

# 2

# HITELINTÉZETI SZEMLE

2020. június  
19. évfolyam 2. szám

Az eltűnt Balassa–Samuelson-hatás nyomában –  
A szolgáltatások változó szerepe a 21. században  
Tengely Veronika

Államadósság-csökkentés az EU régi  
tagállamaiban: van új a nap alatt?  
Losoncz Miklós – Tóth G. Csaba

Aggregált fiskális stabilizációs politika: csodaszer  
vagy bűnbak?  
P. Kiss Gábor

Az intertemporális befektetői preferenciák  
változásainak hatása az európai tőzsdei vállalatok  
tőkekeresletére  
Schepp Zoltán – Ulbert József – Tóth-Pajor Ákos

Az uzsorahitelezés nagyságrendi és területi  
becslése  
El-Meouch Nedim Márton – Fellner Zita – Marosi  
Anna – Szabó Beáta – Urbán Ákos

# Hitelintézeti Szemle

A Magyar Nemzeti Bank kiadásában megjelenő tudományos folyóirat

A szerkesztőbizottság elnöke:

PALOTAI DÁNIEL

A szerkesztőbizottság tagjai:

BÁNFI TAMÁS, BOD PÉTER ÁKOS, CSILLIK PÉTER, HEGEDŰS ÉVA, DAVID R. HENDERSON,  
KOCZISZKY GYÖRGY, KOVÁCS LEVENTE, LENTNER CSABA, MEYER DIETMAR,  
NAGY KOPPÁNY, P. KISS GÁBOR, PANDURICS ANETT, SZEGEDI RÓBERT, VÉGH RICHÁRD,  
EYAL WINTER

Főszerkesztő: VIRÁG BARNABÁS

Felelős szerkesztő: MORVAY ENDRE

Segédszerkesztő: TÓTH FERENC

Olvasószerkesztő: LÁNG ESZTER

Szerkesztőségi munkatársak:

DRAPCSIK BERTA, TAMÁS NÓRA, TÓTH GÁBOR

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: HERGÁR ESZTER

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

[www.hitelintezetiszemle.hu](http://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,  
amelyek nem feltétlenül egyeznek a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

2

# HITELINTÉZETI SZEMLE

2020. június  
19. 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](http://www.hitelintezetiszemle.hu)**

**E-mail: [szemle@hitelintezetiszemle.hu](mailto:szemle@hitelintezetiszemle.hu)**

**Munkatársaink elérhetősége:**

**Virág Barnabás** főszerkesztő e-mail címe: [viragb@mnbb.hu](mailto:viragb@mnbb.hu)

**Morvay Endre** felelős szerkesztő e-mail címe: [morvaye@mnbb.hu](mailto:morvaye@mnbb.hu)

Megjelenik háromhavonta.  
HU ISSN 1588 6883 (nyomtatott)  
HU ISSN 2419 3201 (online)

Tördelés és nyomtatás:  
Prospektus Kft.  
8200 Veszprém, Tartu u. 6.

# Tartalom

19. évfolyam 2. szám, 2020. június

## TANULMÁNYOK

### **Tengely Veronika:**

Az eltűnt Balassa–Samuelson-hatás nyomában –  
A szolgáltatások változó szerepe a 21. században . . . . . 5

### **Losoncz Miklós – Tóth G. Csaba:**

Államadósság-csökkentés az EU régi tagállamaiban: van új a nap alatt? . . . 28

### **P. Kiss Gábor:**

Aggregált fiskális stabilizációs politika: csodaszer vagy bűnbak? . . . . . 55

### **Schepp Zoltán – Ulbert József – Tóth-Pajