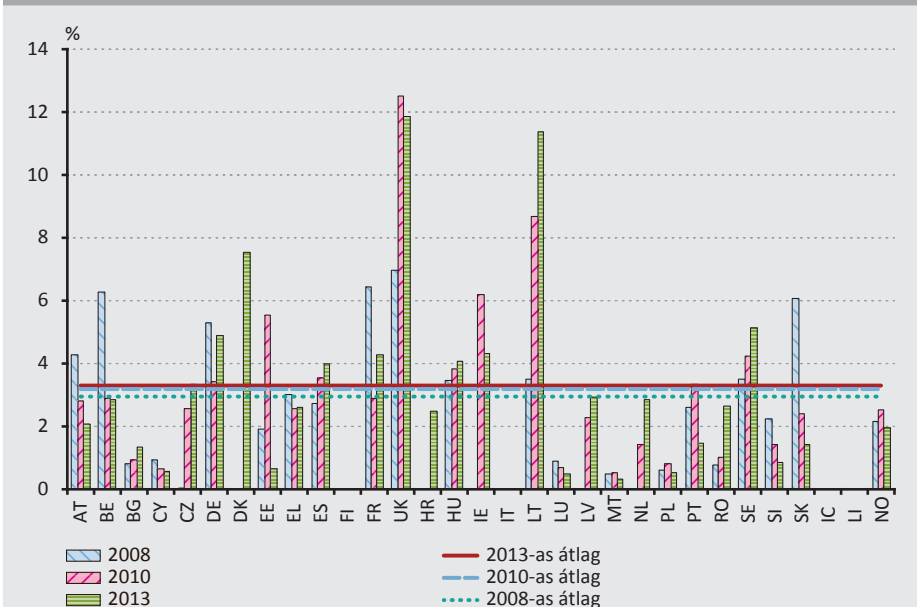
Forrás: EBA (saját számítás)

4.1. Piaci kockázat

Mint már említettük, súlyozatlan átlag alapján a piaci kockázati tőke részesedése 2008-ban 3% volt, 2013-ban 3,3%. Nagyobb részesedés csak egyes országokban jellemző, amelyek közül az Egyesült Királyságban a mély pénzügyi piacokkal és a bankok azokon való erős részvételével magyarázható, miközben a Litvániára megfigyelt relatíve magas részarány intuíciónkkal ellentétben, s elképzelhető, hogy csupán az

1. ábra

Piaci kockázati tőkekövetelmény teljes tőkekövetelményre vetített aránya (%)



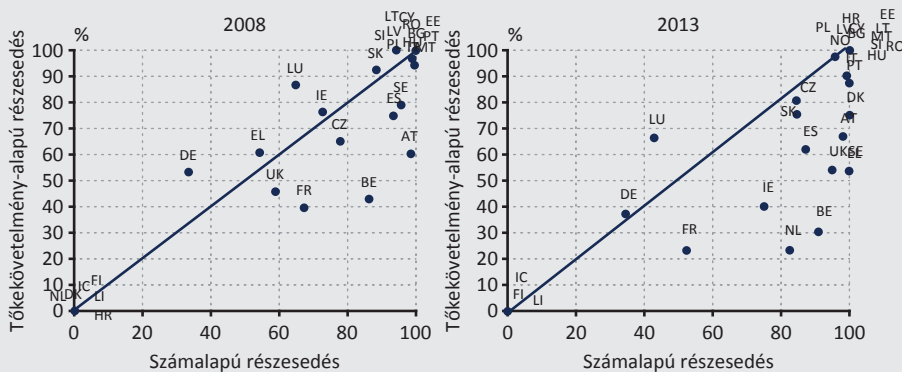
Forrás: EBA (saját számítás)

EBA-adatbázis adatminőségéből fakadhat a kiugró érték. A magyar bankszektorban a piaci kockázati tőkekövetelmény aránya meghaladta mindhárom kiemelt időpontban az EBA-adatbázis 31 európai országának (EGT országok, melyekre a CRD/CRR szabályozás kiterjed) átlagát (ez 2013-ban 4,1 % volt).

Mint a 2. ábra mutatja, a bankok többsége standard módszert használt piaci kockázati tőkeképzésére. Sok országban 2013-ban csak standard módszert használtak: Magyarország mellett pl. Bulgária, Ciprus, Dánia, Észtország, Lettország, Litvánia, Málta, Lengyelország, Szlovénia. A standard módszert használó bankok tőkekövetelmény-alapú aránya nem éri el a számalapú arányt, ami arra enged következtetni, hogy a belső modellt (IMA) használó bankok nagyobbak (nagyobb piaci kockázati kitettséggel rendelkeznek). 2008-tól kétoldalú mozgás volt tapasztalható: néhány országban nőtt a standard módszer alkalmazásának aránya, néhány országban csökkent. A standard módszer magyarországi kizárólagos alkalmazásával kapcsolatosan érdemes megjegyezni, hogy banki kockázatkezelőknek tartott előadás során az MNB a közelmúltban a SREP-vizsgálatok tanulságaként jelezte, hogy szükségesnek tartaná a fejlett piaci kockázati mérés 1. pilléres, szélesebb körű alkalmazását⁵.

2. ábra

Piaci kockázati sztenderd módszert használó bankok számalapú és tőkekövetelmény-alapú aránya



Forrás: EBA (saját számítás)

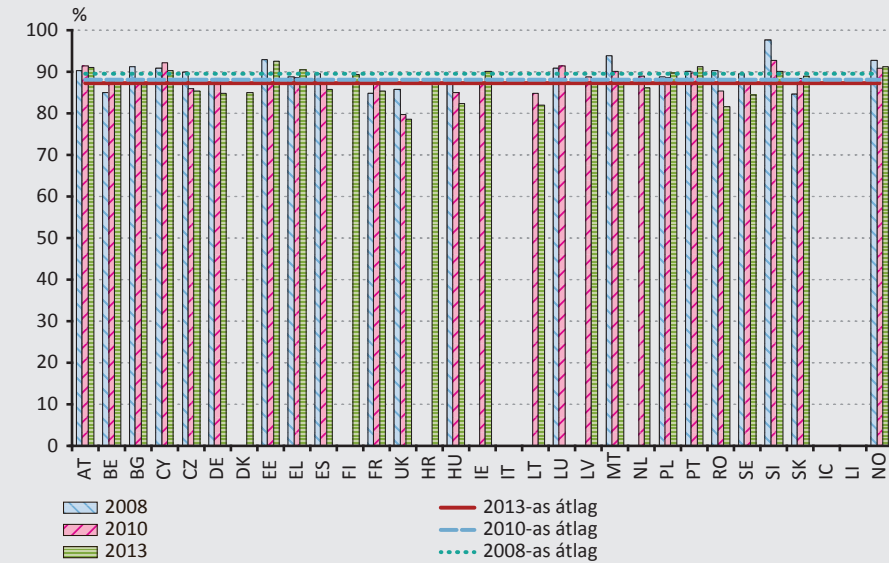
4.2. Hitelkockázat

Mint már említettük, a hitelkockázat dominál a tőkekövetelményben. Súlyozatlan átlagos részese 89,5% volt 2008-ban, 2010-ben 88,1%, 2013-ban 87,2%. Az egyes országok között nem látszik ebben a részarányban jelentős szóródás (3. ábra).

⁵ PRMIA előadás - A jegybank új és régi felügyeleti eszközei - SREP-tapasztalatok, a várható módszertani változások és a jegybank új eszközei, Budapest, 2015. április 23.

A magyar bankszektorban a hitelkockázati tőkekövetelmény részaránya az EBA adatbázis európai átlaga alatt volt a kiválasztott megfigyelési időszakban.

3. ábra
Hitelkockázati tőkekövetelmény teljes tőkekövetelményre vetített aránya
 (%)

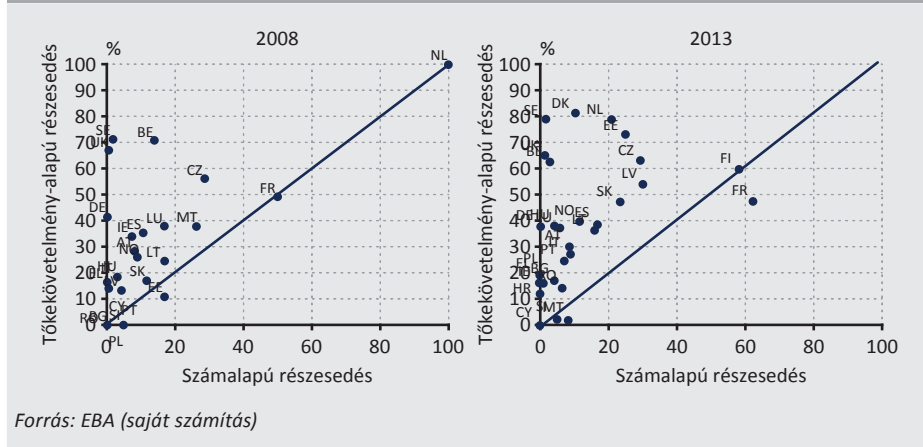


Forrás: EBA (saját számítás)

A bankok többsége a hitelkockázatra a standard STA-módszert alkalmazza, számarányt és méretet (tőkekövetelményt) is tekintve. 2008 és 2013 között az IRB-használat (belső minősítési módszer) aránya nőtt (számarány: 2008: –12,7%, 2010: –11,5%, 2013: –12,7%, tőkekövetelmény-alapú arány: 2008: –30%, 2010: –35%, 2013: –39%): időszak közben tapasztalható vegyes (le-fel)mozgások is voltak megfigyelhetőek, továbbá úgy tűnik, hogy 2010 és 2013 között lelassult az IRB-módszerre váltás. Tőkekövetelmény arányában az IRB-bankok aránya magasabb, mint számarány alapján, ami abba az irányba mutat, hogy a fejlettebb, IRB-bankok nagyobbak. A magyar bankrendszerben is megfigyelhető, hogy a tőkekövetelmény-alapú IRB-arány nagyobb, mint a számalapú arány, ugyanakkor a magyar bankrendszerben folyamatosan nőtt az IRB-t használó bankok aránya a 2008 és 2013 közötti megfigyelési időszakban (számalapú arány: 2008-ban 1%, 2013-ban 4%, tőkekövetelmény-alapú arány: 2008: 14%, 2013: 38%). Az arányokat természetesen befolyásolhatják egyéb tényezők is a méret mellett, például fejlettebb hitelezési múlttal rendelkező országokban nagyobb lehet a hitelkockázat fejlettebb módszereinek alkalmazására irányuló háttér.

4. ábra

Hitelkockázati belső minősítésen alapuló módszert használó bankok számalapú és tőkekövetelmény-alapú aránya

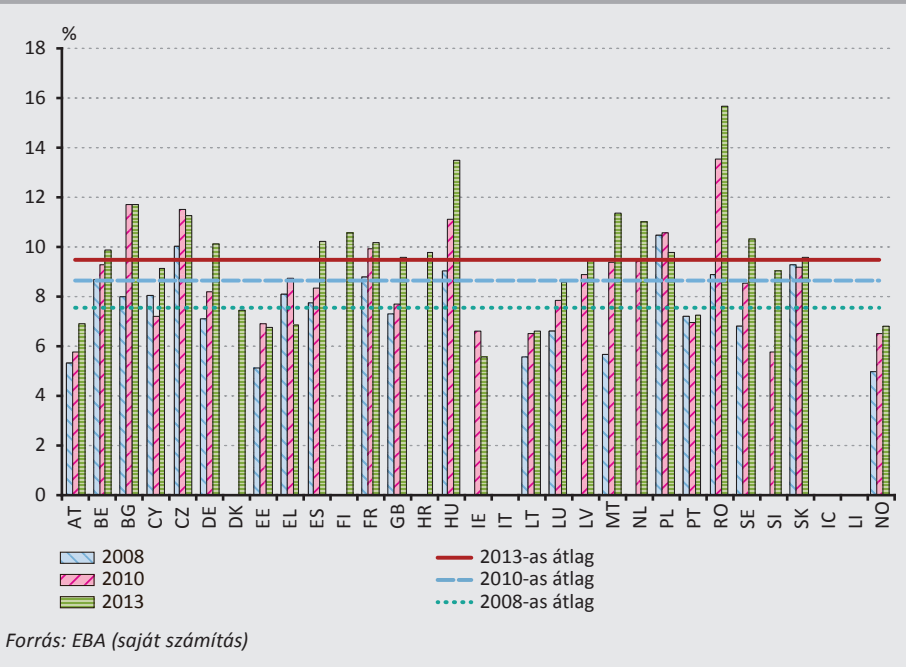


4.3. Működési kockázat

Súlyozatlan átlag alapján a működési kockázat részesedése a tőkekövetelményben 7,6% volt 2008-ban, 9,5% 2013-ban. A szóródás a működési kockázati tőkekövetelmény teljes tőkekövetelményhez képesti arányában kisebb, mint ami a piaci kockázat esetén tapasztalható. A közép-európai országok esetén (így Magyarország esetén is) tapasztalható magasabb részarány azzal magyarázható, hogy magasabb kockázatra magasabb jövedelemmel kell felkészülni, és ez visszahat a tőkekövetelményre, mivel ez egyszerűbb módszereknél a tőkekövetelmény alapján a bruttó jövedelem (ami körülbelül az értékvesztés és amortizáció előtti jövedelem). Ráadásul a működési kockázat esetén a bruttó jövedelem elmúlt háromévi átlaga számít, így az esetleges bruttó jövedelem-csökkenés csak fokozatosan jelentkezik, addig a hitelkockázatnál az aktuális kitétség számít, így a változások azonnal jelentkeznek.

A fejlett mérési módszer használata a megfigyelési időszakban csak lassan kezdett növekedni. Ugyanakkor a 2010–2013-as időszakban alacsonyabb növekedés volt megfigyelhető, mint 2008–2010 között. A 2013-as adatok alapján a bankok többsége az intézmények számát tekintve a legegyszerűbb BIA-módszert használja (BIA: 72%, TSA: 23%, AMA: 7%), míg a tőkekövetelmény alapján a standardizált megközelítést használja a többség (BIA: 28%, TSA: 50%, AMA: 23 %). Egyértelmű elmozdulás volt megfigyelhető a fejlett AMA-módszer irányába (intézmények számán alapuló arány: 2008: 4,8%, 2010: 5,8%, 2013-ban 6,4%, tőkekövetelmény-alapú arány: 2008: 8,1%, 2010: 17,7%, 2013: 21,9%). Ezen kívül, mivel a fejlett AMA-módszert használó bankok tőkekövetelmény-alapú aránya magasabb, mint azok számalapú aránya, arra következtethetünk, hogy a fejlett AMA-megközelítést alkalmazó bankok nagyobbak.

5. ábra
Működési kockázati tőkekövetelmény teljes tőkekövetelményre vetített aránya
 (%)

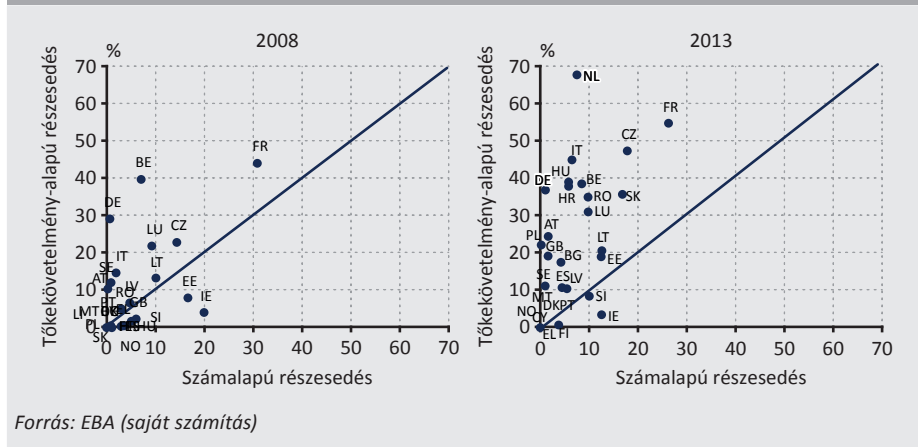


2010 és 2013 között az AMA-módszertanra való átváltás lassulását tapasztaljuk. A magyar bankrendszerben is megfigyelhető, hogy a tőkekövetelmény-alapú AMA-arány nagyobb, mint a számalapú arány, ugyanakkor az átlagos EU-trendet követve a magyar bankrendszerben is folyamatosan nőtt az AMA-t használó bankok aránya az EU átlagát meghaladó szintre (számalapú arány: 2008: 1%, 2013: 6%, tőkekövetelmény-alapú arány: 2008: 0%, 2013: 38%). (6. ábra). Az arányokat természetesen befolyásolhatják egyéb tényezők is a méret mellett, például fejlettebb működési kockázati adatbázisokkal rendelkező országokban nagyobb lehet a működési kockázat fejlettebb módszereinek alkalmazására irányuló háttér.

Mint már a 2. részben, a szakirodalom áttekintése során említettem, *Dahen, H. – Dionne, G. (2010), Na et al. (2005) vagy Homolya (2013)* áttekintést ad arról, hogy a banki cégméret és a működési kockázatok pozitív kapcsolatban állnak egymással (nagyobb intézményeknek a működési kockázati veszteségkitettsége is nagyobb, amit alapvetően a gyakoriság vezérel). A nagyobb intézmények potenciálisan nagyobb működési kockázati veszteségkitettsége miatt is lehet különösen érdekes, hogy a nagyobb intézmények fejlettebb módszert használnak-e vagy sem.

6. ábra

Működési kockázati fejlett mérési módszert (AMA) használó bankok számalapú és tőkekövetelmény-alapú aránya



4.4. 2008 és 2013 közötti módszerváltás statisztikai tesztelése, és a módszerváltás lassulásának tesztelése 2008–2010 és 2010–2013 közötti összehasonlításban

Ebben az alfejezetben azt a hipotézist tesztelem, hogy a fejlett módszert használó intézmények részesedése statisztikailag szignifikánsan magasabb volt 2013-ban, mint 2008-ban. Az elemzés során ráadásul azt is tesztelem, hogy 2010 után a fejlett módszerre való ugrás lassult-e vagy sem. A statisztikai vizsgálatok során a Wilcoxon előjel rangsortesztet és a kapcsolódó minták előjeltesztjét is alkalmazom, amely teszteket az SPSS statisztikai programcsomag tartalmazza. A null-hipotézis ezekben a vizsgálatokban az, hogy a különbségek mediánja 0.

A teszteléshez használni tudtam a (majdnem) teljes EU-mintát (24 ország, a nem megfelelő/hiányos adatsorral rendelkező országok kiszűrésével: DK, FI, NL, LI, IC, NO, HR) és külön a kelet-közép európai (KKE) mintát (10 ország) is. A KKE-országokban a fejlettebb piaci kockázati módszer 1. pilléres használata kevésbé elterjedt, mint az európai átlag, azonban a hitel- és a működési kockázat terén nem látunk akkora különbséget (4. táblázat).

A fejlett módszert használó hitelintézetek részesedése 2013-ban és 2008-ban a hitelkockázat és a piaci kockázat esetében egyértelműen különbözött egymástól (2013-ra szignifikánsan nőtt), a piaci kockázatok esetében azonban szignifikáns eltérés nem volt tapasztalható (5. táblázat). Ha azonban teszteljük a fejlett módszert használók részesedésének változását 2008 és 2010, valamint 2010 és 2013 között, akkor azt kapjuk, hogy statisztikailag elhanyagolható a különbség. Mint azt a 6. táblázat mutatja, nem tudtuk megállapítani, hogy 2010 után jelentős volt a fejlettebb módszerekre való váltás lassulása.

4. táblázat

Fejlett módszert használó bankok aránya a kelet-közép európai (KKE) országokban

KKE-átlag	típus szerint	Piaci kockázati IMA átlag	Hitelkock. IRB átlag	Műk. kock. AMA-átlag
2013	Számarány	2,80%	13,11%	9,10%
	Tőkekövetelmény-arány	3,95%	33,94%	26,53%
2010	Számarány	3,60%	11,13%	7,73%
	Tőkekövetelmény-arány	1,60%	25,69%	16,79%
2008	Számarány	4,11%	7,60%	4,92%
	Tőkekövetelmény-arány	4,59%	12,36%	5,24%

Forrás: EBA (saját számítás)

5. táblázat

Statisztikai teszt fejlett módszerek részesedésének 2008 és 2013 közötti azonosságára (szignifikancia)

2008-as vs. 2013-as részesedés (szignifikancia)	Teljes minta		KKE-minta	
	Kapcsolódó minta előjelteszt	Kapcsolódó minták Wilcoxon előjel rangteszt	Kapcsolódó minta előjelteszt	Kapcsolódó minták Wilcoxon előjel rangteszt
Piaci kock. STA számalapú arány 2008 vs. 2013	0,607	0,363	0,625	0,273
Piaci kock. STA tőkekövetelmény-alapú arány 2008 vs. 2013	0,143	0,022	1,000	0,686
Hít.kock. IRB számalapú arány 2008 vs. 2013	0,027	0,122	0,039	0,066
Hít.kock. IRB tőkekövetelmény-alapú arány 2008 vs. 2013	0,093	0,024	0,021	0,007
Műk.kock. AMA számalapú arány 2008 vs. 2013	0,017	0,101	0,021	0,022
Műk.kock. AMA tőkekövetelmény-alapú arány 2008 vs. 2013	0,004	0,000	0,002	0,005
N = mintaelemszám	24	24	10	10

Megjegyzés: A szürke háttér 95%-os szintnél magasabb szignifikanciát jelez.

Forrás: EBA (saját számítás)

6. táblázat

Statisztikai teszt a fejlett módszerek részesedésének 2008–2010-es, ill. 2010–2013-as időszakbeli változásának különbségei közötti illeszkedésre (szignifikancia)

Részesedésváltozás 2008–2010 vs. 2010–2013 között (szignifikancia)	Teljes minta		KKE-minta	
	Kapcsolódó minta előjelteszt	Kapcsolódó minták Wilcoxon előjel rangteszt	Kapcsolódó minta előjelteszt	Kapcsolódó minták Wilcoxon előjel rangteszt
Piaci kock. STA számalapú arány 2008–2010 vs. 2010–2013	1,000	0,820	0,625	0,715
Piaci kock. STA tőkekövetelmény-alapú arány 2008–2010 vs. 2010–2013	0,002	0,006	0,375	0,138
Hit.kock. IRB számalapú arány 2008–2010 vs. 2010–2013	0,832	0,592	0,754	0,721
Hit.kock. IRB tőkekövetelmény alapú arány 2008–2010 vs. 2010–2013	1,000	0,784	0,754	0,959
Műk.kock. AMA számalapú arány 2008–2010 vs. 2010–2013	0,286	0,445	0,344	0,878
Műk.kock. AMA tőkekövetelmény-alapú arány 2008–2010 vs. 2010–2013	0,523	0,263	1,000	0,878
N = mintaelemszám	24	24	10	10

Megjegyzés: A szürke háttér 95%-os szintnél magasabb szignifikanciát jelez.

Forrás: EBA (saját számítás)

5. Következtetések

Jelen elemzés legfontosabb eredménye azon összefüggés megállapítása, miszerint az intézmény mérete fontos hatással van a kockázati módszer kiválasztására. Ez azt jelenti, hogy a nagyobb intézmények, amelyek egyúttal potenciálisan nagyobb veszteségkitettséggel rendelkeznek, bizonyára a kockázatkezelés fix költségeit is szem előtt tartva, jobban ösztönözöttek fejlettebb módszerek alkalmazására. Ez az eredmény kedvező rendszerkockázati szempontból, hiszen fontos, hogy a fokozott rendszerkockázati hatással bíró intézmények tudatosabb kockázatkezelést alkalmazzanak⁶. A fejlettebb kockázatszámítási módszerekre váltás 2008 és 2010 között, valamint 2010 és 2013 között nem mutatott statisztikailag jelentősen különböző

⁶ Persze ezt a következtetést árnyalhatja, hogy a méret mellett más szempontok (pl. eltérő piaci koncentráció esetén) is hathatnak a rendszerkockázati kitétettségre: helyettesíthetőség és összekapcsolódás is (lásd pl. FSB (2009)).

sebességet, akkor sem, ha intuícióink alapján a piaci körülmények és az egyéb, jelentősebb szabályozói változások alapján intuitív is lenne a jelentős lassulás. Érdekes látni, hogy amíg a közelmúltig a szabályozó hatóságok nagyobb erőfeszítéseket tettek kifinomultabb módszerek alkalmazásának ösztönzésére, addig a 2008-ban kitört pénzügyi válság ezt a lelkesedést eltüntetni látszik, mint *Stefan Ingves (2015)*, a Bázeli Bizottság elnöke már kifejezte egy nemrégiben elhangzott beszédében: „*Mikor a kockázattal súlyozott eszközök (RWA) számításainak hiányosságaira koncentrálnunk, három nagy területről érkező megoldási lehetőséget különböztethetünk meg. Az első ezek közül azon intézkedések alkalmazása, amelyek közvetlenül korlátozzák a kockázattal súlyozott eszközállomány (RWA) változékonyságát. Ezt azáltal lehet elérni, hogy nagyobb hangsúlyt fektetünk a standardizált mérési módszerekre. Egy másik módja a bankok rugalmasságának korlátozására a belső modellen alapuló RWA becslések alkalmazásának limitálásában lehet.*” Azt gondolom, hogy a fejlett módszereknek saját gyengeségeik is, de előnyeik is vannak. A bölcsen átgondolt változásokat üdvözölni kell, de remélhetőleg a fejlett módszerek előnyeit is meg lehet menteni ebben a folyamatban, ami a bázeli szabályozási keretrendszer Bazel III utáni újragondolásáról szól⁷.

Felhasznált irodalom

BIS (2009a): *Results from the 2008 data collection exercise for Operational Risk*, July 2009, Bank for International Settlement BCBS.

BIS (2009b): *Observed range of practice in key elements of Advanced Measurement Approaches (AMA)*, July 2009, <http://www.bis.org/publ/bcbs160b.pdf>, Bank for International Settlement BCBS, letöltés ideje: 2015. december 31.

Dahen, H. – Dionne, G. (2010): *Scaling Models for the Severity and Frequency of External Operational Loss Data*, *Journal of Banking & Finance*, 34. (2010) pp. 1484-1496.

EBA (2015): *European Banking Authority Supervisory Disclosure data*, <http://www.eba.europa.eu/supervisory-convergence/supervisory-disclosure/aggregate-statistical-data>, letöltés ideje: 2015. december 31.

FSB (2009): *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations* – Financial Stability Board, http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_091107c.pdf?page_moved=1, letöltés ideje: 2016. február 6.

⁷ Ennek a folyamatnak a konkrét lépései már elindultak a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság keretein belül: jelen cikk véglegesítésével szinte párhuzamosan jelent meg a piaci kockázati keret felülvizsgálata, az úgynevezett „fundamental review” (<http://www.bis.org/bcbs/publ/d352.htm>), a hitelkockázati standard módszer felülvizsgálatáról 2015 decemberében, a működési kockázati területen most létező módszereket potenciálisan kiváltó Sztenderdizált Mérési Módszerről pedig 2016 márciusában jelent meg konzultációs dokumentum.

Helbok, G. – Wagner, C. (2006): *Determinants of Operational Risk Reporting in the Banking Industry*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=425720, letöltés ideje: 2015. december 31.

Homolya Dániel (2013): *Operational risk of banks and firm size: Stochastic process based modelling, scaling behaviour and the effect of firm size on operational risk management methods*, 1st ed. Saarbrücken: Lambert Academic Publishing.

Ingves, S. (2015): *Speech by Mr Stefan Ingves*, Chairman of the Basel Committee on Banking Supervision and Governor of Sveriges Riksbank, at the 2015 IIF Annual Membership Meeting, Lima, 9 October 2015, <http://www.bis.org/speeches/sp151010.htm>, letöltés ideje: 2015. december 31.

Na, H.S. – Couto Miranda, L. – van den Berg, J. – Leipoldt M. (2005): *Data Scaling for Operational Risk Modelling*, ERIM Report Series: ERS-2005-092-LIS.

OpRisk & Compliance (2008): *A new dawn for disclosure*, Top 100 banks, 2008/10: 26-29., Incisive Media, London.

OpRisk & Compliance (2009): *Divine Illusion*, pp. 18–24, Incisive Media, London.

Az elektronikus pénzforgalom növekedésének makrogazdasági hatásai – Általános egyensúlyelméleti megközelítés magyar adatok felhasználásával*

Ilyés Tamás – Varga Lóránt

Tanulmányunkban azt vizsgáljuk, hogy a kiskereskedelmi és egyéb lakossági készpénzes fizetések különböző mértékű részének betéti kártyás fizetéssel történő helyettesítése milyen hatásokkal járna a magyar gazdaság teljesítményére. Elemzésünket egy általános egyensúlyi modell keretében végezzük el, amely a fizetések lebonyolításának költségeit is részletesen figyelembe veszi. Eredményeink szerint a készpénzes fizetések betéti kártyás műveletekkel történő kiváltása kedvezően hat a gazdaság teljesítményére és versenyképességére, növeli a reáljövedelmeket, a reálfogyasztást, a GDP szintjét és az állam adóbevételeit is. A pozitív hatások a helyettesítés mértékének növelésével hatványozottan emelkednek, azonban már egy alacsony szintű, akár néhány éven belül elérhető helyettesítés esetén is jelentkeznek. Számításaink szerint a kedvező makrogazdasági hatás kisebb részben a pénzforgalmi szolgáltatások területén felszabaduló erőforrások más szektorokba történő átcsoportosításából származik. Ennél nagyobb hatás köszönhető annak, hogy egyrészt a helyettesítés következtében a reálgazdaságban már meglévő erőforrások hatékonysága is javul, másrészt a betéti kártyás fizetési szolgáltatások árazásának jellemzői kisebb holtteher-veszteséget okoznak, mint amit a készpénzes fizetési szolgáltatások bonyolultabb keresztárazása kapcsán megfigyelhetünk. Eredményeink alapján összességében azt a következtetést fogalmazhatjuk meg, hogy a gazdaságpolitika a pénzforgalom folyamatos hatékonyságjavulásának támogatásával, illetve gyorsításával közvetlen és közvetett módon a teljes gazdaság teljesítményét és versenyképességét javíthatja.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: C68, E27, E42

Kulcsszavak: pénzforgalom, fizetési módok, általános egyensúlyelmélet, CGE-modellezés, társadalmi költségek

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

Ilyés Tamás a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: ilyest@mnbb.hu.
Varga Lóránt a Magyar Nemzeti Bank főosztályvezetője. E-mail: vargalor@mnbb.hu.

A kézirat első változata 2016. március 29-én érkezett szerkesztőségünkbe.

1. Bevezetés

A közgazdasági szakirodalomban elterjedt vélekedés, hogy az elektronikus fizetési műveletek nagyobb részaránya fejlettebb, hatékonyabb fizetési rendszert jelent, vagyis hozzájárul a gazdaság fejlődéséhez és a versenyképesség növekedéséhez. A kérdés vizsgálatának két módszertana terjedt el. Az első csoportba tartoznak a keresztmetszeti makrogazdasági adatokon végzett ökonometria elemzések, amelyek az országok pénzforgalmi rendszerének fejlettsége és az általános gazdasági fejlettségük közötti kapcsolatot tárja fel. A másik megközelítés mikroszemléletű, az egyedi költségek felmérésén és aggregálásán alapul, aminek köszönhetően számszerűsíthető az egyes fizetési módok társadalmi költsége és ezáltal a magasabb társadalmi költségű fizetési módok alacsonyabb költségűvel történő helyettesítése révén elérhető megtakarítás nagysága. A társadalmi költség egy nettó elszámoláson alapuló fogalom, ami kiszűri a fizetési ellátási lánc szereplői közötti díjáramlásokat és csak a saját, privát költségeik összegét veszi figyelembe.

A keresztmetszeti, ökonometria megközelítést választó kutatások meggyőző eredményekkel igazolják, hogy a fejlettebb, hatékonyabb pénzforgalmi rendszer pozitívan hat a gazdaság teljesítményére. *Hasan et al. (2012)* 1995 és 2009 között vizsgálta a lakosság fizetésimód-választása és a gazdasági növekedés közötti összefüggést 27 európai országban. Panel-modelljükben az egy főre jutó GDP logaritmusát magyarázták makrogazdasági és az elektronikus fizetési módok elterjedtségét mérő változókkal (fizetési kártyák száma, átutalási megbízások, beszedések, csekk, készpénzhasználat). Eredményeik szerint az elektronikus fizetési módok elterjedtsége szignifikánsan pozitív hatással van a GDP növekedésére. A legnagyobb hatás a fizetési kártyák használatához kapcsolódóan mutatható ki. *Hasan et al. (2009)* EU-tagállamok paneladatai alapján elemezte a pénzforgalmi rendszer fejlettsége és a bankszektor jövedelmezősége közötti kapcsolatot. Ezt a módszert követve *Hasan et al. (2013)* általánosan a pénzforgalom és a reálgazdaság teljesítményének együttmozgását elemezte. Paneladatokat alapján kimutatták, hogy az elektronikus fizetések aránya pozitívan korrelál az egy főre jutó GDP-vel az EU-ban. A számításaik alapján a kártyalefedettség 1,2%-os növelése a GDP szintjét 0,07%-kal növeli. A legátfogóbb nemzetközi eredményeket a témában *Zandi et al. (2013)* mutatja be, 57 fejlett és feltörekvő ország 2008 és 2012 közötti panel adatainak vizsgálatával. Eredményeik nagyon erős kapcsolatot mutatnak a bankkártyás vásárlások elterjedtsége és a gazdasági növekedés között, gyakorlatilag minden vizsgált országban. Számításaik szerint a fejlett országokban az elektronikus fizetések növekvő használata a vizsgált időszakban 0,3%-kal növelte ezen országok GDP-jét, a feltörekvő országoknál pedig ez az érték még magasabb, 0,8%. A vizsgált 57 ország összesített átlagos éves GDP-növekedési üteme 1,8% volt 2008 és 2012 között, ami az elektronikus fizetések használatának növekedése nélkül csak 1,6% lett volna. Az elektronikus

fizetések elmúlt években megfigyelhető térnyerése tehát évente átlagosan közel 0,2 százalékponttal emelte a GDP globális növekedési ütemét.

A társadalmi költségek vizsgálata már a kétezres évek elején elkezdődött a pénzforgalmi területen. *Humphrey et al. (2003)* tanulmánya megmutatta, hogy az Egyesült Államokban a készpénzalapú fizetőeszközök arányának csökkenése jelentős erőforrás-megtakarításhoz vezetett, amely a GDP 0,5%-ára tehető. Ugyanez a tanulmány kimutatta, hogy az elektronikus fizetőeszközök elterjedése 12 európai országban a banki költségek jelentős csökkenéséhez vezetett (32 milliárd dollár, a GDP 0,38%-a).

Ezt a kutatást számos hasonló, jellemzően összehangolt módszertan alapján készült társadalmiköltség-felmérés követte Európában, amelyek *Schmiedel et al. (2012)* tanulmányában kerültek összegyűjtésre és összehasonlításra. A tanulmány fő megállapítása, hogy az elektronikus fizetések magasabb arányával rendelkező észak-európai országokban a pénzforgalom társadalmi költsége a bruttó hazai össztermék kisebb részét teszi ki, mint a készpénzes és papíralapú fizetéseket intenzívebben használó országokban. Az adatok alapján az is megfigyelhető, hogy a magasabb arányú készpénzhasználattal jellemezhető országokban a készpénzes fizetési műveletek jellemzően kisebb egységköltséggel rendelkeznek, míg az elektronikus fizetési módokat intenzívebben használó országokban ezeknek a fizetési módoknak van költségelőnye. Ez arra vezethető vissza, hogy a pénzforgalom jelentős hányadban fix költségekkel is rendelkezik – jellemzően a szükséges infrastruktúra kiépítéséhez és fenntartásához kapcsolódóan –, így a különböző fizetési módok volumene jelentősen befolyásolja azok átlagos egységköltségét. A fix és változó költségek eltérő arányából fakadóan azonban egy elektronikus fizetési módokat magas arányban használó gazdaság hatékonyabb, mint egy készpénzorientált.

Az Európai Központi Bank módszertana alapján a vizsgálatot Magyarországra is elvégezte *Turján et al. (2010)* kiemelkedő részletességgel, és robusztus eredmények alapján arra a következtetésre jutott, hogy Magyarországon a jelenlegi költségszerkezet és fogyasztói szokások még elfogadói és lakossági oldalon is a készpénz költségelőnyéhez vezetnek. Ellenben a fizetési szokások elektronikus fizetési módok irányába történő nagyarányú elmozdulása esetén jelentős mértékű megtakarítás érhető el.

Összefoglalóan elmondhatjuk, hogy a szakirodalomban meggyőző eredményeket találhatunk egyrészt arra vonatkozóan, hogy a hatékonyabb fizetési módok magasabb arányával megtakarítást lehet elérni a társadalmi összköltségekben, másrészt arra is, hogy a hatékonyabb fizetési módok elterjedése kedvező hatással van a gazdaság általános teljesítményére. Azt a hatásmechanizmust azonban eddig még senki nem tárta fel, hogy a pénzforgalmi rendszer társadalmi költségcsökkenése pontosan milyen módon és milyen csatornákon keresztül befolyásolja a makrogazdaság alakulását. Ebből következően jelenleg egyetlen ország esetében sem lehet pontosan

megmondani, hogy a különböző hatékonyságú fizetési módok közötti bizonyos mértékű helyettesítés milyen és mekkora elmozdulást okozna az egyes makrogazdasági változókban. Ennek oka, hogy bár a reálgazdaság és a pénzforgalmi rendszer közötti összefüggéseket ökonometriai szempontból már több tanulmány vizsgálta, átfogó elemzési módszertan még nem készült a pénzforgalom egyensúlyelméleti keretbe illesztésére. *Starr (2003)* bemutatta, hogy tranzakciós költségek értelmezhetők az Arrow–Debreu-i modellkeretben. Gyakorlati alkalmazásra azonban csak kevés példa található. *Griffith-Jones (2012)* az Európai Bizottság számára a QUEST III-modell eredményei alapján készített riportot a pénzügyi tranzakciós adó hatásáról, míg *Escudé (2007)* az argentin gazdaságra kalibrált DSGE-modelljébe illesztett tranzakciós költségeket. Ezek a megközelítések azonban nem szerepeltetik elég részletesen a pénzforgalmat ahhoz, hogy szerkezeti változások hatásait lehessen elemezni.

Cikkünkben amellet, hogy a magyar gazdaság esetében is bizonyítékot keresünk a hatékonyabb pénzforgalom kedvező makrogazdasági hatására, ennek hatásmechanizmusát is fel kívánjuk tárni. A kutatásunkban ezért integráljuk a mikroadatokon alapuló egyedi technológiai és viselkedési tapasztalati összefüggéseket a makrogazdaság alapvető szerkezetével. A tanulmányunkban így egy lépéssel tovább megyünk a szakirodalomban eddig vizsgált kérdéseknél, és arra keressük a választ, hogy a hatékonyabb fizetési módok nagyobb arányú választásából származó költségmegtakarítás melyik szereplőknél jelenne meg, milyen és mekkora hatással járna a fontosabb makrogazdasági változókra, valamint hogyan érintené az ország versenyképességét. A hatékonyabb pénzforgalom egyrészt kevesebb erőforrással képes lebonyolítani a fizetéseket, így azok más szektorokban hasznosíthatók. Ezzel párhuzamosan a fennmaradó erőforrások nagyobb hozzáadott értéket képesek előállítani. A tanulmányunkban ezeket a hatásokat kívánjuk számszerűsíteni.

Elemzésünkben leszűkítjük a kutatási kérdést a kiskereskedelmi készpénzes fizetési műveletek betéti kártyás fizetésekkel történő helyettesítésének makrogazdasági hatására. Választásunkat az indokolja, hogy a bankkártyás fizetések arányában jelenleg még számottevő Magyarország elmaradása az Európai Unió átlagától, azonban a fizetések száma és értéke dinamikusan bővül, így már belátható időn belül is jelentős mértékben javulhat a fizetési szokások szerkezete ezen a területen. A két fizetési mód közötti átváltásnál csak a lakosság által végzett (számosságát tekintve amúgy is a döntő többséget adó) kiskereskedelmi fizetéseket vizsgáljuk.

A következőkben első lépésként részletesen bemutatjuk kutatásunk módszertanát. A cikk harmadik fejezetében írjuk le az elemzés kiindulópontját jelentő alaphelyzetet, vagyis a kiskereskedelmi fizetéseknél alkalmazott fizetési módok jelenlegi használati arányát és költségszerkezetét, valamint a fizetési módok közötti helyettesítésre alkalmazott különböző feltevéseinket. A negyedik fejezet a társadalmi összköltségekben bekövetkező változásokra, az ötödik pedig a kapcsolódó makrogazdasági

hatásokra vonatkozó számítási eredményeinket tartalmazza az egyes helyettesítési feltevések tekintetében. A cikket következtetéseink megfogalmazásával zárjuk.

2. Módszertan

A kutatási kérdésünknek megfelelően a fizetési módok (egészen pontosan a kiskereskedelmi, illetve egyéb lakossági készpénzes és bankkártyás fizetések) közötti helyettesítés gazdasági hatásait mérjük fel. Ennek első lépése a helyettesítéssel elérhető társadalmi költségmegtakarítás becslése. A fizetési rendszer társadalmi költségének csökkenése azonban nem a végső gazdasági hatás. Az fizetési módok társadalmi költségének változásán alapuló számítás nem ad választ arra a kérdésre, hogy mi történik a felszabaduló erőforrásokkal, hogyan változik a pénzforgalmi ellátási lánc szereplőinek árazási gyakorlata, különös tekintettel a fizetési módok közötti keresztárazásra, valamint hogy a megtakarítás végső soron milyen mértékben javítja a gazdaság versenyképességét és növeli a végső fogyasztási lehetőségeket.

E kérdések megválaszolásához ki kell szűrünk több olyan hatást, ami befolyással lehet a végső eredményre, de nem kapcsolódik közvetlenül a fizetési módok közötti választáshoz, elsőként a forgalomnövekedés hatását. Az elmúlt években mind a gazdaságban lévő készpénzállomány, mind az elektronikus fizetési módok dinamikusan bővültek. Annak ellenére, hogy a növekvő volumen csökkenti az egységköltséget – fizetési módonként eltérő mértékben – a teljes rendszer költsége nő, ha több fizetési műveletet kell lebonyolítani. Ez nem jelenti a gazdaság versenyképességének romlását, a gazdaság növekedési üteménél nagyobb mértékben bővülő fizetési rendszer természetes folyamat a pénzügyi kultúrában felzárkózó országok esetén. E hatás kiszűrése érdekében a tanulmányunkban minden esetben a jelenleg fennálló (2015-ben megfigyelt) pénzforgalmi volumen- és értékadatokkal számolunk, csak a lakossági fizetéseken belül változtatjuk a készpénzzel és betéti kártyával végrehajtott műveletek arányát. Ennek köszönhetően a kimutatott makrogazdasági és versenyképességi hatás teljes mértékben a fizetési módok közötti helyettesítés eredményének tekinthető.

Ezenfelül nem foglalkozunk olyan hatásokkal, amelyek nem jelennek meg közvetlenül a vizsgált szereplők költség- vagy díjszerkezetében. Az elektronikus pénzforgalmi tranzakciók arányának növekedésével például általában együtt jár a feketegazdaság visszaszorulása, ami tovább erősítheti a fizetési módok közötti helyettesítés kedvező makrogazdasági hatásait. Ennek számszerűsítése azonban nagyon nehéz és bizonytalan, és nem témája a tanulmányunknak.

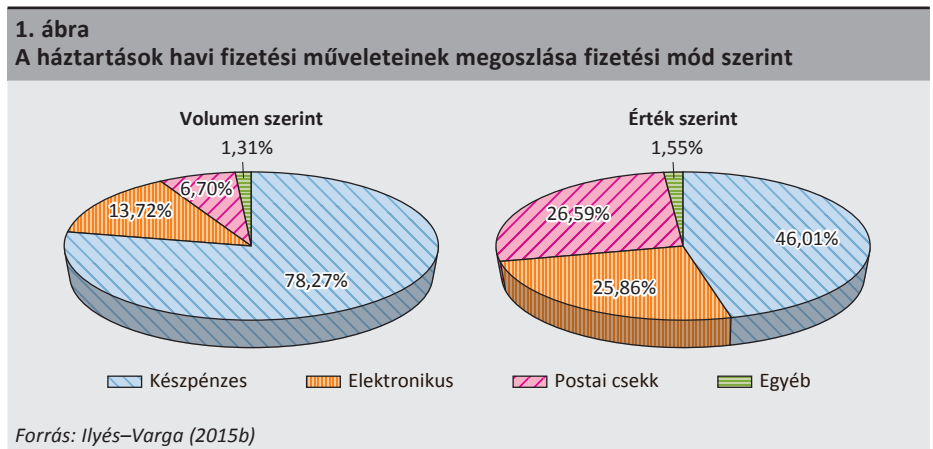
Ezzel szemben a nem önköltség alapú árazási módszereket – keresztárazás, oligopol-árazás – és a gazdasági szerkezetváltozást – eltérő termelési technológiák közötti erőforrás-átrendeződés – szerepeltetjük az elemzésünkben, hogy pontosabb képet kapjunk arról, hogy a fizetési szokásokban bekövetkező változás végső soron

milyen csatornákon és hatásmechanizmusokon keresztül járulhat hozzá a gazdaság teljesítményének és versenyképességének javulásához.

Cikkünkben a fenti megfontolások alapján a jelenlegi pénzforgalmi tranzakciószám- és -értékadatokat felhasználva, eltérő készpénzes és betéti kártyás fizetési arányokat feltételezve, először számszerűsítjük az egyes feltevések mellett elérhető társadalmi költségmegtakarítást. Ezek után egy, a pénzforgalmi műveletek költségeit is figyelembe vevő általános egyensúlyelméleti modell segítségével megbecsüljük a társadalmi költségmegtakarítások várható makrogazdasági és versenyképességi hatását, illetve bemutatjuk, hogy ezek a hatások milyen csatornákon és hatásmechanizmusokon keresztül realizálódnak. Utóbbi vizsgálatokhoz Ilyés–Varga (2015a) modelljét használjuk kisebb korrekciókkal.

3. Helyzetértékelés és a fizetési módok közötti helyettesítésre alkalmazott feltevéseink

A magyar gazdaság európai viszonylatban alapvetően készpénzorientált. Ilyés–Varga (2015b) alapján a fizetési kártyás vásárlások aránya jelenleg még volumen és érték tekintetében is viszonylag alacsony (1. ábra), annak ellenére, hogy a fizetesiszámla- és betétkártya-lefedettség magas – rendre 75 és 71 százalék. Ennek köszönhetően az össztársadalmi szempontból hatékonyabb fizetési módok használata tekintetében még van tere a fejlődésnek. Az elmúlt években azonban már robusztus módon, kétszámjegyű mértékben növekedett a kártyahasználat, azokban az években is, amikor a számlák száma csökkent.



Turján et al. (2010) tanulmánya alapján a használat intenzitása következtében a készpénz jelentős átlagköltség-előnyvel rendelkezik a betéti kártyás fizetéssel szemben (1. táblázat). A 2009-es adatok alapján végzett becslésünk szerint ugyanis volumen szempontjából a magyar lakossági szektor több mint 90%-ban készpénzzel fizetett a kiskereskedelemben. A betéti kártyás fizetések átlagköltsége ennek köszönhetően közel háromszorosa a készpénzes műveletekének. A hitelkártyás vásárlásoknál a különbség több mint tízszeres. Azonban a változó költségek aránya sokkal kisebb az elektronikus fizetések esetén. Emiatt, amennyiben jelentősen emelkedne a fizetési kártyás vásárlások aránya a készpénzes műveletekkel szemben, jelentős megtakarítást lehetne elérni az össztársadalmi költségekben.

1. táblázat							
Költségszerkezet Magyarországon 2009-ben							
	Készpénz	Betéti kártya	Elektronikus átutalás	Csoportos beszedés	Készpénz átutalási megbízás	Papír alapú átutalás	Hitelkártya
Fix (%)	33,50	62,30	52,50	63,20	17,00	8,60	73,90
Változó (%)	66,50	37,70	47,50	36,80	83,00	91,40	26,10
Összesen (mrd Ft)	208,82	30,22	40,07	7,73	38,96	35,01	19,56
Volumen (mio db)	2 835	150	230	77	271	47	25
Egységköltség (Ft)	73,66	201,13	174,22	100,39	143,76	744,89	796,09
Forrás: Turján et al. (2010)							

A cikkünkben a fenti kiinduló helyzethez képest vizsgáljuk a fizetési módok közötti helyettesítés gazdasági hatásait. Alappályaként tehát a 2015. év pénzforgalmi adatai alapján számolt, kiskereskedelmi és egyéb lakossági fizetésekre jellemző készpénz-kártya arányt használjuk. A rendelkezésünkre álló adatok és becsléseink alapján a kiskereskedelemben e kategóriákban jelenleg átlagosan a forgalom 89 százaléka készpénzes, 11 százaléka pedig bankkártyás fizetés. Az értékek alapján a készpénz aránya valamivel alacsonyabb, mivel a magasabb értékű tranzakciók során a vásárlók az átlagnál nagyobb arányban fizetnek bankkártyával. A kiskereskedelmi vásárlások és különösen az egyéb lakossági fizetések, mint például a számlafizetések terén természetesen más, kisebb forgalmú fizetési módokkal is találkozunk, például átutalással vagy csoportos beszedéssel. Amikor ebben a cikkben a kiskereskedelmi és egyéb lakossági fizetések forgalmáról beszélünk, ezen egyéb fizetési módokkal lebonyolított forgalmat nem értjük bele, hiszen ezeket változatlan mennyiséggel és értékkel szerepeltetjük a modellünkben minden helyettesítési feltételezés esetén. Vagyis a számításainkban ezek is szerepelnek, de helyettesítést csak a készpénzzel és betéti kártyával lebonyolított tranzakciók között feltételezünk.

2. táblázat		
Fizetési módok helyettesítésére vonatkozó feltevéseink		
	Leírás	Kártyahasználat aránya a kiskereskedelmi fizetéseken belül (volumen szerint)
Alappálya	A betéti kártyás fizetések 2015-ben megfigyelt aránya a készpénzzel vagy betéti kártyával lebonyolított kiskereskedelmi és egyéb lakossági fizetéseken belül	11%
Kismértékű helyettesítés	Az előrejelzések alapján Magyarországon 2020-ban várhatóan elért arány	25%
Közepes helyettesítés	Az Európai Unióban 2015-ben megfigyelt átlagos arány	50%
Jelentős helyettesítés	A jelenlegi helyzet fordítottja, amely kiemelkedő mértékű kártyahasználatot jelent	89%

Az alappályához viszonyítva az elemzésünkben három eltérő mértékű helyettesítés makrogazdasági hatásait fogjuk vizsgálni (2. táblázat). Elsőként egy viszonylag rövid távon is elérhetőnek tűnő fizetési szerkezetet feltételezünk, választásunk szerint ez a betéti kártyával fizetett kiskereskedelmi és egyéb lakossági vásárlások 2020-ra várható aránya a jelenlegi trendek kivetítése alapján. A fizetési kártyás vásárlások számának és értékének jelenleg megfigyelhető dinamikus, kétszámjegyű éves növekedése következtében már ilyen rövid időtávon is jelentős elmozdulás várható, annak ellenére, hogy a készpénzes fizetések is növekvő trendet mutatnak. A trendek kivetítésén alapuló becslésünk szerint 2020-ban a kártyával fizetett kiskereskedelmi és egyéb lakossági vásárlások számának aránya elérheti a 25 százalékot. Az első feltevésünk tehát úgy szól, hogy a jelenlegi helyzethez képest az összes kiskereskedelmi és egyéb lakossági vásárlás számának 14 százalékát kitevő készpénzes fizetést betéti kártyás fizetéssel helyettesítünk. A módszertani megfontolásokkal összhangban hangsúlyozzuk, hogy a kivetítés a 2020-ban várható arányokra vonatkozik a 2015-ben megfigyelt mennyiségek és forgalmi értékek mellett.

A második feltevésünkben a készpénzes fizetések ennél nagyobb, összességében közepes méretű helyettesítését feltételezzük. E feltevésnél az Európai Unió jelenleg megfigyelhető átlagos kiskereskedelmi kártyás vásárlási arányának elérését határozzuk meg referenciapontként. Mivel nem áll rendelkezésre olyan statisztika, ami alapján ez az arány egyértelműen megállapítható lenne, ezért a becslést az EU-országok átlagos GDP-arányos készpénzállományi és egy főre jutó kártyás tranzakciós adatai segítségével végeztük el. Ezek alapján a magyar kiskereskedelemre vonatkoztatva az EU-átlagot elérő hatékonyságú pénzforgalom közel 50 százalékban elektronikus

fizetéseket tartalmazna, érték alapján pedig már a vásárlások kétharmada kártyás fizetéssel történne.

A harmadik esetben számolunk a legnagyobb, extrémnek is nevezhető helyettesítéssel, azt feltételezve, hogy a kiskereskedelmi fizetési módok jelenlegi használati arányai megfordulnak, vagyis a kártyás fizetések aránya megközelíti a 90 százalékot. Ez az arány jelenleg még csak a legfejlettebb, leginkább elektronizált pénzforgalmú európai országokra – pl. Hollandia, Svédország – jellemző.

4. A fizetési módok közötti helyettesítés társadalmi költségekre vonatkozó hatásai

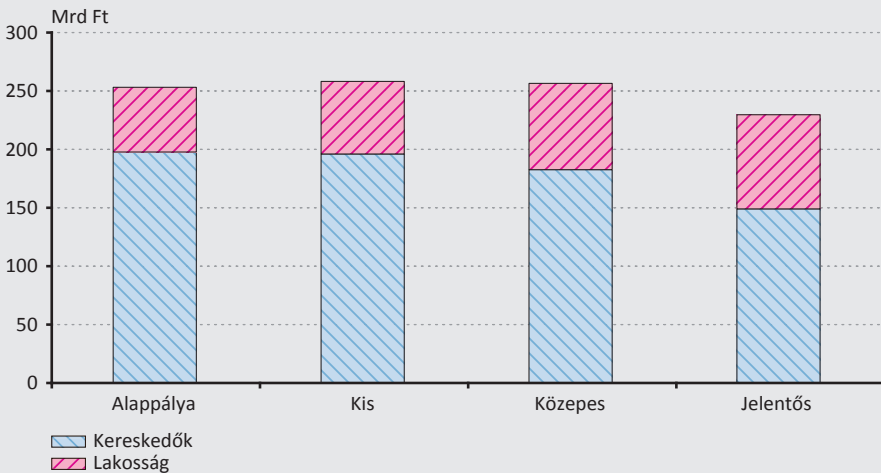
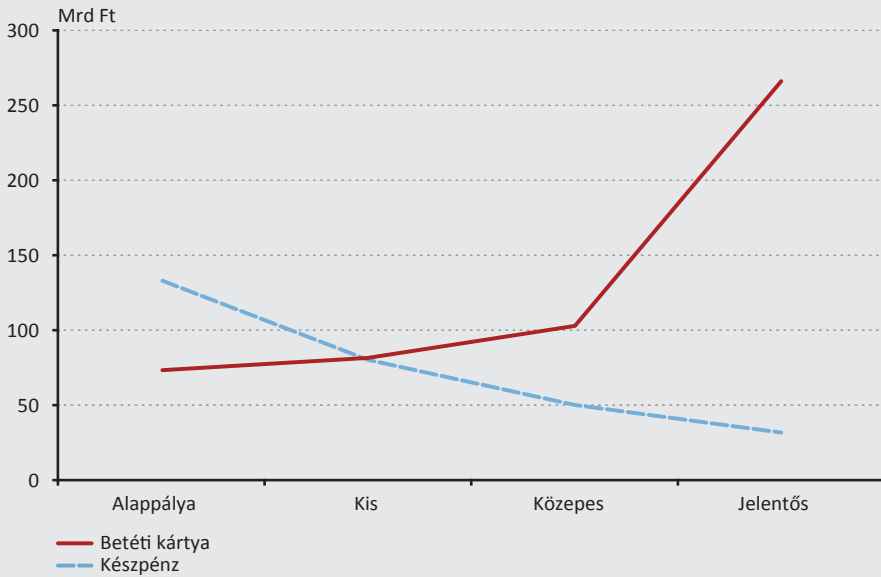
A fizetési módok közötti váltás hatásainak vizsgálata klasszikusan a társadalmi költségek számításán alapul. Társadalmi költség alatt a pénzforgalmi ellátási lánc teljes költségét értjük, nem számítva azokat a díjfizetéseket, amelyeket az ellátási lánc szereplői egymásnak fizetnek. *Turján et al. (2010)* számításai szerint, 2009-es adatok alapján a pénzforgalmi rendszer mérete a ráfordított társadalmi költségek alapján a GDP 1,09 %-ra tehető. Ez a számítási mód tartalmazza az összes szereplő – lakosság, vállalatok és pénzforgalmi szolgáltatók – saját költségeit és a rendszer működésének erőforrásköltségeit. Már itt fontos hangsúlyozni, hogy a társadalmi költségszámítás a jellegéből adódóan parciális elemzés, például nem bontja tovább a közbesző felhasználást vagy a pénzforgalomra eső részt az érintett szereplők adóterheiből.

Első lépésként az idézett tanulmány mögött álló felmérés alapadatait kiegészítettük az elmúlt öt év megfigyelt trendjeivel. A kutatásunk előzményének tekinthető tanulmány adatai a 2009-es évre vonatkoznak, ezért bizonyos mértékben korrekcióra szorulnak az elemzés elvégzéséhez. A szereplők költségeit inflációval korrigáltuk 2015-re, a díjfizetéseket a pénzforgalmi szolgáltatók által alkalmazott díjakban időközben megfigyelt változások alapján módosítottuk, ami így már visszaadja a tranzakciós illeték és az ingyenes készpénzfelvétel bevezetését követő állapotot. Ezzel szemben bizonyos, az idézett tanulmányban felmért költségtényezőkkel az *Ilyés-Varga (2015a)* módszertanának megfelelően nem számoltunk, mint például a különböző fizetési módok használatának eltérő időszükségletével.

A parciális elemzés alapján megállapítható, hogy a betéti kártyás fizetés átlagos egységköltsége már a fizetési módok kisebb mértékű helyettesítésével is a készpénz szintjére csökkenthető (2. ábra). A közepes mértékű helyettesítés esetén a betéti kártyás fizetés már számottevő költségelőnyt élvez a készpénzes fizetésekkel szemben, a különbség a jelentős helyettesítéssel pedig drasztikusan megnő.

A fizetési módok teljes társadalmi átlagköltségei közötti fordulópontra azonban nem esik feltétlenül egybe azzal, hogy az egyes szereplők által érzékelt költségek milyen helyettesítési arány esetén fordulnának át. Amennyiben a költségeket megbontjuk a kereskedőkre és a lakosságra, látható, hogy a (jelentős helyettesítés mellett már csökkenő) társadalmi összköltségből a lakosságra jutó rész aránya fokozatosan nő

2. ábra
A helyettesítés hatása az egységköltségre és a társadalmi költségre

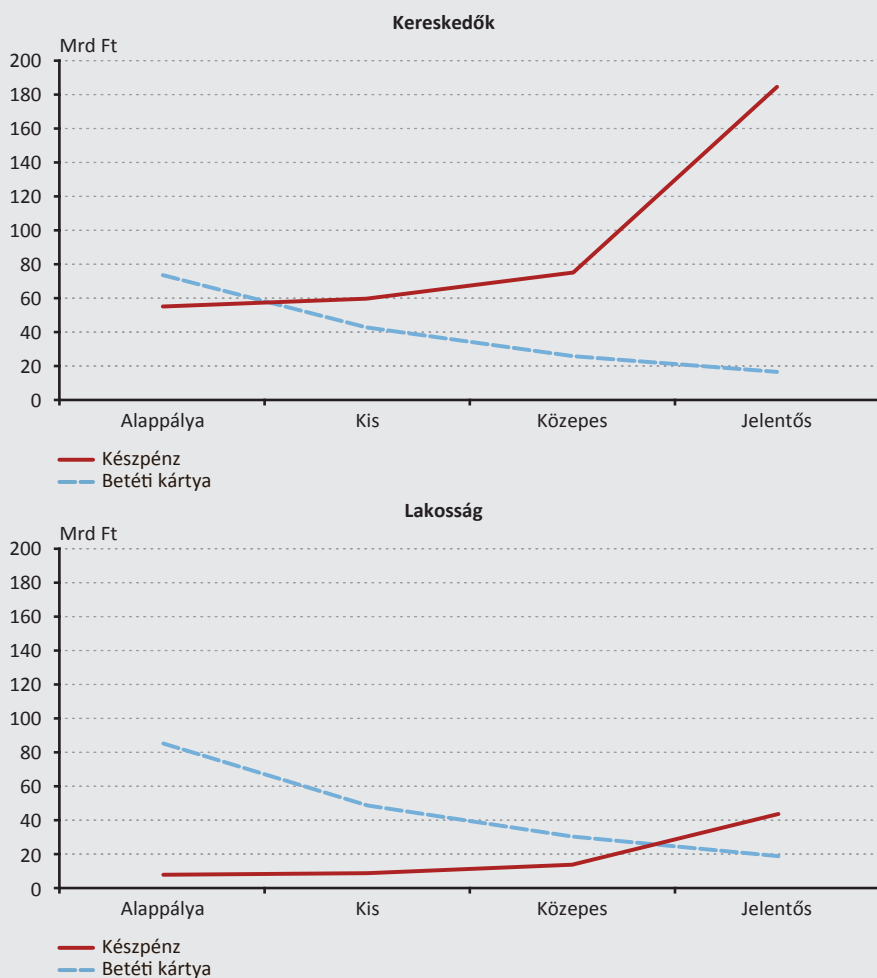


Forrás: saját számítások Turján et al. (2010) kiegészített és korrigált adatai alapján

(2. ábra). Ennek oka, hogy a betéti kártyás fizetések esetén a költségeket nagyobb arányban a lakosság viseli közvetlenül. A készpénzes fizetések költsége ezzel szemben közvetetten jelenik meg a kereskedők és a pénzforgalmi szolgáltatók költségei között.

Az egységköltségeket vizsgálva is eltérés mutatkozik a gazdaság szereplői között (3. ábra). Míg az elfogadói oldalon a sorrend már a fizetési módok kismértékű helyettesítése esetén is megfordul, a lakoságnál a készpénz költségelőnye csak a jelentős helyettesítéssel tűnik el. Ennek fő oka az ingyenes készpénzfelvétel és

3. ábra
A kereskedői és a lakossági egységköltség a kártya és készpénz esetén



Forrás: saját számítások Turján et al. (2010) kiegészített és korrigált adatai alapján

a tranzakciós illeték. Azonban mindkettő egyéni hatás és a társadalmi költségek között nem jelenik meg.

Összefoglalva az elemzés alapján megállapítható, hogy a kiskereskedelmi fizetési szokások jelentős szerkezeti változása esetén a mai állapothoz képest évi 20–25 milliárd forinttal csökkenthető a pénzforgalmi ellátási lánc költsége, miközben a fizetési módok közötti kis- és közepes mértékű helyettesítéssel enyhén nő (2. ábra). Az is megfigyelhető emellett, hogy a társadalmi költségek változása eltérő mértékben és eltérő lefutással jelenik meg az egyedi szereplők szintjén. Ráadásul, ahogyan már említettük, a társadalmi költségmegtakarítás számítása parciális elemzés, ami a külső szereplőket statikusnak tekinti, és a szereplők közötti díjáramlást sem veszi figyelembe. Ezzel szemben a tapasztalatok azt mutatják, hogy különböző ágensek eltérő módon építik a döntéseikbe a pénzforgalmi díjakat, a közvetítő szolgáltatók pedig jelentős mértékű keresztárazást és oligopolista árazást alkalmaznak. A külső szereplők sem statikusak, a központi költségvetés szempontjából jelentősen eltér a különböző fizetési módok adóvonzata, az erőforrás piacok számára pedig a költségek nem feltétlenül válthatók át egyszerűen. Az elektronikus fizetési módok, mint például a betéti kártyás vásárlás költségei között jelentős részt tesznek ki a lekötött tőke költségei, míg a készpénzes fizetéseknél a manuális feldolgozás munkaköltségei jelentősebbek. Ezenfelül a pénzforgalomban lekötött erőforrások hatékonysága eltérhet a gazdaság más szektoraiban megfigyelttől. E hatások nem függetlenek egymástól, és több esetben egymással ellentétesek is lehetnek, emiatt a társadalmi költségek változásán alapuló parciális elemzés pontatlan eredményre vezethet.

Ezen okok következtében az elemzésünket kibővítettük egy általános egyensúlyelméleti keretbe helyezve, ahol a pénzforgalmi rendszer összes, az elemzés szempontjából lényeges tulajdonságát szerepeltethettük, és a szokásos ágazati kapcsolatok mérlegén alapuló egyensúlyelméleti logikával a reálszektor és a háztartási szektor döntéseinek alapjait is megjelenítettük.

5. A fizetési módok közötti helyettesítés makrogazdasági hatásai

A tanulmányban az *Ilyés–Varga (2015a)* által bemutatott, magyar pénzforgalmi rendszerre és gazdaságra kalibrált HUPS-modellt alkalmazzuk, kismértékben igazítva a kutatási kérdéssel kapcsolatban. A HUPS egy statikus számszerűsített általános egyensúlyelméleti modell, amelyben a különböző ágensek a reálgazdasági döntések során figyelembe veszik a tranzakciók lebonyolításának költségét. A vállalati szektor két csoportja szerepel a modellben, ezek a reálgazdaság ágazatai, valamint a pénzforgalmi ellátási lánc szereplői. A következőkben terjedelmi korlátok miatt csak a HUPS-modell legfontosabb viselkedési egyenleteit és összefüggéseit mutatjuk be. A modell felépítésének, egyenleteinek és változóinak, valamint az adatforrásoknak és a kalibrálás módjának részletes leírása az idézett tanulmányban található.

A modell által megkülönböztetett 15 ágazat közül mindegyiket egy reprezentatív vállalat képviseli. A reprezentatív ágens profitot maximalizál, miközben figyelembe veszi, hogy a közbenső felhasználások és az erőforrások beszerzésének pénzforgalmi vonzatai is vannak. A vállalati célfüggvény a következő:

$$\pi_i^p = p_i \cdot Y_i - w \cdot L_i^D - \sum_j^I p_j \cdot X_j^i - p_m \cdot M_i - \sum_m^M \varphi_m \cdot PS_{mi}^D - \sum_m^M \varphi_m \cdot PS_{mi}^{Dv} - NTX_i \quad (1)$$

ahol p az ár, Y a termelési szint, L a munkaerő mennyisége, K a tőke mennyisége, X a közbenső felhasználás, M az import, PS^D és PS^{Dv} az igénybe vett pénzforgalmi szolgáltatások volume és értéke, φ_m a pénzforgalmi szolgáltatások díja, NTX pedig a nettó adóterhelés.

A vállalatok számára a következő korlátok érvényesülnek:

A vállalat nettó adóterhelése a hozzáadott érték alapú adó (VAT), a tőkearányos (TXK), a munkaarányos (TXL) és a termelésarányos adó (TXY) összege:

$$VAT \cdot \left(p_i \cdot Y_i - \sum_j^I p_j \cdot X_j^i - p_m \cdot M_i \right) + r \cdot K_i^D \cdot TXK + TXL \cdot w \cdot L_i^D + OTX_i + TXY \cdot p_i \cdot Y_i = NTX_i \quad (2)$$

A reprezentatív vállalat technológiája CES-függvények és Leontief termelési függvények kompozitja:

$$Y_i = \min \left(\left(AL_i^y \cdot L_i^{Dyc^{-\sigma_i}} + AK_i^y \cdot K_i^{Dyv^{-\sigma_i}} \right)^{-\frac{1}{\sigma_i}}, \dots, A_x^i \cdot X_i^y, \dots, A_m \cdot M^y \right) \quad (3)$$

Az ágensek m különböző fizetési módot vesznek igénybe ahhoz, hogy a reálgazdasági tevékenységeiket lebonyolítsák. A vállalatok az egyes reálgazdasági tevékenységeikhez (pl. termék eladása, beszállítók kifizetése, bérfizetés, adófizetés stb.) többféle fizetési módot (pl. átutalás, készpénzes fizetés stb.) is igénybe vehetnek. Az egyes fizetési módok arányát a különböző reálgazdasági tevékenységekhez kapcsolódó fizetések értékében és mennyiségében az f^m paraméter mutatja:

$$f_v^{im} \cdot p_i \cdot Y_i + \sum_j^I f_{xj}^{im} \cdot p_j \cdot X_j^i + f_L^{im} \cdot w \cdot L_i^D + f_K^{im} \cdot r \cdot K_i^D + f_M^{im} \cdot p_m \cdot M_i + f_T^{im} \cdot NTX_i + PSFIX_v^{im} = PM_{mi}^v \quad (4)$$

$$f_v^{im} \cdot \theta_v^{im} \cdot Y_i + \sum_j^I f_{xj}^{im} \cdot \theta_{xj}^{im} \cdot X_j^i + f_L^{im} \cdot \theta_L^{im} \cdot L_i^D + f_K^{im} \cdot \theta_K^{im} \cdot K_i^D + f_M^{im} \cdot \theta_M^{im} \cdot M_i + PSFIX^{im} = PM_{mi} \quad (5)$$

ahol PM_m és PM_m^v az egyes fizetési módokból az adott vállalat számára szükséges darabszám és összérték, $PSFIX$ a modell által nem magyarázott pénzforgalom, q^m pedig egy vetítési paraméter, ami megmutatja, hogy az egyes reálgazdasági tranzakciók reálértékéhez az adott fizetési módból hány darab fizetési művelet tartozik.

Az árazási probléma megoldása, ha λ_g^4 a pénzforgalmi szolgáltatások volumenének árnyékára, λ_g^5 a pénzforgalmi szolgáltatások értékének árnyékára, λ^8 pedig az adózás árnyékköltsége:

$$\begin{aligned}
 p_i = & \sum_j^n p_j^T a_j^i + w_j^T \cdot \frac{L_i^{Dy}}{Y_i} + r_i^T \cdot \frac{K_i^{Dy}}{Y_i} + p_m^T \cdot a_{mi} + \sum_g^k \lambda_g^4 \cdot \left(f_Y^{ig} \cdot \theta_V^{ig} + \sum_i^n f_{X_i}^{ig} \cdot \theta_{X_i}^{ig} \cdot a_j^i \right) \\
 & + \sum_g^k \lambda_g^5 \cdot \left(f_Y^{ig} \cdot p_i + \sum_i^n f_{X_i}^{ig} \cdot a_j^i \cdot p_i \right) + \lambda^8 \cdot VAT \cdot \left(p_i - \sum_i^n p_i a_j^i \right) + \lambda^8 \cdot TXY \cdot p_i
 \end{aligned} \quad (6)$$

Az ágazati ágens optimális döntése során a szokásos árazási formulát kiegészíti a lebonyolítás határköltségével, amivel minden közbelső felhasználást és elsődleges erőforrást teljes árra tud számolni. Így a költségcsökkenés vagy növekedés közvetlenül megjelenik a termék árában, az elsődleges erőforrások ára pedig tükrözi a teljes határhasznukat.

A pénzforgalmi szolgáltatók (PSP) ezzel párhuzamosan a pénzforgalomhoz köthető szolgáltatásokat állítják elő ugyanezen ágazatok termékeinek, az elsődleges erőforrásoknak és más szolgáltatók szolgáltatásainak segítségével. A döntési függvényük alapvetően a profitmaximalizálás alapján megkapott teljes önköltségek oligopol és keresztárazása.

A pénzforgalmi szolgáltatók profitfüggvénye a következő:

$$\pi^{psp} = \sum_{m \in psp}^M \left(\varphi_m \cdot PS_m^{St} + \varphi_m^v \cdot PS_m^{Sv} \right) - w \cdot L_{psp}^D - r \cdot K_{psp}^D - NTX_{psp} - \sum_j^J p_j \cdot X_j^{psp} - \sum_m^M \left(\varphi_m \cdot PS_m^{Dt} + \varphi_m^v \cdot PS_m^{Dv} \right) \quad (7)$$

ahol PS^{St} és PS^{Sv} a fizetési szolgáltatások kínálatának volumene és értéke. A pénzforgalmi szolgáltatók árazási függvényük alapján a követlen költségekhez (DC) alokálják a fix költségeket, majd egy oligopol mark-up profitkulcs és egy keresztárazási kulcs segítségével megkapják a végső árat:

$$\varphi_m^g = \left(1 + markup^{psp} + cross_m^{pspg} \right) \cdot \frac{\left(DC_m^g + \omega_{pspm}^{fg} \cdot \left(r_{psp}^T \cdot K_{pspm}^{Dfg} + w_{psp}^T \cdot L_{pspm}^{Dfg} \right) \right)}{PS_m^{Sg}} \quad (8)$$

ahol w a közvetett költségek elosztási kulcsa. Az oligopol felár korrigálja a szereplő teljes jövedelmezőségétől eltérő profitelvárásokat termékenként. A keresztárazási kulcs az empirikus tapasztalatok, a banki bevételek és árazási gyakorlatok által került becslésre. Alapvetően három részből tevődik össze: a bank teljes jövedelmezőségének fenntartása érdekében növelő tényezők, közvetlen átcsoportosítás szolgáltatások között – főként volumen és érték között, vagy akár a fizetési kártyás vásárlások költségeinek éves kártyadíjban való szerepeltetése –, végül egyes egyedi adóhatások közvetlen áthárítása.

A képzett ár több esetben jelentősen eltér az önköltségtől, így a többi racionálisan döntő ágens a gazdaság egészét tekintve szuboptimális döntést hoz. Az így kialakult hatékonyságromlás közvetlenül holtteher-vesztésben mérhető.

Az állami szereplő felosztó-kirovó logika alapján működik, a kiadásai (G_E) követik a bevételeket (G_R):

$$G_R = G_E \quad (9)$$

Bevételei az állami vállalatok nyeresége, a nettó adók és a költségvetési hiány, a kiadásai a közösségi fogyasztása, a szociális transzferek és az igénybe vett pénzforgalmi szolgáltatások költsége:

$$G_R = NTX_G + D_G + \pi^G \quad (10)$$

$$G_E = C_G^D + TR_G + DP_G \quad (11)$$

Az állami ágens számára a fizetések lebonyolítása alapvetően a döntés szempontjából exogén.

A háztartási reprezentatív szereplő haszonmaximalizáló, aminek során figyelembe veszi a fizetések lebonyolításának költségeit:

$$U(C_i) = (A_1 \cdot C_1^{-\beta_h} + \dots + A_j \cdot C_j^{-\beta_h})^{-\frac{1}{\beta_h}} \quad (12)$$

Költségvetési korlátja a fogyasztás, pénzforgalmi költségek, a nettó adók, valamint a tőkejövedelem, a munkajövedelem és a transzferek egyezősége:

$$\sum_i^J p_i \cdot C_i + \sum_m^M (\varphi_m \cdot PS_{mh}^D + \varphi_m^v \cdot PS_{mh}^{Dv}) + NTX_h = r \cdot K^S + w \cdot L^S + \pi^h + OTX_h \quad (13)$$

$$C = \sum_i^J p_i \cdot C_i \quad (14)$$

A különböző szektorok erőforrás-kínálata kötött. A modell három elsődleges erőforrást különböztet meg, tőkét, munkát és importot:

$$C = \sum_i^J p_i \cdot C_i \quad (15)$$

$$L^S = L_0^S - \sum_m^M L_{mh}^D \quad (16)$$

$$M^S = M_0^S \quad (17)$$

A hatások pontos bemutatása érdekében a HUPS rendelkezik az integrált nemzeti számlák rendszerén alapuló, a társadalmi elszámolási mátrixok logikáját követő jövedelemelosztási modullal is. Ennek megfelelően a tőkejövedelem egy része külföldre kerül, az adókból az állami szereplő társadalmi transfereket képez, és a hazautalt jövedelmeket is figyelembe vesszük. A társadalmi elszámolás statikus, a 2014-es arányokra kalibráltan működik.

A kutatásunkban alkalmazott modellt a 2014-es év makrogazdasági adataira kalibráltuk. Ennek oka, hogy a 2015-ös részletes nemzeti számla adatok a cikk készítésekor még nem álltak teljes mértékben rendelkezésre, így sok tekintetben becslésre lett volna szükség. A kalibráláshoz felhasznált pénzforgalmi adatok 2015-ből származnak. A modell kismértékben eltér az *Ilyés–Varga (2015a)* által bemutatottól, elsősorban a fizetési módok szerkezetét változtattuk. A fizetési kártyás műveletek idézett tanulmányban figyelembe vett költségei közül leválasztottuk a hitelkártya-funkció költségeit. Cikkünk kérdésfeltevésének megfelelően ugyanis a betéti kártyát tekintettük a készpénzhasználat elsődleges elektronikus helyettesítőjének a kiskereskedelmi forgalomban. Emiatt a modellben megjelenő fizetési kártyák csak betéti funkciójú kártyákat jelentenek, a hitel-funkció költségei ebben a cikkben az egyéb fizetési módok között szerepelnek a modellben.

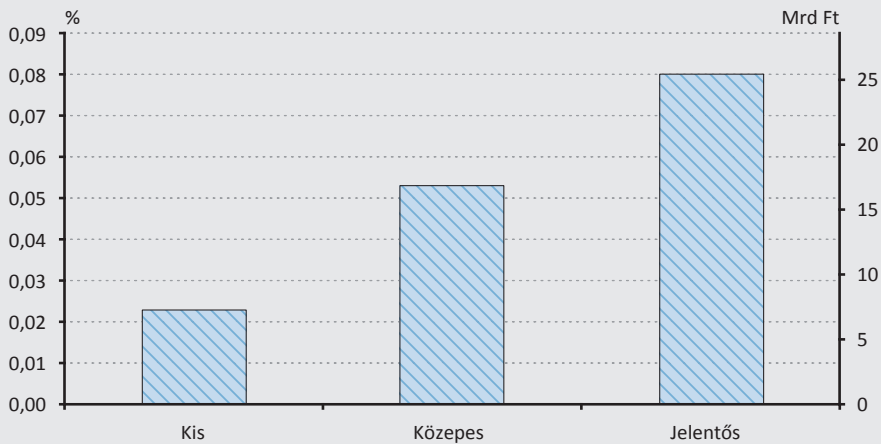
A modellben a számítások során a háztartási szektor által végzett készpénzes és kártyás tranzakciók arányát módosítottuk a cikk 3. fejezetében bemutatott feltevések szerint, minden mást változatlanul hagytunk. Az így kapott eredmények pontosabbak a cikk 4. fejezetének parciális elemzésénél, mivel egyrészt az alkalmazott modell részletezettsége lehetővé teszi az egyes szektorok által végzett tranzakciók megkülönböztetését, másrészt az általános egyensúlyi megközelítés miatt a pénzforgalmi változások közvetett gazdasági hatásait is vizsgálhatjuk.

A számítások aggregált eredményeit a 4. ábra tartalmazza. Mivel a HUPS-modell kvázi árhomogén, ezért az árszint kötött. A választott mérce az implicit GDP-deflátor, így minden GDP-változás a statisztikai értelemben vett volumenváltozásnak felel meg. A rendelkezésre álló erőforrások kötöttek, így a GDP a rendszer teljes termelésességének egy aggregált mérőszáma. Az ábra alapján látható, hogy a modell által előre jelzett hatás már a kismértékű helyettesítési arány esetén is pozitív, annak ellenére, hogy a 4. fejezet parciális eredményei alapján a pénzforgalom társadalmi költségei ebben az esetben még enyhén nőnek.

Az eltérés oka, hogy a HUPS-modell keret jelentősen több hatást képes számszerűsíteni, mint amit a társadalmi költségmegtakarítás-számítása. Mint egy általános hatékonysági mutató, a reál GDP többlet minden ilyen elemet összegez. Az U forma továbbra is fennáll, azonban a többlet-fordulópont előbbre kerül. A makrogazdasági hatások pontos megértéséhez a hatásokat lépésenként visszavezethetjük az eredeti feltevésekhez.

4. ábra
A különböző scenáriók reál GDP hatása

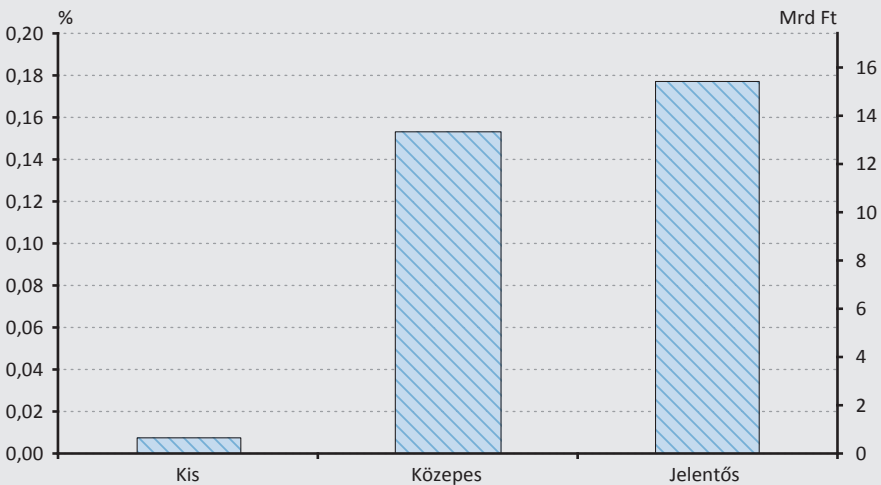
(eltérés a modell alappályájától)



Forrás: a korrigált HUPS-moddellel végzett számításaink eredménye

5. ábra
A lakossági reálfogyasztás alakulása a különböző scenáriókban

(eltérés a modell alappályájától, bázissúlyozású volumenindex)



Forrás: a korrigált HUPS-moddellel végzett számításaink eredménye

A fizetési módok közötti helyettesítésből származó termelési többlet két helyen jelenik meg, elsőként a háztartási szektor fogyasztásának növekedésében (5. ábra). Mivel a rendszer az árszintet korrigálja, ezért a fogyasztási többlet jövedelemtöbbletből ered. A többlet nominálisan kisebb mértékű, mint a teljes GDP többlet, mivel más szektorok is részesülnek a hatékonyság növekedéséből.

6. ábra
A reáljövedelem alakulása a különböző scenáriókban
(eltérés a modell alappályájától)



Forrás: a korrigált HUPS-moddellel végzett számításaink eredménye

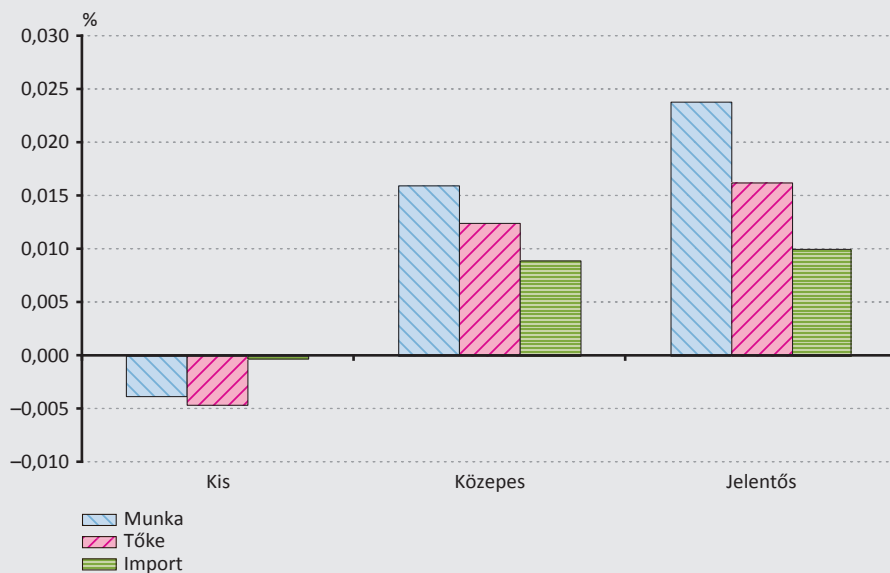
A reáljövedelem pályája jelentősen eltér a háztartási szektor fogyasztási pályájától (6. ábra). Ez a jelenség két okra vezethető vissza. Egyrészt a modell a különböző jövedelmi kategóriák és társadalmi transferek közötti kapcsolatot a Társadalmi Elszámolási Mátrixok (SAM) gyakorlatát követve elemzi. Ennek megfelelően a tőkejövedelem jelentős része külföldre kerül, míg a lakossági szektor jövedelmét állami juttatások növelik. A másik ok a három különböző elsődleges erőforrás eltérő pályája. A munka és tőke pályáját a szokásos U forma vezeti, míg az importot jelentősen befolyásolja, hogy eltérő importarányú tevékenységek aránya változik a különböző scenáriókban.

A reáljövedelem növekedése egyrészt az erőforrások közvetett hatékonyságjavulásának köszönhető. A vállalatok képesek magasabb béreket és osztalékot fizetni, mert a termelés általában hatékonyabbá válik. Mivel a helyettesítést követően a fizetések lebonyolítása fajlagosan kisebb költséggel jár, a vállalatok – legnagyobb

részben a megtermelt árukat a háztartási szektornak értékesítő kereskedelmi ágazat közvetítésével – nagyobb erőforrás-hatékonyságot érnek el. A reáljövedelmet másrészt közvetlen hatásként növeli, hogy a pénzforgalomból kikerülő erőforrások a reálszektorban jelennek meg és bővítik a termelést.

7. ábra
Erőforrások a reálszektor termelésében

(eltérés a modell alappályájától)

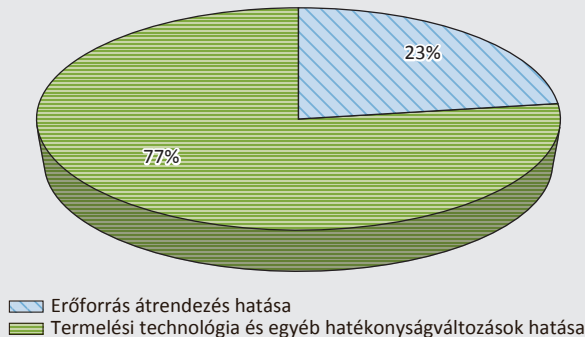


Forrás: a korrigált HUPS-moddellrel végzett számításaink eredménye

Az átcsoportosított erőforrások azonban csak a korábbi hatékonyságuknál kisebb mértékben bővítik a reálszektor termelékenységét (7. ábra). A modellben használt elsődleges erőforrások hatékonysága jellemzően nagyobb a pénzügyi tevékenységek ágazatában, ahova a pénzforgalom is tartozik, mint a gazdaság fennmaradó részében. A különbség kimondottan jelentős a tőkehatékonyság esetében. A helyettesítés gazdasági növekedésre gyakorolt hatását felbonthatjuk parciálisan a szokásos növekedési számvitel alapján. A GDP-növekedést a modellben általánosan használt CES-függvények alapján alakálva az a megállapítás tehető, hogy a növekedés nagyobb részben a reálszektorban már korábban meglévő erőforrások hatékonyságának növekedéséhez, és nem a pénzforgalmi szolgáltatások területén felszabaduló erőforrások átcsoportosításához társítható (8. ábra).

8. ábra

A GDP-növekedés felosztása a hatékonyság- és erőforrás-bővülés hatására



Forrás: a korrigált HUPS-moddellel végzett számításaink eredménye

A fizetési módok közötti helyettesítés a modellszámításaink eredménye alapján végző soron három csatornán keresztül javítja a gazdaság versenyképességét. A klasszikus, közvetlen csatorna a pénzforgalomból kivont erőforrások reálszektorban való hasznosítása. Ez a csatorna parciálisan a társadalmi költségek megtakarításán keresztül elemezhető. A modell alapú elemzés azonban kimutatja, hogy ez a csatorna esetünkben kevésbé jelentős, mivel a többi ágazat hatékonysága jellemzően elmarad a pénzforgalmi szolgáltatásokétól, így a hatás kisebb, mint a teljes nominális megtakarítás. A második csatorna az erőforrások hatékonyabb pénzforgalom által elért, legnagyobb részben a kereskedelmi ágazat közvetítésével érvényesülő általános hatékonyságnövekedése. A fizetési módok közötti helyettesítés így a reálszektorban már meglévő erőforrások hatékonyságát is javítja. Mivel a HUPS egy dezaggregált modell, ezért ez a hatás az input-output modellekre jellemzően megjelenik.

A harmadik csatorna a gazdaság olyan szerkezeti megváltozása, ami közvetlenül nem érinti a termelési technológiákat. A modellezett gazdaságban a nem teljesen önköltségalapú árazás és az adórendszer alapján holtteher-veszteség keletkezhet. A HUPS-modell követi a bankok árazási gyakorlatát, valamint a tevékenységet érintő szabályozásokat, így a különböző fizetési módok piaci ára elválnak a tényleges költségüktől. A fizetési módok keresztárazását már *Turján et al. (2010)* tanulmánya is kimutatta, mint ahogy azt is, hogy a keresztárazás mértéke kimondottan jelentős a készpénzes műveleteknél és a papír alapú átutalásoknál. Az elmúlt években ezenfelül több olyan szabályozási változás lépett érvénybe, ami tovább növelte az eltérést. Ezzel szemben a kártyás fizetéseknél a lakossági oldalon az éves kártyadíjra terhelt költségek jellemzők, amik részben beépülnek a fogyasztói döntésbe, a vállalati oldalon pedig a bankközi jutalék szabályozásának következtében csökkent a keresztárazás. A modell részletes eredményei alapján a hatás végigvezethető, a pénzforgalmi szolgáltatások önköltsége – árnyékára – több esetben jelentősen

eltér a piaci ártól, ami az ellátási láncon végigfut. Mivel a vállalati ágensek az erőforrás-keresleti döntésükbe a teljes árat használják fel, és az nem jellemzi a tényleges költséget, az egész gazdaságot tekintve szuboptimális döntést hoznak. A keresztárazás által csökkentett árú fizetési módot intenzívebben használó erőforrásokból az optimális szintnél többet használnak fel. Emiatt, az elméleti modelleknek megfelelően, holtteher-veszteség keletkezik a gazdaságban. Az adórendszeri hatásnál, hasonló logika alapján, az eltérő adóterhelési termékek és erőforrások közötti helyettesítési szerkezeti változása módosítja a holtteher-veszteséget. A modell eredményei alapján az a megállapítás tehető, hogy a készpénzes fizetések árazása és a kapcsolódó adóterhelés nagyobb mértékben torzított, mint a betéti kártyás műveletek esetében, ezért az általunk vizsgált helyettesítési feltevések e csatornán keresztül is kedvező hatást fejtenek ki a gazdaság teljesítményére.

Összefoglalásként elmondhatjuk, hogy a társadalmi költségszámítás során számolt megtakarítás közvetlenül kisebb mértékben jelenik meg termelési többletként, mivel a pénzforgalom jellemzően magasabb egy erőforrás egységre jutó hozzáadott értékkel rendelkezik, mint a többi ágazat. Azonban a közvetett hatások nem hanyagolhatók el, a fizetési szokások változása esetén a különböző nem önköltségalapú árképzési módok közötti váltás (a kevésbé torzító árazás irányába történő elmozdulás), valamint a gazdasági hatások más csatornáit is jelentős mértékben járulnak hozzá a gazdaság teljes versenyképességének javulásához.

6. Következtetések

A tanulmányunkban arra a kérdésre kerestük a választ, hogy a fizetési módok közötti helyettesítés hogyan és milyen mértékben járul hozzá a gazdaság teljesítményéhez, versenyképességéhez. Ehhez a kiskereskedelembe és egyéb területeken végrehajtott lakossági készpénzes és betéti kártyás fizetési műveletek közötti helyettesítés hatásait vizsgáltuk meg a magyar gazdaság esetében. Kutatásunkban először felmértük a vizsgált fizetési módok költséghelyzetét, és bemutattuk, hogy az elektronikus fizetési forgalom folyamatos emelkedése ellenére az átlagköltségek tekintetében a készpénzes műveletek még mindig előnnyel rendelkeznek társadalmi szinten. Ez az előny minden gazdasági szereplőnél (fizető félnél, kereskedőnél) egyedileg is megfigyelhető. A helyettesítés gazdasági hatásának felméréséhez első lépésként a két fizetési mód társadalmi költségeinek szerkezetét elemeztük.

A 2015. évi helyzetre korrigált és kalibrált 2010-es pénzforgalmi társadalmi költségadatokat felhasználásával három különböző mértékű helyettesítés hatását vizsgáltuk az alappályához képest, vagyis a kiskereskedelembe és az egyéb lakossági fizetések terén jelenleg megfigyelhető 11 százalékos kártyás vásárlási arányhoz viszonyítva. A helyettesítés nagyságára vonatkozó feltevéseinket úgy határoztuk meg, hogy a kismértékű helyettesítéssel a jelenlegi trendek kivetítése alapján néhány éven

belül elérhető kiskereskedelmi kártyás fizetési arány álljon elő (25%), a közepes mértékű helyettesítés esetében az Európai Unió jelenlegi átlagos kártyás fizetési aránya (50%), míg a jelentős mértékű helyettesítés esetében az alappálya arányának fordítottja (közel 90%). Utóbbi extrém magas kártyahasználatnak tekinthető, amit ma még csak a legfejlettebb pénzforgalmi rendszerrel rendelkező néhány európai ország közelít meg.

A parciális elemzésünk alapján megmutattuk, hogy a kártyahasználat arányának bővülésével ténylegesen költségmegtakarítás érhető el mind társadalmilag, mind a gazdasági szereplők egyedi szintjén, azonban a folyamat nem lineáris. A készpénzes és betéti kártyás műveletek eltérő költségszerkezete miatt kismértékű helyettesítésnél a társadalmi összköltség átmenetileg emelkedik, azonban a fordulat után tényleges és a helyettesítés mértékének emelkedésével hatványozottan növekvő megtakarítást lehet elérni. Mivel a társadalmiköltség-számítás önmagában nem képes számszerűsíteni a makrogazdaságra és versenyképességre gyakorolt hatást, a megtakarítás hasznosulását ezzel a módszerrel nem tudtuk mérni. Ezenfelül a bonyolult keresztárazások, adóváltozások, oligopol árazások és technológiaszerkezeti változások hatását sem tudtuk vizsgálni. Emiatt az elemzésünket kiterjesztettük, és a korábban azonosított társadalmiköltség-megtakarítás várható makrogazdasági hatásait egy a pénzforgalmi műveletek költségeit is részletesen figyelembe vevő, magyar pénzforgalmi rendszerre és gazdaságra kalibrált statikus általános egyensúlyi modell segítségével becsültük meg.

Az alkalmazott modell képes számszerűsíteni az összes fent felsorolt hatást, és közvetlenül becsülni azok eredőjét. Eredményeink szerint a készpénzes fizetések betéti kártyás műveletekkel történő kiváltása kedvezően hat a gazdaság teljesítményére és versenyképességére, növeli a reáljövedelmeket, a reálfogyasztást és a GDP szintjét, valamint kedvezően hat az állam adóbevételeinek alakulására is. Azt is kimutattuk, hogy a vizsgált fizetési módok átlagos egységköltségének fordulópontjával ellentétben a teljes termelékenységre gyakorolt hatás már rövid távon is megjelenik, a fizetési módok kismértékű helyettesítésének feltevése esetén is. Ennek oka, hogy az általános egyensúlyelméleti megközelítés számos csatornán keresztül jelentkező hatást összesít. A pénzforgalmi szolgáltatások területén felszabaduló erőforrások egyrészt a reálgazdaságban hasznosulnak, de csak a korábbinál kisebb termelékenységgel, mivel a reálgazdaság erőforrás-hatékonysága jellemzően kisebb, mint a pénzügyi szektoré. A gazdaság teljesítményét azonban a fizetési módok közötti helyettesítés közvetett hatásai is javítják. Az elektronikus fizetési módok arányának növekedése következtében a pénzforgalom lebonyolítása minden gazdasági szereplő számára hatékonyabbá válik, ezáltal javul a vállalatok saját technológiája, ami multiplikátor-hatásként a már meglévő erőforrásaik hatékonyságát is javítja. Ezen túlmenően a fizetési módok cikkünkben bemutatott helyettesítése a készpénzes és betéti kártyás műveletek eltérő mértékű keresztárazása miatt is pozitív gazdasági

hatást fejt ki. A modellszámításaink alapján ugyanis a bankkártyás tranzakciók árazása kisebb mértékű holtteher-veszteséget okoz, mint a készpénzes fizetésekhez kapcsolódó jelentősebb és bonyolultabb keresztarázások.

A társadalmi költségszámítás során azonosított megtakarítás tehát közvetlenül kisebb mértékben jelenik meg termelési többletként, mivel a pénzforgalom jellemzően magasabb egy erőforráségségre jutó hozzáadott értékkel rendelkezik, mint a többi ágazat. Azonban a közvetett hatások nem hanyagolhatók el, a fizetési szokások változása esetén a kevésbé torzító árazás irányába történő elmozdulás, illetve az egyéb közvetett gazdasági csatornák is jelentős mértékben erősítik a kedvező makrogazdasági hatásokat. Eredményeink alapján összességében azt a következtetést fogalmazhatjuk meg, hogy a gazdaságpolitika a pénzforgalmi rendszer folyamatos hatékonyságjavulásának elősegítésével, illetve gyorsításával közvetlen és közvetett módon a teljes gazdasági rendszer teljesítményét és versenyképességét javíthatja.

Felhasznált irodalom

- Escudé, Guillermo J. (2007): *ARGEM: A DSGE Model with Banks and Monetary Policy Regimes with two Feedback Rules, Calibrated for Argentina*. Central Bank Workshop on Macroeconomic Modelling, Oslo, Norway September 13 and 14.
- Griffith-Jones, S. – Persaud, A. (2012): *Financial Transaction Taxes*. Paper prepared for – and presented to – the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament in 6th February.
- Hasan, Iftekhar – Schmiedel, Heiko – Song, Liang (2009): *‘Return to Retail Banking and Payments’*. ECB Working Paper Series No 1135, December.
- Hasan, I., Tania De Renzis, Heiko Schmiedel (2012): *Retail payments and economic growth*, Bank of Finland Research, Discussion Papers 19.
- Hasan, Iftekhar – De Renzis, Tania – Schmiedel, Heiko (2013): *‘Retail payments and the real economy’*, ECB Working Paper, Series No 1572, August.
- Humphrey, D. – Willeson, M. – Bergendahl, G. – Lindblom, T. (2003): *Cost Saving from Electronic Payments and ATMs in Europe*, Joint Research Paper.
- Ilyés Tamás – Varga Lóránt (2015a): *A General Equilibrium Approach of Retail Payments*. MNB Working Papers, Nr. 3.
- Ilyés Tamás – Varga Lóránt (2015b): *Show me how you pay and I will tell you who you are – Socio-demographic determinants of payment habits*. Financial and Economic Review, Vol. 14 Issue 2., June, pp. 25–61.

Zandi, M. – Singh, V.– Irving, J. (2013): *The Impact of Electronic Payments on Economic Growth*. Moody's Analytics.

Schmiedel, H. – Kostova, G. – Ruttenberg, W. (2012): *The Social and Private Costs of Retail Payment Instruments: A European Perspective*. ECB Occasional Papers Series No. 137, September.

Starr, Ross M. (2003): *Monetary General Equilibrium with Transaction Costs*. Journal of Mathematical Economics 39. pp. 335–354.

Turján Anikó – Divéki Éva – Keszy-Harmath Zoltánné – Kóczán Gergely – Takács Kristóf (2010): *Nothing is free: A survey of the social cost of the main payment instruments in Hungary*. MNB Occasional Papers 93.

Pénzügyi személyiség típusok Magyarországon – kutatási módszerek és primer eredmények*

Németh Erzsébet – Béres Dániel – Huzdik Katalin – Zsótér Boglárka

Kutatásunk célja azon tulajdonságok meghatározása, amelyek mentén értékelhető az egyén a pénzügyi kultúra szempontjából. Kétféle személyiségprofittal dolgoztunk. Egyiket a teszt kidolgozója állította össze (előre definiált személyiségprofil). Itt a válaszadók értékelést kapnak arról, hogy az egyes előre meghatározott dimenziókban (árérzékes, beosztó, mértéktartó, takarékos, dolgozó, kézben tartja a pénzügyeit) milyen eredményt ért el. E dimenziók közül tudatosság és a dolgozóság pozitívan jelzik előre a személy pénzügyi kultúrájának a szintjét. A takarékos és az árérzékes magasszintje nem korrelált az egyéb személyiségdimenziókban elért jó eredményekkel. A másik, tapasztalati úton nyert személyiségprofil alapján a dimenziók kialakítására faktoranalízist végeztünk. Az így kialakított dimenziók: kispénzű, beosztó; pénznyelő; rend értéket teremt; árérzékes; gyűjtögető; tervező; egyszerű hopp, másszor kopp; dolgozó; nem tudja kézben tartani a pénzügyeit.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: A13, D03, D12, I22

Kulcsszavak: pénzügyi személyiség, pénzügyi kultúra, pénzügyi viselkedés

1. Bevezetés

Az egyének pénzügyi magatartása, illetve szokásai térben és időben is rendkívül differenciáltak lehetnek, mivel ezek kialakulását, illetve folyamatos változását számos tényező együttesen befolyásolja. Jelen kutatással (Béres et al. 2015) célunk annak feltárása, hogy a pénzügyi személyiség szempontjából milyen dimenziók határozhatóak meg, illetve ezek miképpen értékelhetőek a pénzügyi tudatosság szempontjából. A kutatás alapkutatásnak minősül¹, vagyis elsődlegesen további

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

Németh Erzsébet a Metropolitan Egyetem egyetemi tanára. E-mail: enemeth@metropolitan.hu.

Béres Dániel a Szent István Egyetem PhD-hallgatója. E-mail: beresd@mnb.hu.

Huzdik Katalin a Metropolitan Egyetem oktatási igazgatója. E-mail: khuzdik@metropolitan.hu.

Zsótér Boglárka a Budapesti Corvinus Egyetem egyetemi tanársegédje. E-mail: boglarka.zsoter@uni-corvinus.hu.

A kézirat első változata 2016. április 25-én érkezett szerkesztőségünkben.

A szerzők ezúton mondanak köszönetet a tanulmány elkészítésében kiemelkedő szerepet magára vállaló Pénziránytű Alapítványnak, illetve minden munkavállalójának, akik lehetővé tették, hogy a Magyarországon egyedülálló pénzügyi személyiség kérdőív megjelenhetett honlapjukon (www.penziranytu.hu). A szerzők elkötelezettek a Pénziránytű Alapítvány által is képviselt célok mellett – a pénzügyi kultúra magyarországi fejlesztése mindannyiunk közös érdeke.

¹ A kutatásról szóló jelentés megtalálható a Pénziránytű Alapítvány honlapján: <http://www.penziranytu.hu/helyes-diagnozis-nekul-nincs-hatekony-terapia>

kutatásoknak kívánunk kiindulási alapot nyújtani. Megjegyezzük ugyanakkor, hogy az eredmények kis továbbgondolással akár közvetlenül is alkalmasak lehetnek arra, hogy a lakossági hitelezés területén a szubjektív kockázatelemzési szempontokat kvázi „objektívizálják”, vagyis az eredmények közvetlen iparági hasznosítására is mód van.

2. A pénzügyi személyiség

A pénzügyi attitűdökkel, személyiségtípusokkal az 1970-es évektől kezdődően számos kutató foglalkozott már, keresve, hogy milyen tényezők mentén alakulnak az emberek pénzügyimagatartás-mintázatai. Jelen kutatás a pénzügyi személyiséget, valamint az egyének pénzhez fűződő viszonyát vizsgálja közgazdasági és pszichológiai vonatkozásban. A szakirodalmi feldolgozás során a jelen kutatás szempontjából releváns kutatásokat tekintjük át, melyekre alapozva építettük fel saját értékelésünket is.

Goldberg és Lewis (1978) az egyének három típusát különböztette meg: gyűjtögetők, önállóságra törekvők és hatalmi játékosok. Arra a következtetésre jutottak, hogy az önállóságra törekvők azért halmoznak fel pénzt, hogy csökkentsék diszkomfortérzetüket, míg a gyűjtögetők a pénz felhalmozása által a gazdasági és környezeti változásból fakadó kárt szeretnék elkerülni. A hatalmi játékosoknál az előző két csoporttal szemben nem a biztonságra való törekvés a fő cél, hanem elsősorban más emberek figyelmét és csodálatát akarják kivívni a pénz birtoklása által.

Forman (1987) egy évtizeddel később *Goldberg és Lewis* rendszerét egy újabb kategóriával egészítette ki, a játékosokéval. Ennek az új csoportnak a tagjai a pénz megszerzését intenzív izgalmi és érzelmi állapothoz kapcsolják – ilyen lehet a póker vagy a rulettjáték, illetve esetenként magát a tőzsdét is fel lehet fogni egyfajta szerencsejátéknak.

Yamauchi és Templer (1982) a pénz iránti attitűdöt *Mellanhoz (1997)* hasonlóan többdimenziós fogalomként definiálta². Kutatásuk alapján az *első dimenzió* a hatalom-presztízs, amelyben a pénz az egyének hozzáállásában a siker és a hatalom szimbóluma. Ebben az értelemben a pénz hozzásegíti az egyént ahhoz, hogy hatalomra, biztonságra és szabadságra tegyen szert, és kiemelkedhessen a többiek közül. Ez megegyezik *Goldberg és Lewis (1978)* korábbi, illetve *Zsótér és Nagy (2012)* későbbi kutatási eredményeivel. *Bell (1998)*, illetve *Durvasula és Lysonski (2010)* kutatásai ezt még kiegészítik annyival, hogy a hatalom-presztízs dimenzióba tartozó egyének folyamatos fogyasztásnövekedése egyben növeli az egyének anyagiasságközpon-túságát, ami végül kényszeres vásárlásban csúcsonodhat ki. A *második dimenzió*

² Később számos kutató, így *Furnham (1984)* és *Tang (1992)* is dimenziókat használ az egyének pénzügyi személyiségtípusok szerinti definiálásához.

a megtakarítás és az idő. Az ebbe a csoportba tartozó egyéneknél a jövőre való felkészülés és a pénzügyi helyzet folyamatos kontroll alatt tartása játssza a főszerepet. Számukra a megtakarítás és felhalmozás elsődleges jelentőséggel bír, rendszeresen nyilvántartják a pénzügyeik alakulását, s képesek lemondani a jelenbeli fogyasztásról a későbbi, várhatóan nagyobb fogyasztás reményében. A lemondást rövid távon a biztonságérzetük erősítésével magyarázhatjuk.

A bizalmatlanság képezi *Yamamuchi és Templer (1982) harmadik pénzügyi személyiség dimenzióját*. A kategóriába tartozó egyének közös jellemzője, hogy gyanakodva, már-már félve tekintenek a pénzre. Számukra a pénz gyakorlatilag a bizalmatlanság forrása. Általánosságban elmondható, hogy azok az egyének, akik bizalmatlanok a pénzt, illetve a pénzügyeiket illetően, általában saját magukban sem bíznak meg megfelelő mértékben. Ilyen lehet például az, ha valaki nem rendelkezik elég tapasztalattal vagy ismerettel adott területen, vagyis jelen esetben a pénzügyek területén.

A szerzőpáros *negyedik* és egyben utolsó *dimenziójában* található a szorongók, akik hajlamosak az idegeskedésre (szorongás-idegeskedés dimenzió). A pénz ennek a személyiségtípusnak ellentmondásos jelenség, mivel az egyszerre jelenti számukra a szorongást, illetve a védelmet biztosító eszközt. Másként fogalmazva ők a „mi lesz, ha nem lesz” típusú személyiségek. A paradox személyiségek sajátja, hogy szorongásukat általában vásárlással enyhítik, ami esetenként akár kényszeres tevékenységgé is válhat (*Valence et al. 1988*).

Yamamuchi és Templer (1982) imént felvázolt tipológiáját használta fel hazánkban *Bauer és Mitev (2011)* is. Kutatásukban az ún. „*Money Attitude Scale*” megtakarítás-idő dimenzióját használták fel a kényszeres vásárlással való összefüggések vizsgálatára. Eredményeik alapján a pénz tartalékolása és a megfontolt költsékezés nem alkothatnak egy dimenziót. Szerintük a megtakarítás és a kényszeres vásárlás együttes jelenléte is lehetséges, hiszen lehetnek fogyasztók, akik megengedhetik maguknak a kényszeres vásárlást. Ez egybeesik a *Ridgway és szerzőtársai (2008)* által korábban publikált tanulmány eredményeivel.

Furnham (1984) mérése a pénzzel kapcsolatos hitekre és magatartásmintákra irányult. Az általa használt skála neve „*Money Beliefs and Behaviors Scale*” (*szabad fordításban: pénzügyi ismeretek és pénzügyi viselkedés skála*). A skála hatvan állítását összesen hat faktorra csökkentti. Ezek a (i) kényszeresség, (ii) hatalom, (iii) megtakarítás, (iv) biztonság, (v) elégedetlenség, (vi) erőfeszítés.

A kényszeresség *Furnham (1984)* kutatásában azt jelenti, hogy az egyének a pénzt a másokkal való összehasonlítás alapjául használják. Az ilyen személyek a pénz tulajdonlását összekötik a fölényvel, amelytől a második kategória, vagyis a hatalom csak kis mértékben különül el. A hatalom kategóriába sorolt egyéneknél – a korábbi kutatások eredményeihez hasonlóan – a pénz birtoklása a hatalom elsődleges (kis

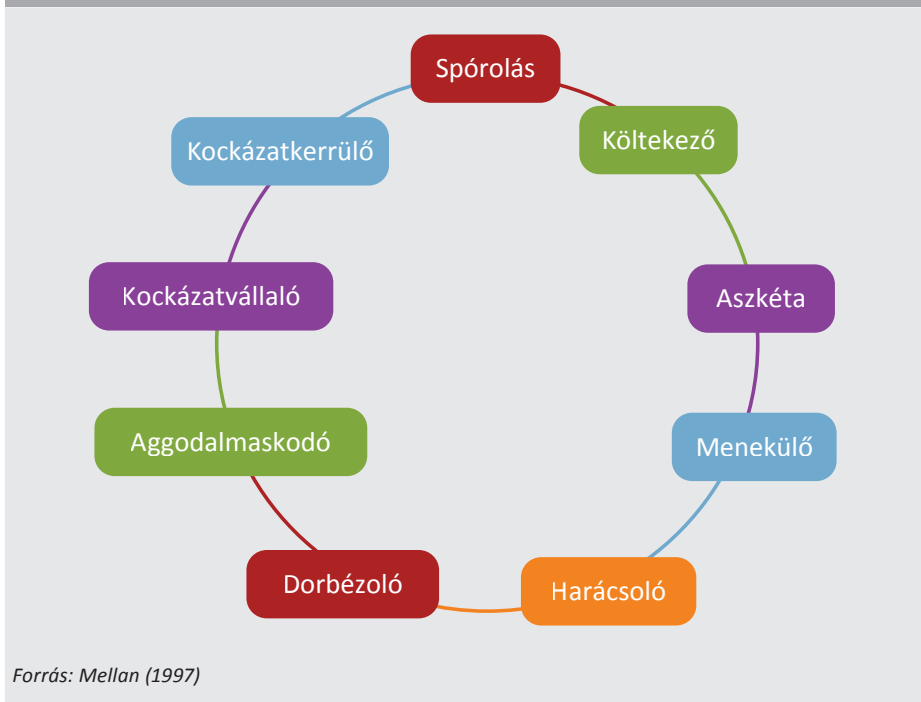
túlzással mondhatni, hogy kizárólagos) alapja. A harmadik dimenzió a megtakarítás, amely Furnham szerint a pénzügyi konzervativizmusra, illetve a biztonság előtérbe helyezésére irányul. Az elégedetlenkedők dimenziójába tartozó egyének közös jellemzője, hogy sohasem érzik azt, hogy elég pénzüik van, vagyis a "többnél jobb a még több" hozzáállás jellemzi őket, amely egyben egyfajta hajtóerő is számukra. Végül, de nem utolsó sorban az erőfeszítés dimenzióba tartoznak mindazok Furnham szerint, akiknél a pénz, illetve a pénzhez való hozzáállás kapcsán megjelenik a munka motívuma, amely egyben egyfajta értékszemléletet is tükröz. Látható, hogy Furnham eredményei nem térnek el lényegesen a korábbi kutatások eredményeitől.

Furnham (1984) 60 állításból álló skáláját 2004-ben Christopher és szerzőtársai, valamint *Masuo és szerzőtársai (2004)* már rövidített verzióban használták kutatásaikban. *Christopher és szerzőtársai (2004)* esetében a kapott dimenziók az eredeti hat faktorhoz képest: elégedetlenség (amely megegyezik az eredeti kutatás egyik faktórával), öndicsőítés, konzervatív hozzáállás, valamint a pénzhez kapcsolódó negatív érzelmek. Látható, hogy tartalmukban is megváltoztak a faktorok jelentései. Mindez a *Masuo és szerzőtársai (2004)* által végzett kutatásban még inkább tetten érhető. Az általuk megadott három faktor: hatalom, biztonság és pénzügyi szerénység.

Tang (1992) a pénzzel kapcsolatos attitűdök alapján hat faktort azonosított kutatásában, amelyek affektív, kognitív, valamint konatív tényezőket is tartalmaznak. Az affektív komponensen belül a pénz jó és gonosz voltát jeleníti meg, vagyis azt, hogy milyen érzelmeket vált ki. A kognitív komponensen belül a pénzhez kapcsolódóan a teljesítmény, tisztelet és hatalom jelentkezik, vagyis egyfajta értékelő tartalom. A konatív komponensen belül jelenik meg a költségvetés, vagyis a tényleges viselkedést ez határozza meg leginkább. Az eredetileg 30 állításból álló kérdőívet (mérészközt) Tang később már csak rövidebb változatban használja, először 12 állítással (*Tang 1995*), végül 6 állítással (*Tang és Kim 1999*). A hat állítás összesen három faktort határoz meg. Első a költségvetés („Körültekintően vezetem a költségvetésemet”, „Körültekintően használom a pénzemet”), második a pénzhez kapcsolódó negatív érzések („A pénz rossz”, „A pénz minden rossznak a forrása”), míg a harmadik a pénz a siker záloga („A pénz a siker szimbóluma”, „A pénz a teljesítményt tükrözi”).

Mellan (1997) az előző kutatókhoz képest több, összesen kilenc személyiségtípust különböztetett meg a pénzhez való viszonyulásuk alapján.

1. ábra
Mellan-féle pénzügyisélység-típusok



A Mellan-féle tipológiában spórolósnak az számít, aki ragaszkodik a pénzéhez, nehezen szánja rá magát arra, hogy abból pillanatnyi örömet okozó dolgokat vásároljon önmagának vagy szeretteinek. A pénz egyfajta biztonságot képvisel számára, így a hedonista magatartás idegen tőle.

A költekező pénzügyi személyiség típus számára az okoz örömet, ha akkor és arra tudja költeni a pénzét, amikor szükségét érzi – ez az állapot általában egy-egy külső ingerhez kötött. Másként nevezhetjük őket impulzívoknak is. A személyiségtípustól idegen a takarékoskodás és a költségvetés készítése.

A pénzügyi aszkétákat az zavarja, ha sok pénzük van. Ez egyfajta büntudatot gerjeszt bennük – különösen igaz ez akkor, ha hirtelen nagy pénzüsszeghez jutnak. Meg vannak győződve arról, hogy a pénz mindenek a megrontója.

Mellan (1997) menekülőként jellemzi azokat, akik igyekeznek kerülni a pénzzel kapcsolatos napi teendőket. A csoportba tartozó egyének nem szeretnek foglalkozni a pénzügyeikkel, így általában költségvetést sem készítenek. Valójában hasonlíthatjuk ezt a tulajdonságot Yamamuchi és Templer (1982) bizonytalanság kategóriájához is,

vagyis lehetséges, hogy az egyén nem reálisan értékeli a pénzügyi tudását, és meg van győződve arról, hogy a pénzügyekkel kapcsolatosan nincs meg a megfelelő ismeretanyaga.

A harácsoló személyiségtípus képezi a következő kategóriát. Az ide tartozó egyének fő jellemzője, hogy a rendelkezésükre álló pénz mennyisége – pontosabban növelése – az egyik fő céljuk, mivel ez egyben hatalmuk bizonyításának eszköze is.

A spórolós és költekező személyiségtípus kombinációját nevezi Mellan dorbézolónak. Hajlamos arra, hogy egy ideig spóroljon (mondjuk egy nagyobb cél megvalósítása érdekében), ugyanakkor, ha külső inger (impulzus) éri, akkor mérlegelés nélkül képes valamit megvásárolni.

Az aggodalmaskodó személyiségtípus megjelenik itt is. A csoportba tartozó egyének jellemzője, hogy önbizalomhiánnyal küzdenek, félnek a kontroll elvesztésétől, és éppen ezért tartják kézben pénzügyeiket. Jellemző rájuk, hogy folyamatosan figyelik pénzügyi helyzetüket.

A kockázatvállalók csoportjába tartozó egyének számára a pénz kalandot, izgalmat és szabadságot jelent. Szeretik kockára tenni pénzüket, mert szeretik a borzongást és az adrenalin, ami ezzel jár.

Végül, de nem utolsó sorban Mellan utolsó kategóriája a kockázatkerülők csoportja. Számukra a pénz egyenlő a biztonsággal, és ebből kifolyólag a pénzét is inkább otthon tartja, ha lehetősége van rá.

A fentiek alapján elmondhatjuk, hogy a pénzügyi személyiség kutatásának jelentős előzményei vannak, ugyanakkor azt is kijelenthetjük, hogy egyes személyiségtípusok nem különböztethetőek meg élesen egymástól – vannak közöttük átfedések (Béres et al. 2015).

Figyelembe véve az egyes kutatások között eltelt időt (valamint az eltérő mérési skálákat is), azt a következtetést is levonhatjuk, hogy idővel az egyes csoportképző ismérvekben is végbemennek változások (hangsúly eltolódások).

3. Módszerek

3.1. A kérdőív

Ahhoz, hogy megállapítsuk, milyen pénzügyiszemélyiség-típusokba sorolhatók a válaszadók, valamint milyen magatartásminták, szokások és attitűdök jellemzik őket, egy 36 állítást tartalmazó személyiség-tesztet állítottunk össze. (1. sz. melléklet). A kitöltőnek a kérdőív minden elemével kapcsolatban el kellett döntenie, hogy az adott állítás mennyire igaz rá. Mindezt egy ötfokozatú Likert-skála segítségével

tehetette meg, amelyben az 1-es az egyáltalán nem ért egyet, az 5-ös pedig a teljes mértékben egyetért.

A kérdőív lekérdezésére online módon került sor a www.penziranytu.hu weboldalon keresztül 2015. június 3-a és 2015. augusztus 17-e között. A megjelölt időszakban összesen 3.139 válaszadó töltötte ki a kérdőívet, amely minta az adattisztítás után 3.088 főre változott. Látható, hogy az adattisztítás során nem sok válaszadót kellett kizárni. Akik elkezdtek kitölteni a kérdőívet, nagyrészt végig is csinálták. Online önkitöltős kérdőívek esetén számos esetben előfordulhat, hogy a válaszadók valamilyen oknál fogva megszakítják a válaszadást (unalmasnak találják a kérdéseket, nem tartják azokat relevánsnak saját magukra nézve, esetleg zavarónak találják, vagy nem értik az állításokat stb.), ezáltal őket nem lehetséges a végső elemzésbe bevonni. Jelen kutatásban ez a probléma nem merült fel. Másik hasonló felmerülő probléma lehet az online önkitöltős módszertan kapcsán, hogy a válaszadók nem veszik komolyan a válaszadást és minden kérdésre ugyanazt a választ jelölik meg (pl. egyest), vagy koncepció nélkül „össze-vissza” jelölnék meg válaszokat. Ennek a hibának a tompítására építettük be a fordított állításokat, azaz, amikor hasonló tartalmú állításokat egyszer állító, másszor tagadó formában adtuk meg. Mindez lehetővé tette számunkra, hogy kizárjuk azokat a válaszadókat, akik egymásnak ellentmondó válaszokat jelöltek meg.

A magas válaszadási arányt, valamint az őszinte válaszadást a következő tényezők segítették jelen kutatásban:

A megfogalmazás módja: Az állításokat igyekeztünk oly módon megfogalmazni, hogy a válaszadók ne érezzék túl tudományosnak, távolinak a témát, így minél inkább motiváltak legyenek abban, hogy a kérdésekre őszinte választ adjanak. Az egyszerű, kitöltő-barát megfogalmazás ugyanakkor azt is lehetővé tette, hogy a félreértés kockázatát minimalizáljuk.

A kényes kérdések kihagyása, anonimitás biztosítása: A kérdőívben nem kérdeztünk demográfiai adatot, hogy a válaszadók ne érezzék úgy, azonosíthatók lesznek a kutatás végén. A demográfiai változók hiánya a kutatás korlátjaként is felfogható, ugyanakkor jelentősen megnövelte a válaszadói hajlandóságot, így a skála tartalmi elemzésére egy magas elemszámú mintán volt lehetőségünk.

Motivációs elem beépítése: A válaszadók a kérdőív kitöltése után azonnali kiértékelést kaptak arra vonatkozóan, hogy milyen profil rajzolódik ki a válaszaik alapján. Ennek a visszajelzésnek a beépítése a kutatásba szintén a válaszadási hajlandóság növelését eredményezte, valamint az őszinte válaszadást is elősegítette.

3.2. Személyiségprofil

A kutatás során kétféle személyiségprofittal dolgoztunk. Egyiket a teszt kidolgozója, Németh Erzsébet állította össze, amelyre jelen cikk keretein belül előre definiált személyiségprofilként hivatkozunk. Itt a teszt kitöltése után a válaszadók azonnal egy úgynevezett személyiségprofil és egy értékelést kapnak arról, hogy az egyes, előre meghatározott dimenziókban (árérzékeny, beosztó, mértéktartó stb.) milyen pontszámot értek el.

Emellett egy másik, úgynevezett tapasztalati úton nyert személyiségprofil is kidolgoztunk, az egyes állításokra adott válaszok alapján, matematikai-statisztikai módszerek segítségével.

3.2.1. Előre definiált személyiségprofil

A kérdőív 36 kérdésből álló, úgynevezett Likert-skála. A kitöltők egytől ötig értékelhetik, hogy mennyire jellemző rájuk egy-egy tulajdonság, viselkedés. Olyan kijelentések közül kell választaniuk, mint például: „Előfordul, hogy egy nagyobb bevásárlás során többet költök, mint terveztem”; „Készíték uzsonnát, hogy ne a büfében vásároljunk”; „A sárga csekkek a sírba visznek”, vagy „Pontosan tudom, minek mennyi az ára” stb.³

Figyelembe véve, hogy a kutatás a pénzügyi kultúrához köthető, pozitívnak vélt tulajdonságokra helyezte a hangsúlyt az egyes személyiségprofil-minták, valamint az azokat reprezentáló állítások megalkotása során, az előre definiált személyiség-típusok is ezeket az elemeket tükrözik. Másként megfogalmazva, az egyes állítások az alábbi hat kategóriához illeszkedtek: *(i)* árérzékeny, *(ii)* beosztó, *(iii)* mértéktartó, *(iv)* fegyelmezett, *(v)* takarékos, *(vi)* dolgos, *(vi)* tudatos.

Minden dimenzióhoz hat-hat állítás kapcsolódott a kérdőívben.

Az előre definiált személyiségprofil kiértékelése azonnal megtörtént, így a kitöltő egyből visszacsatolást kapott. A kiértékelés alapja a Likert-skálán a kérdésekre adott válasz értéke volt, vagyis ha teljesen egyetértett vele, akkor 5 pont, ha nem volt rá jellemző, akkor 1 pont. Ha egy adott dimenzióban többet ért el valaki 17 pontnál⁴, akkor adott dimenzió mentén pozitív értékelést kapott, ha 17-et vagy annál kevesebbet, akkor negatívát.

Az előre definiált személyiségprofilok értékelése kétféle módon történik. Egyfelől kiválasztjuk azokat, akik a legtöbb, illetve legkevesebb pontot kapták adott dimenzióban, és az ő átlagukat hasonlítjuk egymáshoz, másfelől pedig megnézzük, hogy a teljes sokaság átlagához képest hogyan teljesítenek.

³ Részletesen lásd: <http://www.penziranytu.hu/penzugyi-szemelyisegteszt>

⁴ Ha mindegyik kérdésre 1-es értéket ad, úgy a minimum pontszám hat, így az elérhető maximum 30-nak nem a felét vettük, ami 15 lett volna, hanem magasabbra emeltük a választó vonalat, ezért lett 17-es a választó érték

3.2.2. Tapasztalati úton nyert személyiségprofil

Hipotézisünk szerint az előre definiált személyiségprofil – főként az egyes pénzügyi személyiség dimenziók közötti átfedések okán – eltér majd a tapasztalati úton nyert személyiségprofiltól. Ahhoz, hogy utóbbit meghatározzuk, többváltozós matematikai-statisztikai módszereket alkalmazunk (pl.: faktoranalízis).

4. Eredmények

4.1. Az alapsokaság jellemzői

A módszertani leírásban is említett mintaelemszám 3.088. Az adatbázishoz nem kapcsolódnak szociodemográfiai adatok, így a sokaság reprezentativitását nem tudjuk ellenőrizni (nem reprezentatív mintaként kezeljük), ugyanakkor a kitöltések nagy száma lehetőséget ad számunkra arra, hogy az eredményeinket érvényesnek tekinthessük.

4.2. A kérdőív állításaira adott válaszok

A kérdőívben szereplő 36 állításról a válaszadóknak kellett eldönteniük, hogy az mennyire igaz rájuk. Az egyes jelzi azt, ha valami egyáltalán nem jellemző a válaszadóra, míg az 5-ös azt, ha valami teljesen jellemző.

A legnagyobb arányban 5-ös értéket az kapta, hogy az emberek pontosan tudják, hogy mennyi pénzük van. Annak ellenére, hogy nem szabad megfélekednünk arról, hogy minél kevesebb erőforrás áll a rendelkezésünkre, annál nagyobb figyelmet fordítunk rá, ezt pozitívumként értékeljük a pénzügyi személyiség szempontjából, hiszen ha nem tudjuk, miből gazdálkodhatunk, akkor nagy valószínűséggel nem vezet megfelelő eredményre.

A válaszadók nagyjából 45–45 százaléka jelölte magára nézve teljesen igaznak, hogy spórol, ha kevés a pénze, valamint azt is, hogy nem szereti kidobni a még használható holmikat, amelyet szintén pozitívan értékelünk, mert előbbi a beosztóképességet jelképezi, míg utóbbi megfelelő értékítéletet tükröz (tisztában van az adott holmi valós értékével).

A fentiekén kívül a válaszadók több mint 30 százaléka tekintette teljesen igaznak magára, hogy számon tartja a kiadásait, mindig van elegendő megtakarítása, összehasonlítja az árakat a boltban, ahova bevásárló listával érkezik, és amelynek összeállítását alaposan átgondolta. Ezeket a tulajdonságokat a pénzügyi személyiség szempontjából pozitívumként értékeltük minden esetben. Egyetlen kivétel akadt a 30 százalékon felüli kategóriában, amelyet kissé negatívabban értékeltünk, ez pedig az, amikor valaki mindent meg akar adni a gyermekének. A negatívabb minősítés oka, hogy véleményünk szerint – pedagógiai szempontokat is figyelembe véve – nem feltétlenül vezet pozitív eredményre hosszú távon az, ha a gyermek megkap

mindent, és nem kell kvázi „megdolgoznia” érte. Amiért viszont nem tekintünk rá egyértelműen negatívként sem, amiatt van, hogy a válaszadók enyhébben értelmezheték az állítást.

Megfordítva a skálát, a válaszadók kicsivel több, mint háromnegyedének a válasza szerint hónap végén nincsenek anyagi gondjaik, vagyis nem kell kölcsönkérniük. Akikre ez teljes mértékben igaz, csupán 4,37 százalék. Ezt a pénzügyi személyiség megítélésének szempontjából szintén pozitívként értékeltük, hiszen ha hónap végén valakinek nem kell kölcsönkérnie, az azt jelenti, hogy képes a beosztásra, illetve implicit módon utal arra is, hogy az életszínvonalának fenntartásához megfelelő mértékű jövedelemmel rendelkezik.

Az előzőnél kicsit nagyobb azoknak az aránya, akik teljesen igaznak érzik magukra nézve azt, hogy nyomasztóan nagy az adósságuk (7,8 százalék), ugyanakkor még mindig döntő többségben vannak azok, akikre ez egyáltalán nem igaz – a megkérdezettek közel 64 százaléka.

A fentiekén kívül a válaszadók több mint 40 százaléka gondolja úgy, hogy a számláit mindig be tudja fizetni időben (itt azok aránya, akikre teljes mértékben jellemző a késve fizetés, 8,55 százalék). Ha azoknak az arányát nézzük, akikre ez inkább nem jellemző (vagyis az 1-est és 2-est jelölőket, akkor az összesített arányuk megközelíti a 70 százalékot (3-ast jelölőkkel kiegészítve pedig a 80 százalékot), a sokaság egészét tekintve ezt is pozitívan tudjuk megítélni.

A legmegosztóbb állítások (vagyis, ahol a válaszadók mindegyik kategóriát legalább 14 százalékban jelölték) a következők: *(i)* Ha több pénzre van szükségem, pluszmunkát vállalok. *(ii)* Készítek uzsonnát, hogy ne a büfében vásároljunk. *(iii)* Mindig van elég megtakarításom a váratlan kiadásokra.

Minél inkább igaznak érzi magára a fenti három állítást, annál inkább pozitív a megítélése a pénzügyi személyiség szempontjából. Tekintve, hogy mind a három egyfajta hajlandóságot jelent a többletvekenységre (munkára), úgy gondoljuk – szem előtt tartva a munkakínálati görbe sajátosságait is – hogy a pénzügyi személyiség kiemelt tényezői közé tartoznak azok az állítások, amelyek a munkához való viszonyulást vizsgálják. Ennek oka, hogy ezen ismérvek mentén lehet a legjobban elkülöníteni az egyéneket egymástól.

Végül, de nem utolsó sorban meg kell említeni azokat az állításokat is, amelyek a legnagyobb neutralitást eredményezték, vagyis ahol az állításokra adott 3-as értékek száma a legnagyobb volt. Ezek esetünkben azok az állítások voltak, amelyek szerint szeretjük, ha a lakásban jó meleg van, illetve hogy sokat költünk egészséges ételekre, valamint ásványvízre. A válaszadók közel 35–35 százaléka jelölte ezeket az állításokat hármassal. Ezek a pénzügyi személyiség szempontjából megítélésünk szerint negatív állítások, ugyanakkor ezekben az esetekben az 1-es, illetve

2-es jelölésekkel együtt az összkép pozitív, vagyis a megkérdezettek több mint 73, illetve 64 százalékára nem jellemzőek ezek az állítások.

4.3. Az előre definiált pénzügyi személyiség profil

Minden általunk definiált kategóriánál megvizsgáltuk egyfelől, hogy a válaszadók vajon a pozitív vagy a negatív tartományba tartoznak adott pénzügyi személyiség dimenzióin belül (vagyis adott dimenzió mennyire jellemző rájuk), másfelől pedig összehasonlítottuk azokkal, akikre az adott tulajdonság a legkevésbé volt jellemző (vagyis azokkal, akik az adott dimenzióban a legkevesebb pontot kapták a hat kérdésre). A fentebb bemutatott eredmények értékelésénél elsősorban akkor tekintettünk pozitívnak egy dimenziót, ha az abban átlag fölött szereplők más dimenziókban is átlag fölötti eredményt értek el, mivel az előre definiált dimenziók meghatározása a pozitív pénzügyi személyiségjegyek használatával történt.

4.3.1. Az árérzékenyek

A teljes sokaságból összesen 327-en (10,6%) voltak olyanok, akik a legtöbb pontot az árérzékenységre meghatározott kategóriákra kapták. Ezzel szemben 554-en voltak olyanok (14,3%), akikre az árérzékenység a legkevésbé volt jellemző.

Az árérzékenyek a mértéktartás kivételével minden esetben pozitív megítélés alá esnek, vagyis az előre definiált skálán a pozitív tartományban helyezkednek el (nagyobb az átlagértékük 17-nél), ugyanakkor a teljes sokaságot tekintve nem múlják felül az átlagot. Érdekes ugyanakkor megfigyelni azt is, hogy azok, akik a legkevésbé árérzékenyek, rendre jobban teljesítenek az összes többi dimenzióban. Ebből azt a következtetést vonhatjuk le, hogy *az árérzékenység nem feltétlenül pozitív kategória, amikor pénzügyi személyiségről beszélünk.*

4.3.2. Beosztók

A teljes sokaság több mint egyötöde (20,95 százalék) a legtöbb pontszámot a beosztás dimenzióban érte el. Róluk már elmondható, hogy minden tulajdonság mentén pozitív a pénzügyiszemélyiség-képük az előre definiált kategóriák szerint, ugyanakkor a csoport mérete ellenére is alatta marad a teljes sokaság átlagának. Ezek alapján azt mondhatjuk, hogy *a beosztás önmagában még nem jelent pozitív személyiségképet* – ez annál is inkább igaz, mivel a többi kategóriában rendre jobban teljesítettek azok, akik a pénzüket kevésbé jól tudják beosztani. Meg kell jegyezni ugyanakkor azt is, hogy az egyes dimenziók közötti különbségek közel sem akkorák, mint az árérzékenyek esetében voltak.

4.3.3. Mértéktartók (fegyelmezettek)

A mértéktartók csoportjával kapcsolatban a legérdekesebb, hogy a megkérdezettek közel 22 százaléka tartozik azok közé, akikre ez a legkevésbé jellemző tulajdonság, és mindössze 5,76 százalékuk az, akikre ez a legjellemzőbb. A mértéktartók a takarékosság és a dolgoosság tekintetében vannak legközelebb a teljes sokaság átlagához.

Ebből arra következtethetünk, hogy *a mértéktartás nem feltétlenül befolyásolja azt, hogy valaki takarékos-e, illetve dolgoz-e, vagy sem*. A leginkább és legkevésbé beosztók közötti differencia az érzékenyekkel és beosztókkal szemben kisebb, vagyis e dimenzió mentén kiegyensúlyozottabb a minta.

4.3.4. Takarékosak

A megkérdezettek csupán 12,4 százaléka tartozik azok közé, akik számára a legfontosabb a takarékoság, míg azok, akik számára a legkevésbé fontos tulajdonság, csupán 8,1 százalék.

Fontos megjegyezni, hogy mind a két csoport tagjai az elvárt 17-es érték felett vannak, vagyis a takarékoság attól függetlenül jellemző minden válaszadóra, hogy ezt fontosnak, vagy kevésbé fontosnak ítélte meg.

Az imént említetteket némiképp árnyalja, hogy a legkevésbé takarékosak azok, akik a teljes csoport átlaga felett teljesítettek minden dimenzióban. Ebből számunkra az következik, hogy *a takarékoság fontos az egyének számára, és jó indikátor a pénzügyi személyiség egy szeletének megítélésére, ugyanakkor ez önmagában félrevezető lehet*.

4.3.5. Dolgosak

A dolgozók dimenziójának legfontosabb tanulsága, hogy a válaszadók többsége (az összes válaszadó mintegy 23,67 százaléka) erre a kategóriára kapta a legkevesebb pontot, vagyis azoknak a száma, akikre a dolgozóság kevésbé jellemző, a legnagyobb az összes kategória közül. A leginkább és legkevésbé dolgozók minden más kategóriában felette vannak az előre definiált 17-es választóvonalnak.

4.3.6. Tudatosak

Tudatos válaszadónak azt tekintjük, aki képes kézben tartani a pénzügyeit. Nagy pozitívumként értékeljük, hogy a válaszadók 25,4 százaléka, vagyis a megkérdezettek több mint egynegyede a tudatosságra kapta a legnagyobb pontszámot. A pénzügyi tudatosságot előtérbe helyező egyének minden kategóriában több pontszámot kaptak, mint akik valamely más tulajdonságot értékelték magasabban. Egyértelmű ezek alapján, hogy *a pénzügyi tudatosság, vagyis az, hogy valaki képes kézben tartani a pénzügyeit, egyértelműen a legjobb indikátor a pénzügyi személyiség megítéséhez*. A tudatosságot előnyben részesítők esetében fordul elő csak, hogy minden esetben a teljes sokaság átlaga felett teljesítettek, ugyanakkor ez annak is köszönhető, hogy ők képviselik a legnagyobb arányt, így ebből nem vonunk le további következtetést.

4.3.7. Az előre definiált dimenziók tanulságai

Megvizsgálva külön-külön az egyes dimenziókat, hasznos információkhoz jutottunk el. Első és legfontosabb, hogy a pénzügyi személyiség leírásához – pontosabban annak eldöntéséhez, hogy mit tekinthetünk pozitív iránynak – az esetek nagy többségében kevés egy-egy kiemelt indikátor alapján dönteni, ugyanakkor egy-egy esetben rendkívül jó iránymutatóként szolgálhat.

Az eredmények alapján kiderült, hogy az, aki árérzékeny, nem feltétlenül rendelkezik megfelelő pénzügyi személyiségprofillal. Ezt elfogadjuk eredményként, hiszen jobban belegondolva, akinek elsődleges szempont az ár, ott a minőség (legyen az termék vagy szolgáltatás) csak másod- vagy sokadlagos szempont, így összességében előfordulhat, hogy a végén többször és többet kell valamire költenünk. Ez egyben a hosszú távú gondolkodás, illetve a befektetési szempontú gondolkodásmód hiányára is utalhat, ami a pénzügyi személyiség profil szempontjából nem pozitív. Összefoglalva, ha csak *az árérzékenységet nézzük, véleményünk szerint pozitívabb megítélés alá esik az, aki kevésbé árérzékeny.*

Az, hogy valaki képes beosztani a rendelkezésre álló erőforrásokat, általában pozitív megítélés alá esik. Esetünkben a beosztóképességről nem bizonyosodott be egyértelműen, hogy pozitív vagy negatív a pénzügyi személyiség szempontjából – ez további vizsgálatokat igényel.

Ami a mértéktartást illeti, ez volt az a tulajdonság, amelyre a válaszadók többsége a legkevesebb pontszámot kapta. A válaszadók értékei alapján itt azt a következtetést tudtuk levonni, hogy *a mértéktartás nem befolyásolja azt, hogy valaki képes-e megtakarítani, vagy sem.*

Azoknak a száma, akik a takarékoságot leginkább, illetve legkevésbé ítélték jelentősnek, alacsony. Ebből arra következtetünk, hogy a takarékoság olyan tulajdonság, amelyet a felmérésben résztvevők többsége ugyan fontosnak tart, de nem annyira, hogy ez központi szerepet nyerjen számára. Éppen ezért úgy gondoljuk, hogy *önmagában a takarékoság nem lehet indikátora a pénzügyi személyiség megítélésének.* Ez azért fontos, mert a banki hitelminősítési rendszerekben a megtakarítások (vagy másképpen a takarékoság) értékelési szempontként szerepelnek. Makroökonómiai megközelítésből pedig azért fontos, mert a takarékoság nem elsődleges jelentőségű a válaszadók szerint, ugyanakkor azonban a megtakarításokból képződő beruházások jelentőséggel bírnak nemzetgazdasági szinten. Ezt azt jelenti számunkra, hogy a megtakarításokat mind a versenyszférának, mind pedig a közszférának folyamatosan ösztönöznie kell a saját eszközeivel annak érdekében, hogy a gazdaságot a megtakarítások a pozitív irányba vigyék el.

Jelentős pozitívumként értékeltük, hogy a legkevésbé dolgozók aránya volt a legkisebb az egész sokaságon belül. Ez egyben azt is jelenti számunkra, hogy a munkán keresztül megszerzett jövedelemnek a válaszadók valós értéket tulajdonítanak, így

kisebb valószínűséggel fogják meggondolatlanul elkölteni azt – más megfogalmazásban: nagyobb a valószínűsége annak, hogy maximalizálják hasznosságukat a megfelelő ár-érték arány alapján történő választással, amikor jövedelmük elköltéséről lesz szó.

Végül, de nem utolsó sorban szintén jelentős pozitívumként lehet értékelni, hogy *a legtöbb válaszadó kézben tartja pénzügyeit, vagyis a tudatosságra kapta a legtöbb pontot.* Ez azért is pozitív, mert a tudatosnak minősített egyének jobban odafigyelnek környezetükre, és náluk fordult egyedül elő, hogy minden dimenzióban jobban teljesítettek (nagyobb átlagértéket kaptak) mint a tudatosság fontosságát legkevésbé értékelő válaszadók. Ezek alapján úgy gondoljuk, hogy *a pénzügyi személyiség megítélésének az a legjobb módja, ha a tudatosságot helyezzük a jövőbeni vizsgálatok, illetve kutatások középpontjába.*

4.4. Tapasztalati úton nyert személyiségprofil

A fentiekben láttuk, hogy az előre definiált pénzügyi személyiség dimenziókon keresztül történő pénzügyi személyiség profil értékelésével milyen eredményeket értünk el. A kutatás megtervezésekor ugyanakkor tisztában voltunk vele, hogy egy-egy egyén pénzügyi személyiség profilja eltérő dimenziók mentén is felírható, mivel az egyes dimenziók között néhol csak árnyalatnyi különbségek vannak. Az alábbiakban azt vizsgáltuk meg, hogy a válaszadók milyen dimenziók mentén lennének még értékelhetőek.

A dimenziók kialakításánál a kérdőívben szereplő állításokra, pontosabban az azokra adott válaszokra futtatunk le faktoranalízist. A faktoranalízis alapján összesen kilenc csoport alakult ki. Az azonos kérdésekre statisztikailag hasonló pontszámot kapottak eredménye alapján megalkottuk saját, alábbi dimenzióinkat: *(i)* Kispénzű beosztók, *(ii)* Pénznyelő (mértéktartó ellentéte), *(iii)* Rend értéket teremt, *(iv)* Árérzékeny, *(v)* Gyűjtögető, *(vi)* Tervező, *(vii)* Egyszer hopp, másszor kopp, *(viii)* Dolgos, *(ix)* Nem tudja kézben tartani a pénzügyeit.

A kategóriákból jól látható, hogy az előre definiált kategóriákkal van átfedés, ugyanakkor a faktoranalízis segítségével szofisztikáltabb dimenziókat sikerült létrehozunk.

4.4.1. Kispénzű beosztók

A kispénzű, beosztó dimenzióba tartoznak azok, akiknek gondjaik vannak a pénzügyeik intézésével, többségükben adósságokkal is küzdenek, ugyanakkor ennek kicsit ellentmondva esetenként előfordulhat, hogy rendelkeznek némi megtakarítással is. A kispénzű beosztók, miközben pénzügyi gondokkal küzdenek, meg vannak győződve arról, hogy ők igenis jól be tudják osztani a pénzüket. *Pozitív visszacsatolásként értékeltük az előre definiált kategóriákhoz levont következtetéshez, hogy a beosztás nem feltétlenül jelent pozitív pénzügyi személyiségképet.*

4.4.2. Pénznyelők

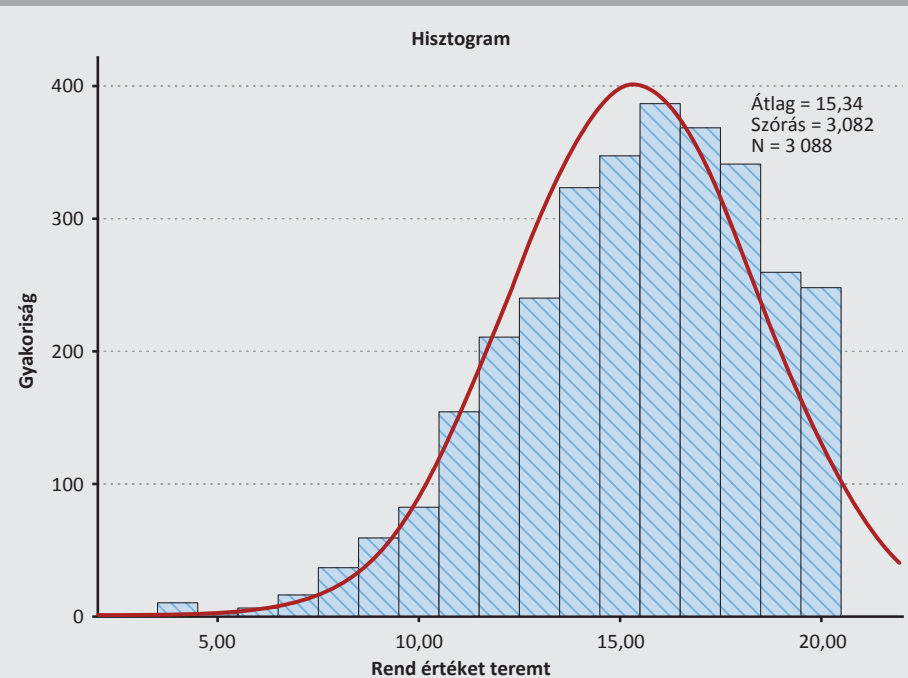
A pénznyelő tulajdonságok között elsősorban a rövid távúak dominálnak – szeretnek szórakozni, ami tetszik nekik, azt azonnal megveszik, szeretnek vásárolni, és gyakran jutalmazták meg magukat. Fontosnak tartjuk kiemelni, hogy a kockázatvállalás is megjelenik náluk. Összességében nevezhetnénk a kategóriát „dolce vita”-nak vagyis édes életnek, ugyanakkor ez hosszú távon nem tartható fent, ezért az ide tartozó válaszadók megítélése a pénzügyi személyiség szempontjából nem pozitív.

4.4.3. Rend értéket teremt

A pénzügyi személyiség szempontjából ezt a dimenziót érdemes kiemelni. Aki itt jól teljesít, arra igaz, hogy számon tartja a kiadásait, pontosan tudja, mikor és mennyi pénz áll a rendelkezésére, amelyből részben következik, hogy rendet tart otthon a háztartásában, és vásárlás előtt mindig végiggondolja, hogy mire van szüksége. Ha egyetlen indikátort kellene találni a pénzügyi kulturáltság magas szintjére, akkor a tapasztalati úton nyert profil alapján ez lenne az.

A válaszadók – mivel négy állításból állt össze a faktor – összesen 20 pontot adhattak. A 2. ábra alapján pozitívan értékeljük, hogy a válaszadók jelentős hányada legalább 4-es osztályzatot adott átlagosan a négy kérdésre (a módusz és a medián

2. ábra
Rend értéket teremt faktor (eloszlás)



Forrás: Saját szerkesztés

értéke is egyaránt 16), amelyet kiegészít, hogy a válaszadók több mint fele adott 16, vagy annál nagyobb értéket.

Az előre definiált kategóriák közül legközelebb a tudatosak dimenziója áll a rend értéket teremt dimenzióhoz.

4.4.4. Árérzékenyek

A tapasztalati úton nyert dimenzióba azok tartoznak, akikre a leginkább jellemző az, hogy vásárlás előtt összehasonlítják az árakat, aminek az eredőjeként képesek sokáig válogatni, mielőtt megvennének valamit. Mindennek tudják pontosan az árát, illetve magába a folyamatba fektetett idő és energia következtében nehezen válnak meg dolgaiktól.

Ez a dimenzió abban különbözik az általunk előre definiált árérzékeny csoporttól, hogy itt inkább az ár-érték arány szem előtt tartása, illetve a hosszú távú érdek dominál, míg az előre definiált csoportnál úgy értelmeztük az árérzékenységet, ami miatt az egyéneknek a későbbiekben további kiadásai lehetnek, mert az alacsony ár esetlegesen – a Veblen-hatást szem előtt tartva – a minőség rovására, és így további jövőbeni pénzkiáramlásra utal.

A fentiekben megfogalmazottak egyben rávilágítanak a pénzügyiszemélyiség-profil-meghatározások általános gyenge pontjára is – ami már részben a szakirodalmi feldolgozás során is ismert volt – miszerint egy-egy fogalom határozott definíciója nélkül az egyéni pénzügyi személyiség dimenziók meghatározása mindig rejt magában kihívásokat.

4.4.5. Gyűjtögetők

Ebben a dimenzióban azok értek el magasabb pontszámot, akik kihasználják az egyes akciókat és igyekeznek mindent felhalmozni. Nem feltétlenül tartanak rendet maguk körül, ugyanakkor, amikor rendet raknak, rádöbbennek, hogy mennyi felesleges holmival rendelkeznek. Egy-egy bevásárlás során általában több dolgot vesznek, mint amennyit elterveztek. Azt mondhatjuk rájuk, hogy ők képesek a hosszú távú gondolkodásmódra, ugyanakkor a pillanatnyi ingerek, illetve impulzusok rossz irányba terelik a viselkedésüket. Más megfogalmazásban nevezhetnénk őket *a marketing áldozatainak* is.

4.4.6. Tervezők

A dimenzió megnevezése arra utal, hogy a kategóriában magasabb pontszámot elérők általában készítenek a bevásárlások előtt listát (vagyis megtervezik, hogy mit szeretnének vásárolni). Érezhető, hogy ők tudatosnak minősülnek, ugyanakkor jellemzőik alapján mégis elválnak a rend értéket teremt dimenziótól. Úgy gondoljuk ezért, hogy *a rend értéket teremt dimenzió mellett a tervezők dimenziója az, amely egyértelműen pozitív pénzügyi személyiségre utal.*

4.4.7. Egyszer hopp, másszor kopp

A dimenzióban egyszerre jelennek meg a spórolósok, illetve a pénzsórók, ezért úgy gondoltuk, hogy a *Mellan (1997)* által definiált dorbézoló kategória illene rájuk a leginkább. Ugyanakkor a dorbézoló egyértelműen negatív kategóriára utal, ezért fontosnak tartottuk, hogy enyhítsünk a megnevezésen. Valójában a pénzügyi személyiség szempontjából attól függ a megítélésük, hogy az adott válaszadónál melyik jelenik meg erősebben.

4.4.8. Dolgos

Ez a dimenzió megfeleltethető az általunk előre definiált dolgos kategóriának. Központi szervező elve a munka, amely kapcsán az egyének értéklik a megszerzett jövedelmet, és ebből következik az is, hogy képesek meg is becsülni. A kategóriában sok pontot elért egyének megítélése a pénzügyi személyiség tekintetében egyértelműen pozitív.

4.4.9. Nem tudja kézben tartani a pénzügyeit

A dimenzió elnevezésénél dönthettünk volna a pénznyelő kategória használata mellett ismét, mert az itt sok pontot elérő emberek kezei közül is úgy folyik ki a pénz, hogy azt nem képesek teljes mértékben kontrollálni. A különbség az előző pénznyelő kategóriával szemben a motiváció. Míg a korábbi kategóriánál a rövid távú haszonmaximalizálás (örömszerzés) volt az indíték (pl.: vásárlás), itt az egyének nem képesek megbecsülni a fogyasztani kívánt javak valós értékét, ami rövid távon abban mutatkozik meg, hogy meglepődnek, mennyit kell fizetniük a kasszájánál, hosszú távon pedig közvetett hatásként negatív irányba mozdíthatja el gyermeke fejlődését, ha mindent megad neki, amire csak vágyik. A pénzügyi személyiség szempontjából ezt nem értékeljük pozitív dimenzióknak.

4.4.10. A tapasztalati úton nyert dimenziók tanulságai

A megalkotott dimenziókból jól látható, hogy egy-egy pénzügyi személyiségprofil megalkotásánál nem lehet éles határokat húzni, ami egyben az összes pénzügyi személyiségprofil kutatás gyengéje, illetve egyben erőssége is.

Pozitívumként értékeltük, hogy az előre definiált pénzügyi személyiség dimenziók közül több is megfeleltethető volt részben vagy egészben a tapasztalati adatok alapján kialakított új személyiségdimenzióknak, ilyen például az érzékenység, a dolgosság, a tervezés, a mértékletesség. A tapasztalati úton nyert személyiségdimenziókat egyben az előre definiált dimenziók validációjaként is értelmeztünk.

A rend értéket teremt dimenzió, valamint a tervezők dimenzió egyértelműen azok, amelyek olyan tulajdonságokat foglalnak magukba, hogy azok alapján a legnagyobb valószínűséggel rendelkezik valaki pozitív, vagyis jónak ítélni pénzügyi személyiséggel. Ez már csak annál is inkább fontos, mivel a banki hitelminősítésben a szubjektív elemek súlya jelentős, ugyanakkor az annak megítélésére használt eszköztár

igen hiányos – főként személyes benyomáson alakul. Ebből következően az, amivel jelen kutatás hozzá tud járulni az ilyen rendszerek fejlesztéséhez, éppen azok az implicit kérdések, amelyek alapján következtethetünk az adós személyiségére, viselkedésmintáira, és ami a bank szempontjából elsődleges, hogy a hitelt képes lesz-e valaki visszafizetni.

5. Összefoglalás

A kutatásnak kettős célja volt. Egyfelől a megfelelő szakirodalmi megalapozás mellett meghatározni és tesztelni olyan pénzügyi személyiség dimenziókat, amelyek alapján úgy gondoltuk a kutatás elején, hogy meghatározható egy egyén pénzügyi személyiségprofilja. Másfelől viszont tisztában voltunk azzal, hogy az egyes dimenziók közötti átfedések miatt az élet nem fogja teljes mértékben visszaigazolni elképzeléseinket, ezért másodlagos célként tűztük ki, hogy a beérkezett válaszok alapján matematikai-statisztikai módszerek segítségével határozzunk meg új dimenziókat, amelyek az adott sokaságra jellemzőek. Utóbbit használtuk többek között az eredetileg felállított modellünk validálására is.

Bár a kutatómunka során használt minta nem reprezentatív, ugyanakkor jelentős számú (közel 3.100) elemet tartalmazott, ezért a mintából levont következtetéseket alkalmasnak tartjuk érdemi következtetések levonására. Meg kell ugyanakkor jegyezni, hogy az egyes dimenziókban nyert válaszadói pontszámok jobb képet mutathatnak a hazai pénzügyi tudatosságról, mint ha ugyanezeket reprezentatív mintán mérték volna.

Az egyének pénzügyi személyiségének értékelése egy-egy kiemelt dimenzió mentén számos kihívást és tévutat is magában rejt, ám mind az előre definiált, mind a tapasztalati úton nyert dimenziók között találtunk a célra alkalmasakat, pl. az előre definiált dimenziók közül a tudatosság, valamint a dolgosság kategóriái, illetve a tapasztalati úton nyert dimenziók közül a dolgosság és a tervezés. Ahogy az elnevezések sem válnak szét szignifikánsan, úgy ezeknek a dimenzióknak a tartalma sem válik el lényegesen egymástól. A tervezés, a hosszú távú szemlélet, a pénz megítélése az érte elvégzett munkán keresztül mind-mind pozitívak a pénzügyi személyiség szempontjából.

A kutatás eredményeinek felhasználhatóságát illetően úgy gondoljuk, hogy leginkább további pénzügyiszemélyiség-kutatások kiindulópontjaként szolgálhat, de emellett az üzleti szempontú felhasználás tekintetében is jól hasznosíthatóak az eredmények. Ilyen például a banki hitelbírálat, hiszen az egyes állításokra adott válaszokkal a bank olyan, objektívnek tekinthető információhoz juthat a hitelfelvőről, amely esetlegesen korábban a szubjektív hitelminősítés részét képezték.

Végül, de nem utolsó sorban az egyének preferenciája alapján makrogazdasági következtetést is levonhatunk. A takarékoság ugyanis olyan cél, amelyet a felmérésben résztvevők többsége fontosnak tart, de ez nem kap központi szerepet a pénzügyi személyiségprofiljukban. Más megfogalmazásban mondhatjuk azt is: a lakossági megtakarítások növekedni csak ösztönzők hatására tudnak, illetve fognak – az, hogy ezt a magánszféra vagy a közsféra indukálja, a pénzügyi személyiség szempontjából irreleváns.

A kutatás legfontosabb tanulsága, hogy az egyének tehetnek azért, hogy jobban boldoguljanak. Mind az előre definiált, mind a tapasztalati úton nyert dimenziók azt mutatják, hogy a legeredményesebb megküzdési stratégia a pénzügyi tudatosság (költségek tervezése, számontartása), illetve a szorgalom, a dolgosság fejlesztése. Önmagában a takarékoság és az érzékenység nem elegendő, különösen, ha a személy hajlamos az úgynevezett impulzus-vásárlásokra. A kutatás eredményeire ezek alapján érdemes későbbi vizsgálatokat alapozni, és ezeket a személyiségtípusokat, összefüggéseket mélyebben górcső alá venni.

A kutatás eredményei hasznos információforrásként szolgálhatnak a pénzügyi kultúra fejlesztését célzó hazai programok kidolgozása, fejlesztése során, valamint támogatást nyújthatnak a pénzügyi kultúra fejlesztésére vonatkozó nemzeti stratégia kialakításához, az operatív tervek megalkotásához.

Felhasznált irodalom

Bauer, A. – Mitev, A. Z. (2011): A kényszeres vásárlás pénzügyi attitűd és magatartási modellje. *Addiktológia: Addictologia Hungarica* 4, pp. 318–352.

Béres Dániel – Huzdik Katalin – Németh Erzsébet – Zsótér Boglárka (2015): *Pénzügyi személyiség. A magyar lakosság pénzügyi magatartása, szokásai és attitűdjei*. Kutatási jelentés. Elérhető: http://penziranytu.hu/sites/default/files/csatolmany/penzuygi_szemelyiseg_kutatasi_jelentes_2015_11_02.pdf

Christopher, M. – Lowson, R. – Peck, H. (2004): *Creating agile supply chains in the fashion industry*. *International Journal of Retail and Distribution Management*. Vol. 32. No. 8. pp. 367–376.

Durvasula, S. – Lysonski, S. (2010): *Money, money, money – how do attitudes toward money impact vanity and materialism? – the case of young Chinese consumers.*, *Journal of Consumer Marketing*, Vol. 27 Issue 2, pp. 169–179.

Forman, N. (1987): *Mind over money*. Toronto: Doubleday.

Furnham, A. (1984): *Many sides of the coin: The psychology of money usage*. *Personality and Individual Difference* 5, (5), pp. 501–509.

- Goldberg, H. – Lewis, R.T. (1978): *Money Madness: The Psychology of Saving, Spending, Loving and Hating Money*, New York: William Morrow and Co.
- Masuo Y. – Morita M. – Oka S. – Ishido M. (2004): *Motor hyperactivity caused by a deficit in dopaminergic neurons and the effects of endocrine disruptors: a study inspired by the physiological roles of PACAP in the brain*. *RegulPept* 123(1–3), pp. 225–234.
- Mellan, O. (1997): *Barátságban a pénzzel*. Helikon Kiadó p. 266.
- Ridgway GR. – Henley SM – Rohrer JD. – Scahill RI. – Warren JD – Fox NC (2008): *Ten simple rules for reporting voxel-based morphometry studies*. *Neuroimage* 40, pp. 1429–1435.
- Tang, T. - Kim, J.K. (1999): *The Meaning of Money among Mental Health Workers: The Endorsement of Money Ethicas Related to Organizational Citizenship Behavior, Job Satisfaction, and Commitment*. *Public Personnel Management*, 28, pp. 15-26.
- Tang, T. L. P. (1992): *The Meaning of Money Revisited*. *Journal of Organizational Behavior*, 13, pp. 197–202.
- Tang, T. L. P. (1993): *The Meaning of Money: Extension and Explanation of the Money Ethic Scale in a Sample of University Students in Taiwan*. *Journal of Organizational Behavior*, 14, pp. 93–99.
- Valence, G. – d’Astous, A. – Fortier, L. (1988): *Compulsive Buying: Concept and Measurement*. *Journal of Consumer Policy*, 11, pp. 419–433.
- Yamauchi, K. T. – Templer, D. I. (1982): *The Development of a Money Attitude Scale*. *Journal of Personality Assessment*, 46, pp. 522–528.
- Zsótér Boglárka – Nagy Péter (2012): *Mindennapi érzelmeink és pénzügyeink. A pénzzel kapcsolatos attitűdök és a materiális irányultság szerepe a pénzügyi kultúra fejlesztésében*. *Pénzügyi Szemle* 3, pp. 310–321.

Az öregedésről – közgazdászoknak*

Németh György

A Hitelintézet Szemle 2015. évi 2. számában közölte Kreiszné Hudák Emese–Varga Péter–Várpalotai Viktor „A demográfiai változások makrogazdasági hatásai Magyarországon európai uniós összehasonlításban” című tanulmányát¹, melynek lényegi állításával nincs okom vitába szállni, azonban – ahogy a szakirodalom egészében – az öregedés fogalma itt sem kidolgozott, talán azért, mert a szerzők úgy gondolják, hogy az magától értetődő, evidens, triviális stb. Pedig nem az. A közgazdasági értelemben vett öregedés jóval szűkebb jelentésű a demográfiai és a társadalmi értelemben vett öregedésnél, ráadásul az öregedés mérőszámai két, gyökeresen ellentétes megítélésű demográfiai folyamatot – a pozitív megítélésű növekvő átlagos élettartamot és a negatív megítélésű egyszerű reprodukció szintje alatti termékenységet – foglalnak egybe. E sorok írójának meggyőződése, hogy helyes (makro) gazdaságpolitikai program csak akkor fogalmazható meg, ha az öregedés hatásait összetevői szerint külön-külön elemezzük.

A közgazdaságtudomány figyelme két évszázada, Malthus fellépése óta irányul a népességre² mint egészre. A népesség az, mely létrehozza és működteti a gazdaságot, és amelynek egy része haszonélvezője, más része kárvallottja a gazdaságban bekövetkező változásoknak – mindannak, amit a közgazdaságtudomány végül is vizsgál. Malthus amiatt aggódott, hogy a számtani sor szerint növekvő élelmiszertermelés nem lesz képes kielégíteni a mértani sor szerint növekvő népesség igényeit.³ Az élelmiszerhiány (relatív) túlnépesedésként értelmezhető, a túlnépesedés pedig konfliktusokhoz vezet, a konfliktusok pedig (polgár)háborúkig eszkalálódnak, melyekben a fegyverrel a kézben elesett katonák és a fegyverrel elpusztított fegyvertelen civilek a szó szoros értelmében az életüket adják a népesség és az élelmiszertermelés közötti egyensúly helyreállításáért. Mivel a háború erkölcsi rossz, az erkölcsi rossz pedig megelőzendő, Malthus születéskorlátozást ajánlott, annak eszközeként önmegtartóztatást és késői házasságot.

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

Németh György szociológus-közgazdász, a KSH Népeségtudományi Kutatóintézetének korábbi munkatársa. E-mail: n.gyorgy@t-online.hu.

¹ <http://hitelintezetiszemle.hu/letoltes/4-kreiszne-varga-varpalotai.pdf>

² Thomas Malthus 1898-ban – névtelenül – jelentette meg Tanulmány a népesedés törvényéről (An Essay on the Principle of Population) című könyvét, melyet 1803-ban immár névvel és teljesen átdolgozva – lényegében új könyvet írva – újból kiadott.

³ A számtani sor (1, 2, 3, 4, 5, ...) és a mértani sor (1, 2, 4, 8, 16, ...).

Malthusra szokás legyinteni: nem látta előre a tudományos-technikai fejlődésnek a termelékenységet (itt: terméseredményeket) növelő hatását, s azt, hogy az embereknek önmegtartóztatás és késői házasság nélkül is szándékukban áll majd reprodukciójuk korlátozása (és ennek érdekében vállalják az általa szintén erkölcsi rossznak tekintett terhességmegszakítást és fogamzágátlást), azonban Malthus igazára a történések számtalan példát tudnak említeni. A háborúk gyakori alapképlete, hogy az erőforrás-hiányos fél az erőforrások birtokosára támad erőforrásainak megszerzése érdekében, amit általában persze a rajta ejtett sérelem jogszerű megtorlásával vagy valamiféle nemesnek tetsző céllal indokol. Csak egyetlen példa: a Kínától északra élő nomád törzsek rendszerint akkor találtak ürügyet Kína megtámadására – ellenük épült a Nagy Fal –, amikor Kínában a rossz termés miatt magasra szöktek a gabonaárak.⁴ Malthus – akire máig sokan mint amatőr, unaloműzből a demográfiaiba kontárkodó vidéki anglikán lelkészre tekintenek – a politikai gazdaságtan professzora, az angol klasszikus közgazdaságtan egyik legnagyobbja volt, s több tekintetben megelőlegezte Keynest, s akinek *Ricardo*val, neves kor- és versenytársával szemben több kérdésben igaza volt. (Ricardo azzal kerekedett fölbe, jegyezte meg Keynes, hogy szabatosabban fejezte ki magát és jobban volt képes megragadni a londoni city urainak képezetét.) Malthus vitte be a közgazdaságtanba az erőforrások végeességének tudatát, melynek súlya az emberiség számára csak a 20. század vége felé vált gyakorlati kérdéssé, amikor a tét a Föld nevű bolygó élhetősége lett.

Malthus figyelme a népesség legfontosabb jellemzőjére: méretére, a népességszámra irányult. A népesség további fontos jellemzője a népességet alkotó egyének életkora, vagyis a népesség korstruktúrája, s annak változása. A változás egyik lehetséges iránya az öregedés. Az öregedésre irányuló figyelem lényegesen újabb keletű, csupán negyedszázados múltra tekint vissza. Az öregedés legáltalánosabban annyit jelent, hogy az idősek aránya nő, a fiatalok aránya csökken. Megválaszolandó kérdés, hogy mikor és miért lehet ez érdekes a közgazdászok számára. Nem evidenciáról van szó.

⁴ A közgazdaságtan nyelvén: a kétoldalú kereskedelmi kapcsolatban keletkezett folyó fizetési mérleghiányt vagy a hadiszákmánnyal, vagy a hadisarccal kívánták betömní. (A hadisarc alatt értve a kínai állam békéért (a meg nem támadásért) cserébe fizetett éves adóját is, ami a közgazdaságtan nyelvén annyit jelent, hogy a kínaiak átvállalták a folyó fizetési mérleghiányt, vagy, bizonyos mértékig, elfogadták az egyenlőtlen cserét.) Ha a támadás kudarcba fulladt, a következmény az éhezés kiváltotta népességszökkenés volt. A nomád állattenyésztőknek szükségük volt a letelepült földművelőkre, de ez fordítva nem vagy nem oly mértékben volt igaz. A földművelők előtt széles lehetőségek kínáltak a föld tönkretétele nélkül a terméseredmények javítására, míg ha az állattenyésztő nomádok emelik az állatszámot, tönkreteszik legelőiket. E gazdasági csapdahelyzetből a földművelésre való áttérés, a távolsági közvetítő kereskedelembe való bekapcsolódás (mint nemzetközi szolgáltatói tevékenység), erősen exportorientált ipar létrehozása (ide értve nyersanyagok bányászatát, ha területükön akad egyáltalán) jelenthetett volna kitérést. Az első földrajzi adottságok miatt nem volt lehetséges, a harmadik elvi feltételei pedig csak kétezer év után teremthették meg. Az eredmény egyrésztől a népes és gazdag Kína lett, másrésztől a kínaiak által valaha rettegett – és Dzsingisz uralma alatt a világtörténelem legnagyobb területű birodalmát létrehozó, Kínát is elfoglaló – nomádok jelentéktelenné és szegényé válása.

Az öregedés fogalma

Az öregedés (a brit angolban *ageing*, az amerikai angolban *aging*), mint terminus technicus, két tudományág sajátja. Az egyik az (orvos)biológia, a másik a demográfia. Ez két külön világ, de előbbinek azért van némi köze utóbbihoz, ami a jövőben még inkább így lesz.

Biológiai tény, hogy minden élőlény, így az ember is öregszik. Minél inkább megismerjük és megértjük az öregedéshez vezető biológiai folyamatokat, annál nagyobb valószínűséggel találhatjuk meg lassításának módját, meghosszabbítva az élettartamot és – remélhetőleg annál is nagyobb mértékben – az egészségben töltött élettartamot. Hogy meddig lassítható az öregedés, hogy hol van az emberi élettartam átléphetetlen határa, arról két markáns álláspont fogalmazódik meg. Az első szerint a 120–130 év átléphetetlen határ, az emberi szervezet ennyire van „konstruálva”, amibe belefér a 100 év feletti átlagos élettartam, s ez talán már a 21. század második felének közepén, de a 22. század elejére szinte biztosan valósággá lesz. A második álláspont szerint egyelőre nem tudjuk, még nem látjuk, hogy hol van az átléphetetlen határ, de a 120–130 évnél biztosan magasabban. Mindettől függetlenül tény, hogy az elmúlt évtizedekben jelentős átlagos élettartam-növekedés történt, ám – ez paradoxonnak tűnhet – nem elsősorban azért, mert az emberek általában tovább éltek, hanem főleg azért, mert egyre kevesebben haltak meg csecsemő- és gyermekkorban. E trend kimerülőben van: az átlagos élettartam további növekedésének forrása egyre inkább az lesz, hogy az emberek egyre inkább általában is tovább élnek.⁵

A másik tudományág a demográfia. A demográfia leíró jellegű tudomány (graphia görögből származó *latin*, összetett szavak utótagjaként *-(le)írás,-rajz*), mely a népesség méretét és korszerkezetét mutatja be, továbbá az ezt közvetlenül alakító születéseket, halálozásokat és külső migrációt, valamint közvetve befolyásoló házasságkötéseket, válásokat és a belső migrációt. A demográfiában a népesség legkisebb egysége az „egyes ember”, mely két jellemzővel bír: neme és kora van. Továbbá tudjuk, hogy az „egyes ember” létrejöttéhez két ellenkező nemű „egyes ember” kellett, melyek közül a nő életkora biológiai értelemben behatárolt(abb),⁶ mint a férfié.

Amit a demográfia leír, az magyarázatért kiállt (adott népesség mérete miatt alakult akkorává, és korszerkezete olyanná), amivel a szociológiai jellegű népességtudomány

⁵ Például olyan okból is, hogy öregedést lassító molekulákat találnak, melyek idővel akár gyógyszerként is alkalmazhatók lesznek. Az amerikai Salk Intézet kutatói az Alzheimer-kór elleni gyógyszer után kutatva, meglepve tapasztalták, hogy az „megfiatalította az idős egereket”, amit számos fiziológiai paraméter támasztott alá: emlékező- és észlelőképeségeik javultak, agyi érrendszerük egészségesebb lett, élettani funkcióik fejlődtek. Lásd: <https://sg.hu/cikkek/115835/lassitja-az-oregedest-egy-molekula>. A hivatkozott tanulmány olvasható az www.impactaging.com-on.

⁶ A demográfia a 15–49 éves nőket tekint termékeny életszakaszban lévőeknek.

foglalkozik, amit szintén – bár pontatlanul – demográfiának nevezünk. A demográfia konkrét népeiségeket ír le, melyeket más konkrét népeiségekkel hasonlít össze, míg a népeiségtudomány szociológiai jellegű magyarázatokat igyekszik találni az egyes társadalmak demográfiai sajátosságaira és különbségeik okára. A népeiségtudomány a demográfiára épül, számára a demográfia a kiindulópont, az értelmezendő adathalmaz – amit értelmez. A demográfiában a népeiség, a népeiségtudományban a társadalom öregszi. Egy népeiség nem okvetlenül alkot társadalmat, de egy társadalom mindig leírható a népeiségével is. A népeiség és a társadalom nem szinonimák.

Az öregedés, mint már említettük, legáltalánosabban azt jelenti, hogy adott népeiségen belül két időpont között az idősek aránya nő, a fiatalok aránya csökken. Mivel ez fordítva is történhet, létezik fiatalodás (youthing) is, de ez a terminus technicus nem épült be a demográfiai gondolkodásba, valószínűleg azért, mert az emberiség történetében az öregedés az alaptrend, melyet csak ritkán és akkor sem hosszan szakítottak meg a fiatalodás időszakai. Mindez anélkül is biztosan állítható, hogy bizonyítani lehetne (ehhez az utolsó egy-másfél évszázadon kívül elég kevés adat áll rendelkezésre), s legfeljebb annyiban pontosítható, hogy a legáltalánosabb talán a stationer (változatlan) korösszetétel lehetett (hibahatáron belüli elmozdulásokkal), de amikor érzékelhető változás történt, az általában öregedést jelentett.

Az öregedés mérése

A továbbiak előtt érdemes röviden kitérni az öregedés mérésének bevett módszereire, leginkább azért, hogy a későbbiekben nyilvánvalóvá válhasson azok nem kielégítő volta.

A korszerkezet változásának (öregedés vagy fiatalodás) iránya, illetve a változás nagysága akkor határozható meg, ha különböző időpontokban létező korszerkezeteket egyetlen statisztikai mérőszámra tudunk sűríteni. A statisztikai mérőszámok persze sok mindent eltakarnak abból az összetett és bonyolult valóságból, melynek leírására hivatottak, de az információvesztésért cserébe legalább összehasonlítás céljára kiválóan használható eszköz kerül a birtokunkba: számok. Összehasonlítás céljára szolgáló számok előállítására három megoldás van használatban.

I. megoldás az átlagos életkor kiszámítása: adott időpontban a népeiség összes tagjának életkorát összeadjuk, és elosztjuk a népeiség számával. Ezt olyannyira nem szokás jó mutatónak tartani, hogy se nemzetközi szervezetek, se nemzeti statisztikai hivatalok nem számítják.

II. megoldás a medián életkor megkeresése: melyik az az életkor, melynél a népeiség egyik fele fiatalabb, másik fele idősebb. Ezt az átlagos életkornál lényegesen

jobb mutatónak tartják,⁷ nemzetközi szervezetek és nemzeti statisztikai hatóságok is kiszámítják. A világ medián életkora 1980-ban 22,5 év volt, 2015. évi becslés 29,6 év, az ENSZ előreszámítása szerint 2030-ban 33,1, 2050-ben 36,1 év lesz.⁸ 2050-ben sem lesz annyi, mint 2010-ben Magyarországon volt: 39,9 év.⁹

Nyilvánvaló, hogy adott időpontban összehasonlított két népesség közül az az öregebb, melynek átlagos életkora magasabb, és adott népesség két időpont között akkor öregszi, ha az átlagos életkor nő.

III. megoldás valamiféle hányados kreálása. Ennek elengedhetetlen feltétele azon életkor meghatározása, amelynél idősebbeket öregnek tekintjük. Az öregek kerülnek a számlálóba, míg a teljes népesség a nevezőbe, esetleg csak az öregeken kívüli népesség (teljes népesség mínusz öregek) lesz a nevező. Ha viszont úgy gondoljuk, hogy az „öregség” nem a népesség egészéhez vagy a rajta kívüli részéhez viszonyítva értelmezendő, hanem a „ifjúság”-hoz való arányában, akkor szükséges annak meghatározására, hogy mely életkort elérőket nem tekintjük már ifjúnak. Ekkor az „öregség”-et az öregek és a fiatalok hányadosával mérjük. Például az ENSZ által használt *ageing index* – melyet rendszerint öregedési indexnek fordítanak a pontos *öregségi index* helyett – a 60 évesek és idősebbek (60–) és a 15 évesnél fiatalabbak (–14) hányadosa; ennél gyakoribb azonban 65 évesek és idősebbek (65–) és a 20 évesnél fiatalabbak (–19) hányadosának használata. Ha az öregedés iránti érdeklődés oka közvetlenebbül az öregekről való gondoskodás kérdése, akkor a nevezőbe nem öregek és nem ifjak kerülnek, hanem a kettő közöttiek, a „középkorú”-ak, akik koruknál fogva már és még a munkapiac szereplői és működtetik a gazdaságot. A *függőségi ráta* (*dependency ratio*) szintén az „öregség”-et méri, de, némileg gyakorlatiasabb mutató lévén az öregségi indexnél, a „középkorúság”-ot igyekszik a munkapiacra lépés és a nyugdíjba vonulás hipotetikus korával egyezően meghatározni.

A „hányadosok” hátránya az életkor-meghatározási kényszer: hol kezdődik az öregség (és hol végződik az ifjúság), amiben okvetlenül van némi önkény. Az átlagos életkor és a medián-életkor esetén ezzel nem kell foglalkozni.

⁷ Ennek legfőbb oka, hogy az átlagos (számtani) életkorhoz képest tartalmaz valamennyi – az átlag körüli szórásra vonatkozó – pluszinformációt.

⁸ <http://esa.un.org/unpd/popdev/Profilesofageing2015/index.html>

⁹ Az egyes országok medián életkorai 1950 és 2010 között tízéves időközönként az alábbi honlapon található: <http://ourworldindata.org/data/population-growth-vital-statistics/age-structure-and-mortality-by-age/>. Az Egyesült Államok hírszerző ügynökségének (CIA) honlapján a medián-életkor megtalálható országonként és férfi–női bontásban, adott évi becslésként (e sorok írásakor 2015). Eszerint Magyarország becsült medián-életkora 2015-ben 41,4 év, a férfiaké 39,5 év, a nőké 43,8 év. A világban ugyanezen évben 29,9 év, a férfiaké 29,1 év, a nőké 30,6 év. Látható, hogy a CIA 0,3 évvel fiatalabbnak látja a világot, mint az ENSZ. (<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/fields/2177.html>)

Az öregedés – miért érdekelje a közgazdászokat?

Az öregedés legáltalánosabban – vagyis demográfiai értelemben – azt jelenti, hogy adott népességen belül két időpont között az idősek aránya nő, a fiatalok aránya csökken. Ez önmagában még nem elegendő arra, hogy a közgazdászok figyelmét magára vonja, de hogy mikor elegendő, az a közgazdászokban sem tudatosult. Ezért beszélnek *per* öregedésről, miközben valójában annak csupán egy speciális szejletéről van szó. Ennek magyarázata kissé hosszabb fejtegetést igényel.

Tételezzünk fel egy olyan népességet, melyben a halandóság állandó, és a nők életük során átlagosan nyolc gyermeket szülnék. Egyik évben egy olyan női korosztály lép szülőképes korba, mely változtat az addigi termékenységi magatartáson, s attól kezdve a négy gyermek válik átlagossá. Ennek következtében a népesség gyorsan öregszi, és bár lélekszáma továbbra is nő, annak üteme lassul. (Feltéve, hogy a változatlanul tételezett halandóság nem oly magas, ami miatt a négy megszületett gyermek nem elegendő az egyszerű reprodukció biztosításához.) E termékenységszökkenés miatti öregedés az elmúlt másfél évszázadban, a modernitás korában társadalmi és gazdasági következményeit tekintve pozitív és üdvözlendő fejlemény. A gyors népességnövekedés ugyanis hatalmas problémák forrása, mert szinte kizárt, hogy a munkahelyek száma azonos ütemben legyen képes gyarapodni, hogy ennyivel több lakást lehessen építeni, hogy ennek megfelelő ütemben bővíthetők legyenek a közintézmények (iskola, kórház stb.) és az infrastruktúra. A modernitás kora előtt, amikor még a paraszti önellátás biztosította a népesség túlnyomó többségének megélhetését, és bőven állt rendelkezésre erőforrás, a gyors népességnövekedés kisebb gondot jelentett, sőt akár társadalmi-gazdasági előnyökkel is járhatott: az emberek erdőt irtottak, lecsapolták a mocsarakat és felszántották a műveletlen területeket, így teremtett megélhetést önmagának a gyorsan növekvő népesség, sőt a nagyobb népsűrűség intenzívebb és hatékonyabb kereskedelmi kapcsolatokat hívhatott életre. Az erőforrások végeessége és a gazdasági-technikai fejlődés miatt ez ma már nem járható út. A társadalom, a gazdaság és a politika lényegesen „népesség-érzékenyebb” lett.

A fenti példánkban azt feltételeztük, hogy a halandóság változatlan. Ha azt feltételezzük, hogy javul – történelmi léptékben csak ez megengedett –, annak kétirányú hatása lehet. Egyrészt a halandóság szülőképes kor vége előtti javulása – s biztosak lehetünk abban, hogy a javulás közel egésze ide esik – fékezi a termékenységszökkenés által beprogramozott öregedést, mert a megszületett nők nagyobb arányban érik meg szülőképes korukat és így szülehetnek gyermekek. A halandóság csökkenésének e fiatalító hatásával szemben áll, hogy a pusztán „hosszabban élés” öregítő hatású. Kérdés, hogy a két ellentétes hatásnak mi az eredője; az biztos, hogy a szülőképes kor utáni halandóság-növekedés kizárólagosan öregítő hatású. A népességrobbanások fő oka, hogy viszonylag magas termékenységi szint mellett a csecsemő- és gyermekhalandóság javulása következtében többen érik meg a szülőképes kort; az

nagyon ritka, hogy az ok a termékenység növekedése (ez leginkább akkor fordulhat elő, ha a nagyon magas anyai halálozás nagyon erőteljesen csökken).

Az öregedés az emberiség demográfiai-társadalmi alaptrendje, így valójában semmi különös nincs benne, ennek ellenére mégis egyre több szó esik róla, és kizárólag negatív kontextusban. Az öregedés, halljuk gyakran, negatív demográfiai jelenség, melyet legjobb volna visszafordítani, de a népesség megfiatalodására vajmi kevés az esély, ezért – jobb híján – alkalmazkodnunk kell. Valójában a fiatalodás lenne az, amiről kizárólag negatív kontextusban kellene szót ejteni, miközben még csak szót sem ejtünk róla. Hogyan értékelnénk azt a helyzetet, amikor változatlan termékenység mellett a népességet a középkorúak és idősek halandóságának növekedése, vagy változatlan halandóság mellett a termékenység növekedése fiatalítaná, például a túlnépesedett fekete-afrikai vagy az arab országokban? Könnyen belátható, hogy a közgazdászok figyelmét egy kitűntetett demográfiai pont közelsége fordítja az öregedésnek nevezett demográfiai jelenség felé. Ez a pont a termékenységnek az egyszerű reprodukció körüli szintje. Ez a szint fejlett országokban 2,1 (=TFR, Total Fertility Rate; teljes termékenységi ráta. Tíz nőnek élete során átlagosan huszonegy gyermeket kell szülnie ahhoz, hogy pótolja önmagát és egy férfit. Azért többet húsznál, mert átlagosan egy nem éri meg termékeny életszakaszát).

Mindebből azt a következtetést vonhatjuk le, hogy öregedés fogalmunk nem pontos, nem kellően cizellált. Az alábbiakban arra teszek kísérletet, hogy megkülönböztessék három öregedésfogalmat. (i) *Demográfia értelemben vett öregedés*: konkrét népességben az idősek aránya nő, a fiatalok aránya csökken. Fordítottja a fiatalodás. Az alaptrend az öregedés. (ii) *Társadalmi értelemben vett öregedés*: a demográfiai értelemben vett öregedésnek olyan társadalmi hatása van, mely nem okvetlenül negatív, de társadalompolitikai és szociálpolitikai szempontból figyelmet és politikai válaszokat igénylő. (Ellátásra, támogatásra, gondozásra szoruló idősek számának/arányának növekedése.) (iii) *Közgazdasági értelemben vett öregedés*: a termékenységnek az egyszerű reprodukció szintje alá csökkenése (függetlenül a halandóság alakulásától). Ez a helyzet még nem teljesen ismert és tisztázott közgazdasági problémákat vet fel (míg a társadalmi értelemben vett öregedés nem, sőt sok esetben közgazdasági problémák megoldásához járulhat hozzá). Akkor is közgazdasági értelemben vett öregedésről beszélünk, ha a termékenység emelkedik, de nem lépi át az egyszerű reprodukcióhoz szükséges szintet (miközben ez demográfiai értelemben vett fiatalodás, hacsak nem ellensúlyozza a halandóság javulása).

Javaslom, hogy a közgazdászok *közgazdasági értelemben vett öregedésről* beszéljenek, mert végtére is az öregedés fogalmát ebben az értelemben használják.

Befejezésül még egy javaslat. *Per* öregedés nincs, mert az két olyan ellentétes folyamat eredője – a csökkenő termékenység és a javuló halandóság – melyet vétek egy kalap alá venni, ahogy azt minden bevett öregedés-mérőszám teszi. Míg

a halandóság javulása, az emberek élettartamának hosszabbodása egyértelműen pozitív és üdvözlendő fejlemény, addig a termékenységnek az egyszerű reprodukció szintje alá csökkenése negatív, ami joggal érdemel kormányzati figyelmet, s válik pronatalista népesedéspolitikai lépések megtételének indokává.

Olyan öregedés iker-mérőszámra van szükség, mely azt mutatja meg, hogy a népesség öregedése mennyiben tulajdonítható a várható átlagos élettartam növekedésének, és mennyiben a termékenység csökkenésének. Ez az iker-mérőszám még kidolgozásra vár.

Mag- és perifériaországok kapcsolata az Európai Unióban – Hatalom és konfliktus a dualisztikus politikai gazdaságban*

Stefan A. Musto

*J. M. Magone – B. Laffan – C. Schweiger (Szerk.):
Core-Periphery Relations in the European Union –
Power and Conflict in a Dualist Political Economy
Routledge, Routledge/UACES Contemporary European Studies, 2016, p. 312
ISBN: 978-1-13-888931-6*

A mag- és periféria-paradigma az 1960-as években és az 1970-es évek elején született, mint a társadalmi-gazdasági fejlettség, és különösen az elmaradottság jelenségére adott számos különféle elméleti magyarázatok egyike. Ezen elméletek általában a harmadik világhoz kapcsolódtak, többnyire Latin-Amerikában alakultak ki, és azokat I. Wallerstein a *The Capitalist World Economy* (1979) (A kapitalista világ gazdaság) című könyvében tette általános érvényűvé; a „fejlett” társadalmak jövőjére nézve nem adtak túl sok útmutatást. Ezek a nyugati gondolkodásból és tapasztalatokból levezetett gazdasági növekedésre és társadalmi modernizációra vonatkozó elméletekből nőtték ki magukat. Következésképpen akkoriban nem nagyon foglalkoztak azzal a kérdéssel, hogy fejlettségre vonatkozó elméleteket vagy paradigmákat célszerű-e vagy egyáltalán lehet-e Európa esetére alkalmazni. Azt feltételezték, hogy a fejlett nyugati országok már megállapodtak.

Ez megváltozott azóta, hogy a nyugati korszerűség értékrendszerét eltérítették az olyan fejlemények, mint az olajválság, néhány fő ipari szektor hanyatlása, a kontrollálhatatlan pénzügyi piacok megjelenése, és különösen az eredetileg fejlett ipari országokra tervezett Európai Közösség egymást követő bővítései kevésbé fejlett, különböző gazdasági, politikai és kulturális berendezkedésű új tagállamokkal. A növekvő heterogeneitás és egyenlőtlenség eltérő politikai és gazdasági fejlődési módszereket és azokat tükröző nemzeti érdekeket eredményezett.

Az e paradigma Európára való alkalmazására tett egyik első kísérlet az Európai Fejlesztéskutatási és Oktatási Intézetek Egyesületének (European Association of Devel-

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

Stefan A. Musto a Berliini Műszaki Egyetem emeritus professzora. E-mail: smusto@t-online.hu.

opment Research and Training Institutes – (EADI) projektje volt, amely Görögország, Portugália és Spanyolország csatlakozásának az európai integrációs folyamat jövőjére gyakorolt következményeit vizsgálta (vö. Seers-Schaffer-Kiljunen: *Underdeveloped Europe* (1979), Seers-Vaitsos: *Integration and Unequal Development* (1980), Seers-Vaitsos: *The Second Enlargement of the EEC – Integration of Unequal Partners* (1982). Azóta a további egymást követő, alapvetően a kelet-európai országok bevonását célzó bővítések, valamint a politikai, gazdasági és pénzügyi válságok jelentősen növelték az egyes tagállamok által a közös kihívásokra adott válaszok szerteágazódását, és ezáltal felszínre kerültek a lehetséges és a tényleges konfliktuslehetőségek.

Jelen recenzió tárgya egy 17 szerző hozzájárulásával készült kötet, amely különböző esettanulmányokra alapozott összehasonlító és elméleti módszert alkalmaz. Megvizsgálja, hogy az erősödő gazdasági, politikai és kulturális eltérések hogyan alakították át az Európai Uniót, és e válságok hogyan súlyosbították a mag- és perifériaországok kapcsolataiban jelenlévő feszültségeket az euróövezeten belül és azon kívül is. Ebből egy meglehetősen pesszimista következtetés került levonásra: az EU nemzetek feletti szervezetként elérhette a korlátait a többszintű kormányzás tekintetében.

A szerzők többsége elsősorban a gazdaságilag erősebb magországok (pl. Németország, Ausztria, Hollandia és Finnország) és a perifériaországok (pl. Görögország, Portugália, Spanyolország, Olaszország) aszimmetrikus kapcsolatait vizsgálja az euróövezet válságával összefüggésben. Brigid Laffan azt hangsúlyozza, hogy – különösen Görögország esetében – a probléma kezelésének módja a német paradigma modelljét követte, mivel a válság egyáltalán nem csak az államadósságról szólt, hanem inkább a mag- és perifériaországok hitelezői bankszektorának különbözőségéről. A cikk azt a következtetést vonja le, hogy a mag- és perifériaországok hatalmas aszimmetriája rendkívüli módon megnehezítette a perifériaállamok számára, hogy elegendő politikai felhatalmazást szerezzenek egy alternatív politikai elegy biztosításához. Angelos Sepos felvázolja a mag–periféria paradigma elméleti alapjait és azok alkalmazhatóságát az Európai Unió politikai-hatalmi viszonyaira, és azt a következtetést vonja le, hogy egy teljesen szimmetrikus, együttműködő EU szövetségi modell kialakítása egy inkább a differenciálódás irányába mutató integráció helyett segítene az Uniónak a megosztottság áthidalásában. Figyelembe véve az Unió jelenlegi állapotát, ez az érvelés – rendkívül sajnálatos módon – inkább tűnik vágyálomnak, mint egy megvalósítható megoldás felé vezető pragmatikus útnak. Christian Schweiger cikke reálisabb álláspontot képvisel a három legerősebb tagállam – Németország, Franciaország és az Egyesült Királyság – nemzeti érdekeinek és különböző integrációs módszereinek elemzése során. Rámutat ezen országok alapvetően eltérő stratégiai megközelítéseire a pénzügyi válság és az azt követő szétartás tekintetében, és arra, hogy még a legmélyebb válság közepette is hajlamosak nemzeti érdekeiket és belföldi politika gazdaságaik vélelmezett versenyelőnyét védeni. Mindez még

a jelenlegi menekültválság idején – ami természetesen nem volt előrelátható e cikk írásakor – is igaznak tűnik.

A Stefan Auer által írt következő fejezet az eltérő politikai kultúráknak azt az érdekes szempontját hangsúlyozza, hogy miképpen képzelik el a válság kezelését. Azt állítja, hogy az euróválságra nem voltak értéksemleges megoldások, és a számtalan alkalmazott intézkedés láthatóan elsősorban Németország preferenciáit és érdekeit tükrözte. Valójában a terv az volt, hogy az euró egy német típusú valuta lesz. A szerző Mario Montit idézi, amikor azt mondja, hogy Németország számára „a gazdaság egy erkölcsfilozófiai ágazat”. A protestáns erkölcsstan szerint a pénzügyi vétkezők büntetést érdemelnek, és az igazaknak nincs miért bocsánatot kérniük, míg a katolikus országokban a bűnösök mindig megbocsátást nyerhetnek, ha bűnbánatot tanúsítanak. Az ortodox hitű országokban, mint Görögország, még megbocsátásra sincs szükség.

A José M. Magone által írt fejezet állítása, hogy a dél-európai országok idealizálták az Európai Unió képét és általános meggyőződésük volt, hogy pusztán az abban való tagság megoldja a politikai és gazdasági problémáikat. Ennek megfelelően hajlamossá váltak a demokratizáló és modernizáló csomagok passzív átvételére, ahelyett hogy magukhoz ragadták volna a kezdeményezést saját problémáik megoldásában. Ez különösen igaz lehet Görögország és a kelet-európai tagjelölt országok többsége esetében, de – mint azt a recenzens felidézi – Spanyolország és Portugália több mint nyolc éven keresztül folytattak alapos tárgyalásokat a csatlakozásról, miközben komoly erőfeszítéseket tettek belső gazdaságuk átalakítására, hogy képesek legyenek teljesíteni a nemzetközi versenyképességi feltételeket. Összességében azonban az európai integráció hozzájárult ezen országok erősebb stabilitásához és demokratikus elszámoltathatóságához. Az EU egy külső kényszert jelentett a társadalom modernizálásához és demokratizálásához.

A kötethez három magyar szerző is hozzájárult. Az Ágh Attila által írt fejezet a kelet-európai új tagállamok különleges helyzetével foglalkozik. A szerző helyesen mutat rá, hogy a differenciáltabb integrációról szóló egész vita eddig mindössze a „technikai” szempontokra korlátozódott, partvonalon kívülre helyezve a politikát és a politikai dimenziókat, míg ellenben néhány tagországban a demokrácia visszaszorulása mindennapi jelenséggé vált, ezáltal kiszélesítve a demokráciabeli szakadékot az Unión belül. Néhány új tagország csökkentett, csak formálisan törvényes és alulteljesítő demokráciát alakított ki, amelyet rossz kormányzás és fenntarthatatlan társadalmi fejlődés jellemezett. Ennek következtében az a várakozás, hogy a kommunizmus összeomlása és a nyugati liberalizmus győzelme elősegíti Európa keleti és nyugati részének gyors konvergenciáját, csak illúzióknak bizonyult. A szerző megállapítja, hogy az EU intézményeinek feladata lenne, hogy az új tagországokat erőteljesebben terelje a fősodorbéli európai értékekhez és fejlődéshez való közeledés irányába. Természetesen feltehető a kérdés, hogy az EU ilyen irányú

erőfeszítései nem váltanának-e ki nemkívánatos hatást azáltal, hogy az érintett országokban megerősítik a nacionalista irányzatokat.

Kovács Olivér hasonló álláspontot képvisel Magyarország euróövezethez való vívódó csatlakozásáról szóló írásában, mivel azt hangsúlyozza, hogy a csatlakozási feltételek pusztán matematikai értelemben való teljesítése nem garantálja az integráció későbbi sikerét. Ugyanilyen fontos az állam és annak intézményi berendezkedése szempontjainak átalakítása. Az összehasonlító statisztikai mutatók adatsora alapján a cikk rámutat, hogy Magyarország látszólag dinamikus növekedési pályája a 2000–2006 közötti időszakban elsősorban a növekvő eladósodottságnak volt köszönhető, míg a 2009–2012 közötti időszakot kiadás-oldali költségvetési konszolidáció jellemezte, amit erősödő bizonytalansághoz vezető nem szokványos politika kísért. A gyenge innováció, az autokratikus nacionalizmus és a makrogazdasági populizmus nem segíti elő az egészséges társadalmi-gazdasági fejlődéshez szükséges jó kormányzást. A pusztán számszerű gazdasági célkitűzéseken túl az olyan fontos minőségi szempontokat, mint a bizalom, hitelesség és felelős állami gazdálkodás, jobban kellene integrálni a gazdasági elemzésekbe és politikákba.

A Galgóczi Béla által írt fejezet központi állítása, hogy a dél- és kelet-európai országok versenyképességi problémája Európa perifériáján nem elemezhető és oldható meg elfogadható módon az olyan tényezőkre való hivatkozással, mint az eltérő munkaerőköltségek. A nem árjellegű szempontok, mint az exportszerkezet, a termelékenység és a minőség – amelyeket a kiigazítási politikák többnyire figyelmen kívül hagynak – alapvető szerepet játszanak a gazdasági teljesítmény egészében. Tekintettel arra, hogy az euróövezetben nem állnak rendelkezésre hatékony kiigazítási mechanizmusok, a többlet–hiány rés egy bonyolultabb hitelező–adós kapcsolattá nőtte ki magát. Az alapvető gazdasági szerkezet torzulásai nem kerültek megoldásra. Azonban, ha a felzárkózást pusztán gazdasági folyamatok hajtják, az eredmény nem lesz tartós és kiegyensúlyozott.

Több esettanulmány rámutat az Európa perifériáján található egyes országok konkrét problémáira, kihívásaira és az azokra adott válaszokra. Anna Visvizi munkája alapos és rövid elemzést nyújt a görög válságról és az ún. Trojka szerepéről. Hangsúlyozza, hogy a gazdasági kiigazítási programok hatékony megvalósítása széles politikai egyetértést igényel, és hiba lenne a program egyetlen felelőseként magát a hatalmon lévő kormányt kijelölni, hanem ehelyett abba a teljes politikai mezőnyt be kell vonni. A Bernadette Connaughton által jegyzett fejezet Írország különleges esetével foglalkozik, amelyre egykor a legsikeresebb perifériaországgként tekintettek, de a pénzügyi válság miatt kénytelen volt szigorú takarékosági intézkedéseket bevezetni. Bár a válság a globális hitelszűke miatt szabadult el, azt komolyan súlyosbították a hazai kormányzati és politikai hibák. A strukturális kiigazítási program meglehetősen sikeres volt, de Írország továbbra is sérülékeny és a kormánynak késznek kell lennie további intézkedések meghozatalára a potenciális jövőbeni koc-

kázatok megoldása céljából. A kötetet további két, Jose M. Magone által jegyzett, esettanulmányt tartalmaz: Spanyolország és Portugália esetét. Mindkét tanulmány alapos, felvilágosító elemzést ad a vonatkozó problémákról és a megoldásukra hozott intézkedésekről. Spanyolorzágnak sikerült elkerülnie a Trojka beavatkozását, de a jelentős reformok ellenére is maradt néhány megoldatlan szerkezeti probléma a spanyol gazdaságban. Az egyik fontos különbség Görögország és Portugália esetéhez képest, hogy Spanyolország egy lényegesen nagyobb gazdaság, és bankszektora erősebb és jobban beágyazódott a nemzetközi hálózatokba. Portugáliát – „az EU egykori jó tanulóját” – súlyos társadalmi és politikai válság sújtotta. Az adósság-probléma csupán egy tünete az alapvetően gyengének bizonyult gazdaságnak és társadalomnak. Az olasz eset egyik érdekes elemzésében Marco Brunazzo és Vincen della Sala arra a következtetésre jutnak, hogy Olaszország hagyományos megítélése, amely szerint az EU egyik központi állama, megkopott az elmúlt évtizedekben, és jelenleg az ország helyzete ellentmondásos, mivel egyszerre része a központi és a perifériaországoknak. Lengyelország tízéves EU-tagságának mérlegéről írt tanulmányában Maciej Duszczyc az elmúlt évtizedben tapasztalt dinamikus gazdasági növekedésről és jelentős befektetésekről számol be, ami szűkítette a Lengyelország és az EU mag országai közötti rést. Mindazonáltal ha Lengyelország magország-szerepet kíván betölteni, meg kell erősítenie, hogy hajlandó belépni az euróövezetbe. Végül Ciprus esetében Thorsten Kruse tanulmánya részletesen bemutatja, hogy a pénzügyi válságért számos tényező okolható, és a nemzetközi hitelezők által a válság megoldására alkalmazott módszerek meglehetősen eltértek azoktól az intézkedésektől, amelyeket más érintett európai országokban alkalmaztak. A görög „haircut” után és a fizetéseképtelenség felé közeledve kidolgoztak egy ún. belső feltőkésítést (bail-in) a bankszektor újbóli feltőkésítéséhez, ezáltal elkerülve a végső csődöt. Mindazonáltal a szigetország gazdasága átalakításra és diverzifikálásra szorul, és a hatalmas adósságot óvatosan csökkenteni kell.

A kötet utolsó három fejezete az európai válság globális hatásával foglalkozik. Az egyik, az Unió világban betöltött változó szerepével foglalkozó tanulmányban Carolin Rüger a korábbi belga minisztert, Mark Eyskenst idézi, miszerint: az EU egy gazdasági óriás, politikai törpe és katonai kukac. Azonban amikor a gazdasági óriás megbotlott, egyben az új keletű politikai törekvéseit is elveszítette. A pénzügyi, gazdasági és államadósság-válság nemcsak a mag és periféria közötti kapcsolatot érintette az EU-n belül, hanem az EU teljes világban betöltött szerepét is. Emellett a centrifugális irányzatok hátráltatják a közös külső fellépést. Az EU külpolitikájának állandó dilemmája: „az összes tagország, a mag- és a perifériaországok egyaránt szeretnék, hogy az Unió kezelje a 28 állam közös súlyát, azonban minden egyes tagország hajlandósága, hogy együttműködjön a másik 27 országgal, ennél sokkal korlátozottabb.” Következésképpen, Európa jó úton van afelé, hogy globális magból globális perifériává váljon.

Az euróövezet válságának az EU harmadik országok általi megítélésére gyakorolt hatásáról írt cikkében Edvard Yencken is, hasonló kérdést vetve fel, bár az ő következtetése kevésbé borúlátó. Bevallja, hogy a válság jelentősen negatívan befolyásolja az EU mint nemzetközi szereplő külső megítélését. Természetesen a válság felzaklathatja az Unió kapcsolatait harmadik országokkal, de nem valószínű, hogy jelentősen megváltoztatná az EU-ról mint fontos globális szereplőről kialakított képet. Az EU és Ausztrália közötti kapcsolat jó példa arra, hogy az euróövezet válsága nem zilálta szét a kétoldalú együttműködést.

Az utolsó fejezetben a kötet három szerkesztője megkísérli összefoglalni a megállapításokat, és – a lehetőségekhez mérten – átfogó következtetéseket levonni. Az Unió egymást követő bővítései a magasan fejlett gazdaságok és a gazdaságilag lényegesen gyengébb tagállamok déli és keleti periferiájának egyesülését eredményezték. Mivel nem cél, hogy az EU egy „transzferunióvá” váljon, a kohéziós politika az európaizálódás és a modernizáció eszközeként szolgál, ami azonban nem volt képes áthidalni a szakadékot. Az integrált piacokból a magországok profitáltak a legtöbbet, míg a globális pénzügyi válság erőteljesebben sújtotta a gyengébb tagállamokat, ezáltal súlyosbítva a mag és periféria közötti szakadékot az Unióban. Paradox módon, a válságban szerzett tapasztalat még jobban megnehezíti a szolidaritás megerősítését. A fokozott transzferek bizalmat igényelnek, és a bizalom hiánycikk az EU-ban. A fejezet azzal az állítással zárul, hogy csak a jövő mutatja meg, kialakul-e egy új kompromisszum a stabilitás és a rugalmasság között, ami hosszú távon meghozza gyümölcsét.

A kötet mindenképpen hasznos és jól szerkesztett kiadvány, bár nem tartalmaz radikálisan új érveket. Mindazonáltal megerősíti a korábbi megállapításokat, és részben a korábbi bölcsességeket. Az Európai Közösség, amelyet egykor hat, nagyjából hasonló gazdasági fejlettségű és politikai érdekrendszerrel rendelkező tagállamra terveztek, a hosszú bővítési folyamat eredményeképpen egy kvázi-birodalmi, nemzetek feletti entitássá vált, egy túlméretezett birodalom összes előnyével és hátrányával együtt, amely most a konkrét problémák és az egyes tagjai közötti konfliktusok által támasztott kihívásokkal kénytelen szembesülni. Nem fér hozzá kétség, hogy a gazdasági erő és a politikai hatalom jelentős mértékben egyenlőtlenül oszlik el az Európai Unióban, de már késő hibáztatni az európai intézményeket (inkább a Tanácsot, mint a Bizottságot) az integráció hatókörének bővítésére és a befolyási területük kiterjesztésére vonatkozó döntéseik miatt.

Paul Kennedy brit-amerikai történész, a Nagyhatalmak tündöklése és bukása (*The Rise and Fall of the Great Powers*) című monumentális munkájában bemutatta, hogy a határtalan túlterjeszkedés és azt követően a birodalmon belül jelentkező számottevő gazdasági és politikai szerteágazóság lehet a fő oka a növekvő sérülékenységnek és az esetleges végső bukásnak. Az Európai Unió esetében egy ilyen fejlemény több lenne mint egy történelmi tragédia, amit minden eszközzel meg kell előzni.

Felhasznált irodalom

Kennedy, P. (1989): *The Rise and Fall of the Great Powers*. Vintage; 1. kiadás, p. 704

Seers, D. – Schaffer, B. – Kiljunen, M-L. (Szerk.) (1979): *Underdeveloped Europe: Studies in the European Periphery*. Branch Line, Humanities Press, p. 325

Seers, D. – Vaitos, C. V. (Szerk.) (1980): *Integration and Unequal Development. The Experience of the EEC*. Palgrave Macmillan UK. p. 359

Seers, D. – Vaitos, C. V. (1982): *The Second Enlargement of the EEC – Integration of Unequal Partners*. Palgrave Macmillan UK. p. 275

Wallerstein, I. (1979): *The Capitalist World-Economy (Studies in Modern Capitalism)*. Cambridge University Press; 1. kiadás, p. 320

A jövő spontán, mégis előre jelezhető*

Pálvölgyi Zsigmond

Barabási Albert László:

Villanások – a jövő kiszámítható (Ford.: Kepes János)

Libri Kiadó, Budapest, 2016, p. 336

ISBN: 978-963-310-513-9

A természettudomány fejlődésének köszönhetően mára egészen pontosan modellezhetjük az atomok mozgását, ismerjük az állatok táplálkozási szokásainak ismétlődő jellegét, és az időjárás-jelentésekből könnyen megtudhatjuk, hogy harmadnap számíthatunk-e esőre. Bár a minket körülvevő világ számtalan szabályszerűséget mutat, hajlamosak vagyunk azt hinni, hogy az új évezred felgyorsult világában az emberi cselekvésre ez egyáltalán nem igaz. Legtöbbször magunk sem tudjuk előre, hogy a következő szombat estét hol töltjük, és talán bántónak és félelmetesnek éreznénk, ha valaki azt állítaná, hogy 80 százalékos valószínűséggel tudja, mit csinálunk majd pontosan ebben a percben egy hónap múlva. Barabási Albert László erdélyi származású magyar fizikus és hálózatkutató kötetében rámutat, hogy legtöbbször korántsem annyira spontán, mint hinni szeretnénk: még egy poszméh tartózkodási helyét is nehezebb előre jelezni, mint bármelyik emberét.

Barabási könyve Dózsa György-féle parasztháború történetén keresztül elemzi a véletlen szerepét az emberi viselkedésben, miközben arra keresi a választ, hogy vajon tényleg előre jelezhető volt-e a felkelés kitörése. A kötet végigköveti az 1514-es parasztfelkelés alakulását, főként II. Ulászló kincstartója, Telegdi István jóslata miatt, aki a krónikák szerint előre figyelmeztette a királyt és Bakócz Tamás érseket a keresztes hadjárat véres kimenetelére. Bár a kötet közel felét kitevő történet csak érintőlegesen kapcsolódik annak szűken vett témájához, a természettudományi és történelmi fejezetek váltakozása igazán interdiszciplinárisá teszi az írást.

Barabási – *Behálózva* kötetéhez hasonlóan – a *Villanásokban* is bepillantást enged kutatási eredményeinek fejlődésébe, miközben több példán keresztül szemlélteti, mennyi szerencse is kell a tudományos felfedezésekhez. Közel sem tudnánk ennyit a vírusok terjedési sebességéről, ha az USA-ban nem terjedt volna el a bankjegyek

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

Pálvölgyi Zsigmond a Budapesti Corvinus Egyetem Közgazdasági elemző mesterképzésének hallgatója.
E-mail: zsigmond.palvolgyi@stud.uni-corvinus.hu.

internetes követésének hóbortja, vagy mindenki számára ismert lenne a német Theodor Klauza, ha Albert Einstein hamarabb fogadja el a Klauza elméletet és elektromágnesességet egy rendszerbe foglaló ötdimenziós térelméletét. A kötet nemcsak az emberi viselkedés szabályszerűségeit tárja fel, hanem bemutatja az ahhoz közelebb vivő legfőbb tanulmányok eredményeit, és ami igazán érdekessé teszi a könyvet, azok létrejöttének történetét is.

A kötet történetei alapján úgy hihetjük, hogy a legtöbb természettudományos kutatást egy baráti beszélgetés során felmerülő ötlet – vagy akár stílszerűen, villanás – indítja el, ahogyan az történt a pénz terjedési sebességének vagy az albatroszok vándorlásának vizsgálatával is. Dirk Brockmann német fizikus figyelmét vermonti barátja hívta fel a bankjegyek helyét regisztráló *wheres-george.com* oldalra, melynek adatbázisát felhasználva Brockmann rájött, hogy a készpénzhez hasonlóan a vírusok terjedése is Lévy-pályát követ, ami a jövőben segíthet megakadályozni a járványok terjedését. Hasonlóan, Szergej Buldirev is az unokatestvérétől kapott adatbázis segítségével fedezte fel, hogy a több ezer kilométert leszállás nélkül megtevő albatroszok táplálkozása is Lévy-folyamat segítségével írható le, amire a lábukra erősített detektorok vizes és száraz jeleiből lehetett következtetni. A kötetben folyamatosan bontakozik ki a kérdés, hogy vajon a természetben megfigyelt eloszlásokkal mennyire írható le az emberi viselkedés, és ha léteznek a készpénz terjedéséhez vagy az albatroszok táplálkozásához hasonló szabályszerűségek cselekvéseinkben, akkor azokkal mennyire jelezhetőek előre jövőbeni döntéseink.

Barabási alapján az emberi viselkedés több szabályszerűséget is követ, ami miatt az albatroszokkal vagy a poszméhekkal ellentétben egészen jól becsülhető a jövőbeni tartózkodási helyünk. Bár minden egyes héten számos új impulzus ér bennünket, a legtöbb ember cselekvése hasonló mintázatot követ: hétköznaponként a megszokott időben kelünk, kora délelőttől késő délutánig a munkahelyünkön dolgozunk, ahonnan rendszerint ismét otthonunkba térünk vissza. Bár hétvégi programjaink igen változatosak lehetnek, napi rutinjaink miatt viselkedésünk még ekkor is viszonylag könnyen előre jelezhető. Barabási szerint ismétlődő viselkedésünk miatt legtöbbünk tartózkodási helye Gauss-eloszlást követ, ami miatt bármely pillanatban átlagosan 80 százalékos valószínűséggel megbecsülhető, hogy éppen hol és mit cselekszünk.

A kötet szerint, bár cselekvéseinket normális eloszlás segítségével jelezhetjük előre, cselekvésink gyakoriságának jellemzésére inkább a hatványeloszlás alkalmas. A vándorló madarakkal és a készpénzzel ellentétben az emberek által megtett napi átlagos utazási távolság – ismétlődő cselekvéseink és állandó otthonunk miatt – inkább hatvány, mint Lévy-eloszlás segítségével írható le. Legtöbbünk naponta néhány kilométeres körzetben tartózkodik, miközben vannak, akik munkájuk miatt napi több száz kilométert ingáznak, ám a Lévy-eloszlással ellentétben nem jellemző ránk, hogy viszonylag szűk tartózkodási körünket havonta változtatnánk. Az emberek utazási

távolságához hasonlóan hatványeloszlást követ az általunk küldött emailek vagy a telefonunkról indított hívások száma is, ám ami ennél sokkal érdekesebb, az ezek időben való eloszlása.

Barabási rámutat, hogy ismétlődő cselekvéseink közel sem véletlenszerűek: villanásokat mutatnak, így tartózkodási helyünkhöz hasonlóan előre jelezhetőek. Telefonhívásaink nem normális eloszlást követnek, mivel általában amikor telefonálunk, akkor egymás után több hívást is lebonyolítunk, amit rendszerint több órás szünet követ – azaz számíthatunk rá, hogy ha valaki hívást kezdeményez, akkor rövid időn belül még számos másikat is fog. Múltbéli cselekvéseink és szokásaink alapján ráadásul a villanások között eltelt idő is előre jelezhető, így egészen pontosan megbecsülhetjük, hogy várhatóan mikor telefonálunk legközelebb.

Összességében, bár magunk spontánnak érezzük azt, hogy mikor nyúlunk a telefon után, valójában telefonálási szokásaink mellett Barabási szerint számos ismétlődő cselekvésünk is hatványeloszlást követ, és így jól előre jelezhető. Az életünket számos villanás teszi izgalmasabbá, ám a kötet alapján úgy tűnik, hogy ezek közel sem véletlenszerűek – a villanások mélyebb megismerésével lehet, hogy egyszer a jövő tényleg kiszámíthatóvá válhat.

India – A gazdasági növekedés ellentmondásai*

Mester Antal

Jean Drèze – Amartya Sen:

*An Uncertain Glory – India and its Contradictions
Princeton University Press, Princeton, 2015, p. 448*

ISBN: 978-0-69-116552-3

Jean Drèze és Amartya Sen mindketten közgazdászok, számos művet jegyeznek közösen. Az elismert India-kutatók egyben kiváló társadalomtudósok is, publikációikban kiemelt jelentőséget kap a gazdasági fejlődés és a társadalmi igazságosság vizsgálata, a növekedés szociális vonzatai. Amartya Sen emellett az 1998-as Nobel-emlékdíj kitüntetettje a jóléti közgazdaságtan megújításában kifejtett tevékenységéért.

A két szerző jelen munkájában India függetlenné válásától kezdődően ismerteti az ország gazdasági változásait és ennek a társadalomra és az emberek jólétére gyakorolt befolyását. Amint azt a cím is előrevetíti, az eltelt közel hetven év egyenlege ellentmondásos. A kötet tíz fejezetben részletezi az elmúlt évtizedek GDP-növekedésének hatását, többek között az oktatás és az egészségügy területein, emellett elemzi a sajtószabadság, a korrupció, a szegénység és a nők népességen belüli helyzetét. A mű deklaráltan bíráló hangvételi, és hangsúlyosan jelenik meg benne a társadalmi egyenlőtlenség, ugyanakkor olvasmányos és könnyed stílusban megírt, gazdag irodalomjegyzékkel. Jelen ismertető a gazdasági teljesítményt kifejtő fejezetekre helyezi a hangsúlyt.

India a brit gyarmati időszakot lezárva 1947-ben nyerte el függetlenségét, mellyel a világ legnépesebb demokratikus államává vált. A gazdasági növekedés felgyorsult, a 20. század első felével szemben (ekkor éves átlagban 0,9% GDP-bővülésről beszélhetünk) az 1950 és 1980 közötti időben 3,5% éves átlagos növekedés volt tapasztalható, mely a '80-as években 5,2%-ra, a '90-es években 5,9%-ra, a 2000 és 2010 közötti periódusban pedig 7,6%-ra nőtt. Ezzel India a fejlődő nagy gazdaságok között továbbra is a második leggyorsabban bővülő, a növekedés mértékét tekintve pedig egyre inkább közelíti regionális vetélytársát, Kínát. Az eltelt időben

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

Mester Antal a Pécsi Tudományegyetem PhD-hallgatója, kutatási területe India és Magyarország gazdasági kapcsolata. E-mail: mester.antal@gmail.com.

a születéskor várható élettartam több mint a duplájára nőtt (32 évről 66-ra), negyedére esett a csecsemőhalandóság aránya és a nők körében az analfabetizmus 91%-ról 35%-ra csökkent. A gazdasági növekedés többlethozadéka azonban nem egyenletesen jelentkezett a társadalom különböző rétegei között, ezáltal tovább növelve a jövedelmi egyenlőtlenségeket. A szerzők továbbá felhívják a figyelmet arra a különbségre, hogy míg Kínában a gyarapodás eredményeit komoly hányadban visszaforgatták infrastrukturális fejlesztésekre és a szociális ellátórendszer kiépítésére, addig Indiáról ez kevéssé mondható el. Továbbra is százmilliók számára nem érhetőek el olyan alapvető szolgáltatások, mint a tiszta ivóvíz, az elektromos áram vagy az elemi egészségügyi ellátás.

Az indiai vezetés az önállóság első évtizedében két ötéves terv megvalósítását tűzte ki célul. A gazdaság kezdeti növekedése (4,1% éves átlagos GDP-növekedés) egészen a '60-as évek közepéig tartott. Ekkor több egymást követő évben is komoly aszály volt az országban, amely jelentősen visszavetette a meghatározó súlyú primer szektor teljesítményét, emellett 1965 és 1973 között két háborút is vívott Pakisztánnal az ország, amely komoly kiadásokkal járt a költségvetés számára. Ezek eredőjeként ebben az évtizedben a GDP bővülésének mértéke lelassult, és a mezőgazdaságban tapasztalható gyenge termésátlagok miatt széles tömegek kényszerültek nélkülözni. A bruttó hazai össztermék növekedése a '80-as években gyorsult fel ismét, eleinte főképp az agrárszektor fejlődésének köszönhetően. Járulékos társadalmi hozadéka volt az időszoknak, hogy a magasabb terméshozamok jelentősen hozzájárultak az általános szegénység csökkenéséhez is, mivel ebben a rétegben sokaknak kizárólag a mezőgazdaság volt ekkoriban az egyetlen megélhetési forrás. Szintén az 1980-as évekhez köthető a kereskedelmi deficit és a külső eladósodottság emelkedése is, mely végül 1990-ben az olajárak megugrásával párosulva pénzügyi krízishez vezetett. Ez azonban nem tartott hosszú ideig, és a strukturális változtatásoknak valamint a külföldi beruházások növekedésének köszönhetően a '90-es évektől gyorsult a bővülés. Közben több kutató is jelezte, hogy a dolgozók tényleges jövedelme jóval kisebb arányban emelkedik, mint azt a GDP bővülése indokolná. Drèze és Sen Kína példájával érvel: az iparban dolgozó munkások jövedelme ott 1981 és 2005 között 600%-kal nőtt, Indiában ugyanezen periódusban mindössze 70%-kal.

A könyv talán leginkább elgondolkodtató fejezetében összehasonlító elemzést kapunk Indiáról és a világ legszegényebb országairól. A szerzők kiterjedt kutatás alapján rengeteg paramétert elemeztek és összevetették a gazdaság általános indikátorait a népesség jólétét mérő számokkal. Az eredmények rávilágítanak az indiai fellendülés Janus-arcúságára: több össztársadalmi mutatóban még a legszegényebb országok között is a sor végén található a hindu állam, ilyen például az alultáplált gyermekek aránya (2010: több mint 40%), a csecsemőhalandóság (2011-ben 1000 élve születésre 47), az alapvető higiénés feltételek megléte (a könyv írásakor a háztartások

felében még nem volt vizesblokk), az iskolában eltöltött évek a 25 évesnél idősebb lakosok körében (2011-ben 4,4 év) vagy a nők körében mért analfabetizmus.

A következő szakaszban a szerzők a régió országaival (Bangladdessel, Bhutánal, Nepállal, Pakisztánnal, Sri Lankával és Kínával) vetik össze a hindu állam teljesítményét, 1990-es és 2011-es adatok mentén. A számok alapján látható, hogy a vásárlóerő-paritáson mért egy főre jutó GDP Kína után itt nőtt a legnagyobb mértékben, mindazonáltal a társadalmi helyzetet jellemző mutatók (születéskor várható élettartam, gyermekek átoltottsága stb.) javulása terén az ország sokkal rosszabbul teljesített, mint szomszédai. Ennek eredményeképp az a különleges állapot alakult ki, hogy India sok mérőszám tekintetében relatíve jobban állt 1990-ben, mint 2011-ben, dacára a komoly GDP-emelkedésnek. 12 ilyen érték alapján mindössze a már említett egy főre jutó GDP-ben lépett előre az állam az említett országokkal összehasonlítva. Ez a tény kudarcként értékelhető és egyértelműen rávilágít a prosperáló gazdaság eredményeinek nem megfelelő felhasználására. A szerzők Bangladdest hozzák fel példának: az ottani egy főre jutó jövedelem kevesebb, mint felét teszi ki az indiainak, mégis kisebb a csecsemőhalandóság, magasabb a gyermekek átoltottsága és az általános higiénés feltételek is sokkal jobbak. Az adatokat összevetve a többi BRICS-ország mutatóival, még látványosabb a lemaradás. A két szerző azonban hangsúlyozza, hogy jelentős eltérések figyelhetők meg az egyes indiai szövetségi államok között: a fejlettebb déli régióban (ide sorolható Kerala, Karnataka, Tamil Nadu, Maharastra) a mutatók sokkal jobban közelítenek a BRICS-államok számaihoz, szemben az északi tartományokban tapasztalható viszonyokkal. Itt rendkívül magas a szegénységi küszöb alatt élők aránya, emellett katasztrofális az egészségügyi és oktatási szolgáltatások hozzáférhetősége.

Összességében elmondható a könyvről, hogy a szerzők érvelése minden esetben mérőszámokkal alátámasztott, ugyanakkor megjegyzendő, hogy csak érintőleg említenek olyan példákat, ahol komoly eredményeket ért el az ország. Ilyen például a képzett, angolul jól kommunikáló munkaerő, vagy a magas hozzáadott értéket képviselő iparágak ereje és fejlődési potenciálja (információtechnológia, gyógyszeripar).

Kína titkos stratégiája az USA leváltására*

Eszterhai Viktor

Michael Pillsbury:

The Hundred-Year Marathon: China's Secret Strategy to

Replace America as the Global Superpower

Henry Holt and Co., USA, 2015, p. 336

ISBN: 978-1627790109

Michael Pillsbury könyvében egy kevert műfajt teremtett: a mű egyszerre memoár (amelynek alapjául a CIA-nál, a RAND-nál és a Pentagonnál eltöltött, több mint 40 éves pályafutása szolgál), és elemzés Kína jelenlegi helyzetéről, amely egyfajta történelmi keretbe van ágyazva. A könyv központi tézise, hogy a kínai vezetés – köszönhetően a kínai héják befolyásának, elkötelezett az Egyesült Államok hegemon hatalmának megdöntése mellett. A terv neve a „Százéves Marathon”, amelynek célja, hogy 2049-re, a Kínai Népköztársaság kikiáltásának századik évfordulójára Kína végérvényesen lezárja a nyugati megaláztatások korát, és létrehozson egy olyan világrendet, amelyben Kína az elsőszámú hatalom. Pillsbury meggyőződéssel vallja, hogy a „Százéves Marathon” céljainak a megvalósítása sikeresen halad előre, aminek alapvetően két oka van: az egyik, hogy a nyugati országok és különösen az USA téves feltételezésekből indult ki Kína megítélésével kapcsolatban, a másik pedig, hogy Kína sikeres, saját történelmi tapasztalataiból merített stratégiát követ.

A szerző szerint alapvetően öt téves feltételezés él az USA-ban. Először is, a nyugati országok Kína felé mutatott elköteleződése növeli Kína együttműködésre való hajlandóságát. Pillsbury úgy véli, Kína politikája Afganisztánban, Szudánban, Iránban, illetve Észak-Koreában azt mutatta, hogy Kína nem hajlandó a globális érdekekben együttműködni, és nem akar felelősségteljes résztvevőként részt venni a nemzetközi rendben. A második téves feltételezés a szerző szerint, hogy Kína a demokrácia felé vezető úton halad. Úgy véli, erre semmi bizonyíték sincs, sőt a Kínai Kommunista Párt feltűnő rugalmasságot mutatott az elmúlt évtizedekben, ami a párt hosszú távú egyeduralmát prognosztizálja. A harmadik jellemző félreértés, hogy Kína és a kínai gazdaság instabil helyzetben van, így a káosz elkerülése érdekében nem szabad Kínára nyomást gyakorolni. Pillsbury szerint ez nem igaz, sőt amíg a nyugat

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

*Eszterhai Viktor a Pallas Athéné Geopolitikai Kutatóintézet senior elemzője.
E-mail: eszterhai.viktor@pageobudapest.hu.*

aggódik a kínai bajok miatt, addig az ázsiai ország gazdasága egyre inkább felzárkózik az USA-hoz. A negyedik téves következtetés, amely az amerikai közvélemény és az ország vezetésének a képzeletében él, hogy Kína olyan akar lenni, mint az USA, ami a szerző szerint csupán az amerikai önhittségből fakad. Végül az utolsó félreértés, hogy Kínában a héják gyengék, és nem gyakorolnak jelentős szerepet az ország vezetésében, a hadseregben és az értelmiség vezető köreiben. Pillsbury azt állítja, hogy már Mao Ce-tung korában is igen jelentős volt a befolyásuk, csak a külvilág előtt láthatatlanok voltak.

A szerző szerint a héják a Hadakozó fejedelemségek korából merítik stratégiájukat, amely kilenc kulcselemet tartalmaz: (i) Erősíteni az ellenfél önelégültségét, amely így figyelmetlenné válik: nem szabad nyíltan kihívást intézni a vezető hatalom ellen, csak akkor, amikor már nem lehet Kína felemelkedését megakasztani. (ii) Türelmesnek kell lenni évtizedeken át vagy tovább, és kitartani a képességek folyamatos fejlesztése mellett. (iii) Manipulálni kell az ellenfél tanácsadóit. Kína ennek érdekében pénzt ad az US think-tank-eknek, a tudományos intézményeknek, lobbiznak cégeknél és magánszemélyeknél, direkt reklámot folytatnak, illetve alkalmanként fenyegetnek (pl. kibertámadás). (iv) A stratégiai célok elérése érdekében meg kell szerezni az ellenfél tudományos és technológiai ismereteit: Kína ennek érdekében folyamatos tudományos kémkedést folytat, és nem hajlandó elismerni a szabadalmi jogokat. (v) A katonai erő nem kritikus tényező, mert a verseny hosszú távon zajlik. Részben ez magyarázza, miért nem fordított Kína több erőforrást a katonai erő fejlesztésére. (vi) A hegemon állam a hatalma megtartása érdekében mindenre, akár szélsőséges, sőt vakmerő akcióra is képes, ezért az ilyen helyzetekre fel kell Kínának készülni. (vii) A shi-t (az erő áramlását) szem előtt kell tartani: Kína a megfelelő pillanatokra készül, hogy az USA szerepét erodálja. (viii) Olyan mutatókkal kell mérni a saját és más államok képességeit, amelyek pontos képed adnak a relatív erőviszonyokról. (ix) Ébernek kell lenni, hogy Kína elkerülje bekerítését, illetve el kell hitetni, hogy Kínát nem lehet bekeríteni.

Pillsbury arra a következtetésre jut, hogy az USA-nak meg kell szabadulnia saját és a kínai stratégia eredményeként létrejött téves feltételezéseitől, és meg kell birkóznia az új helyzettel. Pillsbury azt javasolja, hogy új hidegháborút kell meghirdetni, mert ezzel a módszerrel az USA egyszer már sikerrel nyert egy hasonlóan fenyegető helyzetben. Ennek keretében az USA stratégiájának a következő elemekből kell állnia: nem szabad semmi olyat Kínának adni, amely tovább erősíti a kapacitásait; a célokban egységes amerikai álláspontot kell megfogalmazni; koalíciót kell létrehozni más államokkal Kína ellen, és végül az USA-nak támogatni kell a kínai ellenzékot, a Kínán belüli demokratikus erőket annak érdekében, hogy aláássák a Kommunista Párt hatalmát.

Pillsbury számos, elsősorban titkosszolgálati forrásból származó információval gazdagítja mondanivalóját, amely a személyes stílusából adódóan könnyen magával

ragadja az olvasót. A műben felvonultatott információk, ha önmagukban sokszor nem is ismeretlenek, így együtt meggyőző, bár torz képet festenek. A magyar olvasó szemszögéből Pillsbury jóslatai és figyelmeztetései nem érik el céljukat, mert a szerzőnek a Kína szándékai miatti aggodalma a második világháborút követő amerikai globális státusz megőrzése iránti vágyból fakad. A szerző által ostromozott módszerek gyakran az USA vezetésétől sem állnak távol, így azok morális alapon történő elítélése az USA-n kívül nem várható. A könyv pedig szándéka ellenére arra is alkalmas, hogy ne csupán a kínai, de az amerikai héják gondolkodásába is bepillantást nyerjünk.

Európai tavasz: Miért hever romokban gazdaságunk és politikánk, és hogyan tehetnénk jobbá?*

Palicz Alexandr Maxim

Philippe Legrain:

European Spring: Why Our Economies and Politics are in a Mess – and How to Put Them Right?

CB Books, 2014, p. 482

ISBN: 1782924809

Philippe Legrain José Manuel Barrosónak, az Európai Bizottság volt elnökének gazdasági tanácsadójaként testközelből látta az európai válságkezelés gyakorlatát, a körvonalazódó politikai alkukat, mindazokat a szempontokat és politikai érdekeket, amelyek az európai válságkezelést alakították. A szerző a London School of Economicson végzett közgazdaságtan és nemzetközi politikai gazdaságtan szakon, tanulmányai befejeztével dolgozott újságíróként, és számos könyv szerzőjeként is ismert.

A könyv első szerkezeti egységében leírja a Lehmann Brothers csődje után kitört pénzügyi válságot követő európai adósságválság kialakulásához és felerősödéséhez vezető utat. Az európai válságkezelés bemutatása mellett külön kitér a nagy-britanniai válságkezelési gyakorlatra, a párhuzamokra és eltérésekre. A pénzügyi válság európai felerősödését és elhúzóódását a döntéshozók sorozatos hibáira vezeti vissza. Az európai vezetők nem ismerték fel, hogy a problémák eredete nem fiskális jellegű, s azokat nem megszorításokkal, hanem az európai intézményrendszer megújításával, a bank és szuverén közötti kapcsolat megtörésével kellett volna kezelni. A szerző szerint válságkezelés és az euró zóna jövője nem épülhet Németország mintájára, az európai intézményrendszer nem alakítható át aszerint, mert az gazdaságilag és politikailag is fenntarthatatlan.

Az európai válságot nem a fiskális politikai egyensúlytalanságok okozták. A kötvénypiaci turbulenciák nem egy meghatározott államadóssági szint átlépése miatt erősödtek fel, hanem hibás policy döntések eredményeként. Az amerikai jelzálogpiaci válságot követő pénzügyi zavarok után, az EKB sürgősségi likviditásnyújtását

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

Palicz Alexandr Maxim a Magyar Nemzeti Bank junior elemzője. E-mail: palicza@mnbb.hu.

követően még nem törtek felszínre az euróövezet egyben maradásával kapcsolatos kétségek. Azonban az euróövezet döntéshozói fiskális élénkítés helyett széleskörű megszorító intézkedésekkel kívánták stabilizálni az európai gazdaságokat. A szerző szerint az európai válság egy esetleges görög fizetéképtelenség lehetőségének felmerülésekor kezdett erősödni, az eurózóna elégtelen intézményi felépítésének, de főként a hibás policy döntések következtében pedig rendszerszintű válsággá erősödött.

A bankokat csak rendezett reorganizációjuk és üzletpolitikájuk felülvizsgálata mellett kellett volna megmenteni. A szerző az amerikai jelzálogpiaci válság kirobbanása utáni banki mentőcsomagokat emeli ki. Ekkor a kormányok széleskörű segítséget nyújtottak a bajba került pénzügyi intézményeknek, azok esetleges rendezett szanálása, illetve reorganizációja nélkül. Az eurózónában nem léteztek közös szanálási előírások, ezért annak ellenére, hogy a bankok működésük során nagyra, igazán európaivá nőhettek, megszűnésükkor mégis nemzeti hatáskörben kellett helyreállítani fizetőképességüket, ami komoly terhet rótt a kormányzatokra.

Az görög adósságot azonnal át kellett volna strukturálni. A görög államadósságról már az első pillanattól kezdve tudni lehetett, hogy fenntarthatatlan, és hogy az ország inszolvens. Az európai döntéshozók ugyanakkor amellet érveltek, hogy a görögök csódjé Lehmann-szerű pánikot okozna, s ezért nem strukturálták át az adósságot. Az első görög mentőcsomag után is nyilvánvaló volt, hogy Görögország továbbra is fizetőképtelen, és rövidesen újabb segítségre szorul. Az adósság részleges elengedését viszont a döntéshozók már csak az EU Alapszerződés tagállamok kimentését tiltó, ún. „no bail out” kitétele miatt is elutasították, ezzel közvetetten azt az üzenetet közvetítve, hogy más európai országoknak is megengedett a fizetéképtelenség, amennyiben nem tudják adósságukat refinanszírozni.

Az erőltetett, költségvetési egyensúlyra törekvő válságkezelés káros volt és nem vezetett eredményre. A görög mentőcsomag után az európai döntéshozók széleskörű egyensúlyjavító intézkedések bevezetése mellett döntöttek. A magánszektor és a pénzügyi szektor visszafogott kereslete mellett a megszorító intézkedések mély recessziót eredményeztek, miközben a zavaros időszakban egyedül a kormányzatok biztosíthattak volna pótlólagos keresletet a gazdaságokban.

Az illikvid országok problémáinak összemossa a görög fizetéképtelenséggel felerősítette a válságot. A görögök kimentését követően felmerült, hogy a jövőben a nehézségekkel küzdő országok megsegítése közösségi forrásokkal a magánszektor bevonása mellett történne. Eszerint az olyan tagállamok, amelyek csak a piaci zavarok okozta turbulencia, nem pedig a gazdasági fundamentumok elégtelen volta miatt kénytelenek segítséget kérni (Spanyolország, Olaszország) veszteségeket háríthatnak a magánszektorra. Mindez azt eredményezte, hogy a válság további országokra terjedt ki, tovább emelkedtek az európai államkötvényhozamok.

A görögök eurózónából való kiléptetésének felvetése hiba volt. A görög likviditást az EKB biztosította, így, amennyiben megszűntette volna a görög bankok likviditással való ellátását, a görögöknek ki kellett volna lépniük az eurózónából. Mindez azt eredményezte, hogy megszűnt az euróba mint visszafordíthatatlan közös valutába vetett bizalom.

A fenti policy döntések következtében az egyes országok államkötvényhozamai megemelkedtek. Tekintettel arra, hogy az európai bankok mérlegében az állampapírok jelentős hányadot képviselnek, azok értékvesztése komoly veszteségeket okozott a pénzügyi intézményeknek, amelyek végül állami segítségnyújtásra szorultak, ami viszont tovább emelte az államkötvényhozamokat. A bankok és szuverének között fennálló negatív visszacsatolási folyamat tehát destabilizálta az országokat.

A német mintára végrehajtott válságkezelés hibás feltételezéseken alapult, és nem oldotta meg az eurózóna problémáit. A német gazdaság az utóbbi 15 évben komoly fejlődésen ment keresztül, elsősorban a munkabérek emelkedésének mesterséges visszafogása révén. A munkabérek nem emelkedtek a német gazdaság termélekenységnövekedésével párhuzamosan, ami fokozatosan versenyképessé tette a gazdaságot, és óriási fizetésimérleg-többletet hozott létre. A szerző ezt a fizetésimérleg-többletet tartja károsnak és állítja azt, hogy nem a déli tagállamok túlzott eladósodása (kivéve Görögország esetét), hanem Németország túlzott megtakarítása destabilizálta a déli országokat. Az elégtelen hazai hitelkereslet hatására a német tőke a déli országokban eszközár-buborékokat hozott létre. A német álláspont, miszerint a déli országoknak a belső leértékelések (a munkaerő költségének csökkentésével) vissza kell nyerniük a versenyképességüket és növelniük kell az exportjukat, a szerző szerint alapvetően hibás. A német minta nem jelenthet megoldást az egész Európai Unió részére. Az EU a világ legnagyobb, piaca, nem termelhet nagymértékű fizetési aktívumot, mivel azt a többletexportot valamely országoknak el is kellene fogyasztaniuk, amire viszont nincs reális lehetőség.

Az eurózóna válságának végül Mario Draghi, az EKB elnökének az euró védelme melletti elköteleződéseként elmondott beszéde vetett véget. Ezzel egycsapásra összeomlottak a szárnyaló európai államkötvények. A fő problémát tehát az okozta, hogy más országokkal ellentétben az eurózóna központi bankja nem rendelkezett végső hitelezői mandátummal. Ami pedig az jelentette, hogy a bajba jutott országok megmentését a költségvetési politikákon keresztül kellett elérni, ami fenntarthatatlan társadalmi és politikai feszültségeket eredményezett.

Az eurózóna jövője érdekében az adósságválság okozta sokkokat meg kell előzni, a következményeit mérsékelni kell, a veszteségeket átláthatóan és a lehető legigazságosabb módon kell elosztani. Az eurózóna fennmaradásához a szerző négy jövőbeni intézményi felépítést tart elképzelhetőnek: a német megközelítés érvényesülését, egy technokrata jövőt, egy föderális és egy rugalmas eurózónát.

A német megközelítés jelentősebb német befolyást, a fiskális politikák erősebb koordinációját, német mintájú egyensúlyjavító és versenyképességnövelő (munkabélnövekedés visszafogása) intézkedéseket vetít előre a közös kockázatvállalás és szolidaritás minimális mértéke mellett. A technokrata megoldás egy működő bankuniót, központilag ellenőrzött fiskális szabályokat, eurókötvények bevezetését és a gazdaságpolitikák erőteljesebb brüsszeli meghatározását jelenti. A föderális megközelítés szerint létrejönne egy Központi Európai Kincstár, amely saját jogú adóbevételekhez jutna, és amelyek terhére saját adósságot bocsáthatna ki, amely válságok során biztonságos eszköz lehetne. A Kincstár emellett fiskális ösztönzést biztosíthatna, az EKB pedig végső hitelezői szerepkörében támogathatná a központi adósság iránti bizalom fennmaradását. A negyedik lehetőség a rugalmas eurózóna létrehozása, amely teljeskörű bankuniót, a fiskális politikák önállóságának megőrzése melletti szorosabb koordinációt foglal magában. Ebben az esetben az EKB végső hitelezői szerepében támogathatná az illikvid tagállamokat, az inszolvens tagállamok adóssága pedig az IMF felügyelete alatt kerülne átstrukturálásra.

A lehetséges jövőképek közül a föderális megközelítés lenne a szerző szerint legideálisabb, de a jelenlegi politikai légkörben nem reális. A második legjobb megközelítés a rugalmas fiskális unió lehetne, ám itt is kérdéses, hogy az egyes intézmények mennyire lennének függetlenek, a közös pénzügyi felügyelet milyen mértékben kezelné hasonló súllyal a különböző tagállamokban felfedett problémákat, az inszolvens tagállamok alávethék-e magukat az IMF programjainak, az illikvid tagállamoknak az EKB meddig nyújtana támogatást Németország esetleges tiltakozása esetén. A szerző szerint a német irányba tartunk, technokrata kiegészítésekkel. Vagyis létrejönnek közösségi intézmények, azokat azonban Németország saját akaratának és politikájának elősegítésére és kikényszerítésére használja, vagyis a versenyképesség növelésére, és az exportorientált gazdaságok kiépítésére, elsősorban a bérköltségek csökkentésén keresztül. A német és a technokrata megoldás azonban politikailag nem tartható fenn, aláássa a közös európai projekt demokratikus támogatottságát, és végső soron az övezet újabb válsághoz vezet.

Az eurózóna és Nagy-Britannia gazdasága hasonló nehézségekkel küszködik. A szerző összehasonlítja Nagy-Britannia és az eurózóna válságát, és megállapítja, hogy azok problémái számos ponton közösek. Mindkét gazdaságban komoly probléma az enyhe vállalati hitelezés, az alacsony növekedés. Mindkét gazdaság problémái az elégtelen válságkezelés miatt állnak fenn. Nagy Britanniában ugyan elmaradt a kötvénypiaci pánik, a növekedés mégsem indult be. A britek legtöbbször Washington felől közelítik meg a problémákat, a gazdasági válságra adott válasz azonban egyértelműen európai volt, azaz egyensúlyjavító intézkedéseket, azaz megszorításokat vezettek be. Hatásukra a kereslet meredeken csökkent, miközben a költségvetési egyensúly mégsem javult. A vezetés végül nem erőltette tovább a költségvetési kiigazítást, s a Bank of England nagyszámú eszközvásárlási programjának támogatá-

sával kívánták a pótlólagos keresletet megteremteni. Mindez azonban nem javította érdemben a növekedési kilátásokat. Nagy-Britannia gondjai tehát hasonlóak az eurózához. A szerző kiemeli az alacsony növekedést, a magas munkanélküliséget, az alacsony vállalati hitelezést.

A szerző a könyv második szerkezeti egységében bemutatja azokat a kihívásokat, amelyekre az EU-nak és Nagy-Britanniának megoldást kell találnia a gazdasági siker megalapozása érdekében. Európa problémái a gazdaság gyenge alkalmazkodóképességéből, az alacsony növekedési potenciálból, a társadalom elöregedéséből, a kockázatkerülő kultúrából és a politikai elitiek változásokkal ellentétes érdekeiből következnek. A problémák bemutatását követően a szerző úgynevezett „ADD” (adaptive – alkalmazkodóképes; dynamic – dinamikus; decent – igazságos) reformok végrehajtását javasolja. A múltban elért sikerek folytatása érdekében az európai kontinensnek gazdasági és politikai változásra van szüksége, vagyis egy európai tavaszra.

A gazdaságot időről időre sokkok érik, kívülről és belülről egyaránt. A piacgazdaság és a pénzügyi rendszer alapvetően instabil, ezért a gazdaság alkalmazkodóképességén kell javítani. A pénzügyi rendszerből eredő kockázatokat mérsékelni szükséges a tőke mennyiségének és minőségének növelésén keresztül. A termelési tényezők, különösen a munkaerő mobilitását növelni kell úgy, hogy azok ott hasznosulhassanak, ahol a legnagyobb szükség van rájuk. A piacok egységesítésével és a felesleges szabályozások eltörlésével a verseny intenzitása növelhető, ami hatékony működésre ösztönözi a vállalatokat. Növelni kell tehát a gazdaság alkalmazkodóképességét a különböző sokkokkal szemben.

Elő kell segíteni a gazdasági növekedést, növelni szükséges a gazdaság dinamizmusát. A növekedéshez több innováció, több start-up, több kezdeményezés szükséges. Ehhez növelni szükséges a társadalom vállalkozási hajlandóságát már kisgyermekkor-tól kezdve. Az oktatásnak kiemelt szerepe van a kreatív gondolkodás és vállalkozószellem kimunkálásában. A köz- és felsőoktatásban a kreativitásra, a vállalkozószellem fejlesztésére kell törekedni. Az innováció az társadalmi kapcsolatok sűrűségével, társadalmi interakciók során születik. Az innovációk ezért elsősorban városokban alakulnak ki. Növelni kell tehát az emberi interakciók számát, az emberi kapcsolatok sűrűségét. Mindemelett meg kell teremteni a szükséges finanszírozást. Javítani szükséges a start-upok forráshoz jutásának feltételein. A kormánynak fejleszteni kell a kormányzati szolgáltatásokat, többet kell kutatásfejlesztésre fordítania. Az új ötletek, az innovációk támogatásával növelhető a gazdaság növekedési képessége.

Az európai társadalmi értékek középpontjába az esélyegyenlőséget kell állítani. A társadalom akkor működik a leghatékonyabban, ha minden egyénnek egyenlő esélyei vannak a céljai eléréséhez. Az államnak tehát mérsékelnie kell az egyének közötti különbségeket az elesettebbek támogatásával. A túlzott jövedelmi egyenlőtlenségeket fel kell számolni. A jövedelmeket a társadalmi hasznosságnak kell

meghatározni. Küzdeni kell az érdem nélkül szerzett bevételek ellen, ezért adóztatni szükséges a földeket, a mezőgazdasági támogatásokat pedig felül kell vizsgálni és meg kell szüntetni. Az erőforrások leghatékonyabb hasznosítása érdekében az egyenlő esélyek biztosításának prioritást kell élveznie a társadalomban.

A szerző szerint az európai versenyképességet nem német mintájú megszorító intézkedésekkel, nem brit eszközvásárlási programokkal, hanem a gazdaság alkalmazkodóképességét, növekedési potenciálját és igazságosságát elősegítő intézkedésekkel szükséges helyreállítani. Mindehhez pedig radikális gazdasági és politikai változásokra van szükség, vagyis egy európai tavaszra.

Tőzsdefejlesztés és növekedés – Beszámoló a BÉT és az MKT tőkepiaci konferenciájának tanulságairól*

Teremi Márton

A Budapesti Értéktőzsde (BÉT) és a Magyar Közgazdasági Társaság (MKT) közös szervezésében tartott tőzsdekonferenciára 2016. május 26-án került sor a Magyar Külkereskedelmi Bank Váci utcai központjának báltermében. A konferencia reggeli szakaszában a Nemzetgazdasági Minisztérium képviselőjének előadása mellett a régiós tőzsdék fejlesztési irányairól, sikereiről és kihívásairól értekeztek a zágrábi, belgrádi és bukaresti tőzsde vezetői. A konferencia második része a budapesti parkett fellendítésének különböző dimenzióit tárgyalta a BÉT és az MKT Pénzügyi Szakosztályának elnöke, *Nagy Márton*, illetve egy, a BÉT vezérigazgatójából és iparági szereplőkből álló panel.

A résztvevőket *Végh Richárd*, a BÉT vezérigazgatója és *Sándor Benedek*, az MKB vezérigazgató-helyettese köszöntötte, és a régiós és hazai tőzsdefejlesztési irányok megtárgyalását jelölte meg a rendezvény fő céljaként. *Hornung Ágnes*, a Nemzetgazdasági Minisztérium pénzügyekért felelős államtitkára felhívta a figyelmet a tőzsde szerepének nemzetgazdasági szintű jelentőségére és a kormányzat legutóbbi támogató lépéseire. A 2016 május 20-i Fitch felminősítés, illetve a tőkepiaci törvény közelmúltban elfogadott módosítása keretében megvalósuló adminisztratív könnyítések, valamint új tőkepiaci struktúrák kialakítását lehetővé tévő rendelkezések is egyértelműen mutatják a Kormány elkötelezettségét a tőzsdefejlesztés iránt. *Hornung Ágnes* biztosította a hallgatóságot arról is, hogy folyamatos az egyeztetés az érdekelt szereplőkkel annak érdekében, hogy további intézkedésekre kerülhessen sor már a 2016 őszi törvénykezési időszakban.

Ivana Gažić, a Zágrábi Értéktőzsde vezérigazgatója alapos összefoglalót adott a zágrábi tőzsde eddigi útját befolyásoló tényezőkről és a jövőbeli kilátásokról, különös tekintettel a régiós tőzsdeszövetséggel kapcsolatos kezdeményezésükre. Elmondása szerint a horvát piacok fejlődését több belső és külső tényező hátráltatta: a gyenge makrogazdasági környezet és magas külső sérülékenység, az alacsony privatizációs hajlandóság, a bankcentrikus finanszírozási modell, az alacsony közkezhányad, valamint az alulfejlett intézményi befektetői kör mind hozzájárultak a zágrábi tőzsde

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

Teremi Márton a Budapesti Értéktőzsde közgazdasági szakértője. E-mail: teremim@bse.hu.

stagnálásához. Emellett egy méretgazdaságossági probléma is felmerült, ugyanis a nemzetközi szabályozás és a növekvő technológiai beruházási igény a nagyobb tőzsdeüzemeltetőket részesítette előnyben. *Ivana Gažić* meglátása szerint hasonló problémákkal küzdöttek más régiós tőkepiacok is, aminek nyomán létrejött az SEE Link nevezetű kezdeményezés. Az SEE Link szövetséget a bolgár, a horvát és a macedóniai tőzsde alapította, de további öt másik régiós nemzeti tőzsde is csatlakozni fog a közeljövőben. A szövetségben részt vevő tőzsdék tagjai és partnereik számára ingyen láthatóvá és elérhetővé váltak a többi tőzsde termékei, ami a különböző tőzsdei rendszerek és közvetítők közötti megbízások teljesülését egy közös protokoll felállításával tette lehetővé. Középtávon az SEE Link kezdeményezés erősödését az új tőzsdék integrálása támogathatja, hosszabb távon pedig a kereskedési, post-trading egyéb tőzsdei szabályok és rendszerek mélyebb harmonizációja jelenthet fejlődési irányt.

Siniša Krneta, a Belgrádi Értéktőzsde vezérigazgatója az európai és ázsiai folyamatok közötti különbségtétellel kezdte előadását. Az elmúlt tíz évben az európai tőzsdék likviditása a varsói tőzsde kivételével mind jelentősen visszaesett, míg az ázsiai tőzsdék forgalma többszörösére növekedett ugyanebben az időszakban. *Siniša Krneta* rávilágított arra, hogy ez a fejlemény csak részben hozható összefüggésbe a pénzügyi-gazdasági válság eltérő hatásaival a két kontinensen, a tőzsde szerepének szemléletmódja közötti különbségek legalább ilyen fontosak lehetnek. Az európai modell inkább kereskedési fókuszú, és a szabályozás nagyban kedvezett az alternatív piacok feltörekvésének, míg az ázsiai modell a finanszírozási funkciót helyezi előtérbe és kiemelten kezeli a szabályozott piacokat. *Siniša Krneta* bátorította a finanszírozási csatorna erősítését Európában is, ami a tőzsde és a reálgazdaság közötti kapcsolat erősítése által generált új kibocsátásokkal következhet be. A belgrádi tőzsde az állami tulajdonú vállalatok tőzsdére lépése és a megfelelő szabályozási környezet kialakítása mellett az SEE Link kezdeményezéshez is csatlakozik a tőzsdefejlesztést megalapozó likviditásnövelés megalapozása végett.

Ludwik Sobolewski, a Bukaresti Értéktőzsde vezérigazgatója rávilágított, hogy a tőkepiacok fejlődésének beindítására már nem maradt sok idő. Véleménye szerint a gazdasági és társadalmi berendezkedés átalakulási fázisa a régió országaiban a végéhez közeledik, ezért 3-5 év lehet az a maximális időtáv, amíg a nemzeti tőzsdék szerepét egy új, magasabb szinten lehet definiálni. Régiós tapasztalatai alapján a külföldi befektetők jelenléte jótékonyan hat az árazásra és a pénzügyi kultúrára is, ugyanakkor a részvételük a kibocsátói bázis szélességén és a tőkepiaci infrastruktúra és szabályozási környezet rugalmasságán is múlik. A tőzsdei privatizáció bátorítása mellett a bukaresti tőzsde megalapította a KKV-méretű vállalkozások számára létrehozott Aero piacát is. A kínálattal szerinte Romániában nincsen gond, a keresleti oldalon ugyanakkor a magánbefektetők pénzügyi tudatosságának fejlesztésére is szükség van, és a likviditási kockázatot is kezelni szükséges. A jövőt tekintve *Ludwik*

Sobolewski egyrészt reménykedik abban, hogy a legújabb szabályozási kezdeményezések nem fogják aláásni a tőkepiacok működését, másrészt a tőzsdekonzolidáció melletti érvek szerint hosszabb távon egyértelműen az integráció irányába mutatnak.

Nagy Márton, a BÉT és az MKT Pénzügyi Szakosztályának elnöke egy olyan friss kutatásról számolt be, amely a tőzsdeképes cégek jellemzőire reflektál, és a BÉT kibocsátói akvizíciós tevékenységének alapját jelenheti. Kiindulópontként elmondta, hogy a vállalatok finanszírozási lehetőségeit alapvetően befolyásolja, hogy az uniós források beáramlása jelentősen lassulni fog a következő években, és a jegybanki hitelprogramok is kifutnak belátható időn belül. A vállalatok így egy „normális” piaci alapú finanszírozásra állnak át 2020-ig, amiben a BÉT-nek fontos szerepet kell vállalnia. Ehhez azonban szükséges definiálni azokat a kritériumokat, amik meghatározzák a tőzsdeképes vállalatok körét, és ennek mentén le kell szűrni azt a vállalati kört, amellyel a BÉT-nek indokolt további együttműködést kezdeményezni. A vállalatok tőzsdeképességét egyrészt egy kvantitatív skálán méri a háttérodalom, amely alapján a kor, az exportképesség, a méret, a növekedés és a tőkeszerkezet a legfontosabb tényezők a tőzsdei lét sikeressége szempontjából. A kvalitatív skála gerincét a piaci részesedés és más iparágon belüli jellemzők, a tulajdonosi struktúra, illetve a cégirányítási rendszer alkotják. Az ezen kritériumoknak legjobban megfelelő KKV-méretű vállalatok jellemzően magasabb ROIC-alapú megtérüléssel és exporttevékenységgel és alacsonyabb tőkeáttétellel bírnak, továbbá jellemzően magasabb bért fizetnek munkavállalóiknak, mint a teljes KKV-sokaság. A tőzsdeképes KKV-k központjai 44 százalékban a KMR-régióban találhatóak és leginkább a feldolgozóiparban tevékenykednek.

A BÉT céljaira vonatkoztatva fontos szempont, hogy amennyiben a legalkalmasabbnak tűnő 50 KKV tőzsdére lép, az a tőzsdei kapitalizációt mindössze 5 százalékkal emeli, ezért természetesen a BÉT a nagyvállalati kör bevonását is fontosnak tartja, az azonban más csatornákon keresztül működik. Ezzel együtt is érdemes energiát fordítani a KKV-szektor tőkepiacra segítésére, amit a BÉT a vállalatok felkészülési folyamata során aktív támogató-tanácsadó szolgáltatással szeretne elősegíteni. Ennek a kerete lenne az a BÉT Előszoba, amely vállalatfinanszírozási fókuszú képzési és tanácsadási programokkal segítené a tőzsdére lépés előtt álló, arra alkalmas cégeket. Egy másik tervezett kezdeményezés a külföldi legjobb gyakorlaton alapuló kijelölt tanácsadói rendszer, ami részben a felkészülési folyamatot támogatja, részben pedig befektetővédelmi szerepet is ellát. Emellett fontos az is, hogy a szabályozásért felelős szereplők is felismerték ennek szükségességét, ami a tőkepiaci törvény módosításában is megmutatkozott. Remélhetőleg egy olyan, uniós forrásokból támogatott tőkealap is felállításra kerül, amely egyrészt tőkepiacon történő exittel, másrészt a tőkepiaci kibocsátások lejegyzésével a KKV-tranzakciók kínálati és keresleti oldalát is támogatja.

A panelbeszélgetésen *Cselovszki Róbert*, az ERSTE Befektetési Zrt. elnök-vezérigazgatója, *Hegyi Ádám*, a KBC Securities igazgatója, *Barlai Róbert*, az OTP Treasury ügyvezető igazgatója, *Jaksity György*, a Concorde Értékpapír Zrt. elnöke, valamint *Sándor Benedek*, az MKB bank vezérigazgató-helyettese vettek részt, és *Végh Richárd*, a BÉT vezérigazgatója vállalta a moderátor szerepét.

A résztvevők kezdetben reflektáltak a *Nagy Márton* által bemutatott elemzésre, aminek célját, megközelítését és módszertanát alapján véve is üdvözölték megfelelőnek tartva a potenciális kibocsátók azonosítására és megközelítésére. Ugyanakkor *Jaksity György* és *Cselovszki Róbert* is kétkedését fejezte ki azzal kapcsolatban, hogy miképpen lehetséges érdemi befektetői kört és likviditást elérni a KKV-méretű vállalatok részvényei számára, ami az akvizíciós tevékenységet alapjaiban befolyásolhatja. Az elmúlt években számos kedvezőtlen tapasztalat volt a kisebb méretű cégek tőzsdei működése tekintetében, és ezek miatt jelenleg nincs meg a befektetői érdeklődés a kisebb részvények iránt. Ugyanakkor a résztvevők egyetértettek abban, hogy a jelenlegi alacsony hozamkörnyezetben is, további ösztönzők bevezetésével meg lehet találni azt a módot, ami a befektetői érdeklődést újra felkelti és feloldja a tőzsdei befektetések hitelességi problémáját.

Végh Richárd felvetette, hogy milyen módokon lehetséges a KKV-méretű kibocsátókat elérni, tőzsdei megjelenésüket ösztönözni a BÉT-en. *Sándor Benedek* szerint a sikeres vállalkozások egyre nagyobb tartalékokkal rendelkeznek, és akár még külső finanszírozás nélkül is képesek lehetnek megvalósítani beruházásaikat. *Jaksity György* az utódlási probléma kiaknázását ajánlotta – szerinte a tőzsde reális alternatíva lehet azon tulajdonosok számára, akik már valamelyest független menedzsmentet bíztak meg cégük irányításával, és így a vállalkozásuk irányítási struktúrája tőzsdéképesebb lehet; ugyanakkor a stratégiai befektetők ebben az esetben is versenytársak lehetnek. *Hegyi Ádám* általánosságban megjegyezte, hogy a KKV-ügyfelek jellemzően a hitel típusú megoldásaik teljes kiaknázása után gondolnak más megoldásra, ugyanakkor ez az összefüggés nem törvényszerű. Szerinte a tőzsdei finanszírozásra olyan esetekben lehet érdemi igény, amikor az nem csak a finanszírozási problémára nyújt megoldást, hanem más tekintetben előnyös – ilyen például a megkövetelt tárgyi biztosítékok hiánya. *Cselovszki Róbert* akadályként említette a jelenlegi szabályozáskibocsátási tranzakciókat hátrányosan érintő jellegét, ugyanakkor *Végh Richárd* szerint, amint *Hornung Ágnes* előadásából is látszik, ebben a tekintetben már van előrelépés.

Végh Richárd felvetette, hogy a kijelölt tanácsadói struktúra mennyire lehet működőképes a BÉT-en. A résztvevők alapvetően itthon is működőképesnek tartják az EU-ban már számos piacon alkalmazott modellt, ugyanakkor ismételten felhívták a figyelmet a fiskális ösztönzők jelentőségére ezen a téren is. *Hegyi Ádám* emellett kitért arra is, hogy az elmúlt évek kibocsátásaiban a befektetői körből hiányoztak

az intézményi befektetők, ami pedig megerősítést jelentett volna a kisbefektetők számára is az árazás és a befektetésük biztonsága tekintetében.

A reggeli előadásokra reflektálva *Végh Richárd* megkérdezte, hogy a résztvevők mennyire látnak lehetőséget az említett SEE Link kezdeményezésben, illetve mennyire lehet érdemes a BÉT-nek csatlakozni a szövetséghez. *Barlai Róbert* kifejtette, hogy a BÉT Xetra-integrációja sem hozta el a várt pozitív hatásokat, így tisztában kell lenni az integráció hátrányaival is. *Cselovszki Róbert* és *Jaksity György* is megemlítette, hogy az integráció a szereplők kereskedési és egyéb költségeinek kiegyenlítését hozná magával, ami mindenképpen előnyös lehet a befektetők és az iparági szereplők számára.

Végezetül a nemzeti tőzsdék jövője került előtérbe. *Cselovszki Róbert* és *Jaksity György* a tőzsde és a befektetési szolgáltatási tevékenység „közműsődési” folyamatára hívta fel a figyelmet, ami egyre nagyobb versennyel és diszruptív struktúrákkal (MTF-piacok) párosul, így a kilátások jelenleg kedvezőtlenek. Ugyanakkor a nemzeti tőzsdék egyedi szerepet látnak el, ezért szükségességüket és fenntarthatóságukat nem látják megkérdőjelezhetőnek a szereplők.

Végh Richárd összefoglalójában kitért rá, hogy *Hornung Ágnes* tájékoztatta a résztvevőket a legújabb szabályozási fejleményekről és remélhetőleg ez alapján a résztvevők optimizmussal tekinthetnek a további tőzsdefejlesztést segítő intézkedések reményében. A régiós tőzsdék vezetői számos olyan témáról értekeztek, amelyek a BÉT és a résztvevői számára is jelentős tanulságokat hordoznak, és a tőzsdeszövetség is fontos képet adott az együttműködési lehetőségektől. *Nagy Márton* előadása és a panelbeszélgetés során inkább a hazai megfontolásokat érintették, ám ezek érdemben reflektáltak a BÉT előtt álló kihívásokra, ugyanakkor remélhetőleg erősítették a tőzsde fejlesztésébe vetett hitet.

Konferencia a pénzügyi piacok likviditásáról – Beszámoló a Hatodik Éves Pénzügyi Piaci Likviditási Konferenciáról*

Csóka Péter – Havran Dániel – Váradi Kata

A Budapesti Corvinus Egyetem Gazdálkodástudományi Karának Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszéke által 2014-ben alapított Financial Research Centre 2015. november 19-én és 20-án nemzetközi konferenciát szervezett a Budapesti Corvinus Egyetemen, együttműködve a Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpontjának „Lendület” Játékelméleti Kutatócsoportjával.

A konferenciát immár hatodik alkalommal rendezték meg, a következő témákra fókuszálva: Piaci likviditás és finanszírozási likviditás; A rendszerkockázat likviditási szempontjai; A likviditási és pénzügyi kockázat játékelméleti szempontjai; Globális likviditás (állami és vállalati szektor) és szabályozás; Tőkeáttétel és meghatározó makrogazdasági tényezők; Piaci mikrostruktúra a likviditás középpontba helyezésével; Eszközarázás és eszökgazdálkodás illikvid eszökökkel; Nem likvid alternatív befektetések és pénzügyi innovációk.

A 2015. évi konferencián mintegy 150 regisztrált résztvevő jelent meg a nemzetközi és magyar tudományos és pénzügyi szektorból, és további 30 motivált hallgató is a meghívottak között szerepelt. A konferencia angol nyelven folyt.

A meghívottak között kiemelt előadóként Lasse H. Pedersen (Copenhagen Business School és NYU Stern School of Business) vett részt. További meghívott előadók voltak: Jonathan A. Batten (Monash University), P. Jean-Jacques Herings (Maastricht University), Sviatoslav Rosov (CFA Institute), Michael Sternberg (Morgan Stanley), Száz Vera (MOL Csoport), Székely Balázs (MSCI), Niklas Wagner (Passau University), Adam Zawadowski (Boston University and Central European University).

A fentiekén túl további 35 előadó lépett fel, akik azt követően regisztráltak a konferenciára, hogy a konferencia tudományos bizottsága elfogadta a jelentkezésüket. Közülük tízen poszterelőadóval készültek.

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

Csóka Péter a Budapesti Corvinus Egyetem Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszékének docense és az MTA KRTK KTI tudományos főmunkatársa. E-mail: peter.csoka@uni-corvinus.hu.

Havran Dániel a Budapesti Corvinus Egyetem Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszékének adjunktusa. E-mail: daniel.havran@uni-corvinus.hu.

Váradi Kata a Budapesti Corvinus Egyetem Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszékének adjunktusa. E-mail: kata.varadi@uni-corvinus.hu.

A konferenciát Zoltayné Paprika Zita, a Gazdálkodástudományi Kar dékánja nyitotta meg. Kiemelte, hogy ez volt az első év, amikor a konferencián párhuzamos szekciók voltak, és a résztvevőknek alkalmuk nyílt arra, hogy kutatási munkájukat megjelentessék a *Studies in Economics and Finance* nemzetközi folyóirat (főszerkesztő: Niklas Wagner) különszámában. Johanathan A. Batten, a *Finance Research Letters* szerkesztője szintén érdeklődést mutatott a résztvevők kutatási tanulmányai iránt.

Büszkén kijelenthetjük, hogy a 2015. évi konferencia ismét elérte azt a célját, hogy összehozza az elméleti kutatókat a gyakorlati szakemberekkel, hogy egy barátságos és interaktív környezetben vitassák meg a piaci likviditás terén elért legfrissebb eredményeket. Hálásak vagyunk szponzoraink támogatásáért: a Befektetések és Vállalati Pénzügyi Tanszék Alapítványa, a Pallas Athéné Domus Scientiae Alapítvány, CFA Society Magyarország, MSCI, Morgan Stanley, ISC Alapítvány, a Magyar Tudományos Akadémia "Lendület" Programja, KELER KSZF, EFFAS és a Bankárképző. A konferencia a „Magyar Tudomány Ünnepe 2015” elnevezésű eseménysorozat keretében valósult meg.

A következő konferenciára 2016. november 17-én és 18-án kerül sor, Anthony Saunders (NYU Stern School of Business) kiemelt előadóval. Az eseményt azoknak a gyakorlati szakembereknek és vezetőknek ajánljuk a figyelmébe, akik szeretnék megismerni és megérteni a kutatók eredményeit és válaszait a piaci szükségletek által generált legújabb problémák terén, és ezt a tudást gyakorlati és stratégiai szinten is versenyelőny megszerzésére kívánják felhasználni.

További hasznos információ a konferencia weboldalán található:
<http://liquidityconference.uni-corvinus.hu/>

TISZTELT (LEENDŐ) SZERZŐINK!

Kérjük, hogy a kéziratukat a következő előírások szerint nyújtsák be:

- Folyóiratunkban a tanulmányok átlagos hossza 1 ív (40 000 leütés szóközzel), ettől legfeljebb ± 50 százalékkal lehet eltérni. A kéziratokat magyar és/vagy angol nyelven is el lehet küldeni.
- A tanulmányok minden esetben körülbelül 800–1000 karakteres tartalmi összefoglalóval kezdődnek, amelyben a főbb hipotéziseket és állításokat kell ismertetni.
- Az összefoglalót követő lábjegyzet tartalmazza a tanulmány elkészítésével kapcsolatos információkat és köszönetnyilvánításokat. Ezután következik a szerző foglalkozása (beosztása), munkahelye és e-mail címe magyar és angol nyelven is.
- Az összefoglalót követően kérjük megjelölni a tanulmány JEL-kódját (minimum három szükséges).
- A főszöveg legyen jól strukturált. A fejezetek élén vastag betűs címek álljanak!
- A tanulmánynak minden esetben tartalmaznia kell a hivatkozási listát a szerzők teljes nevével (külföldiek esetében elegendő a keresztnév monogramja), a megjelenés évszámával, a mű pontos címével, kiadójával, kiadási helyével, illetve a folyóirat pontos címével, évszámával, kötetszámával, oldalszámmal. A szövegben elegendő a vezetéknevvel, 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



Hitelintézeti Szemle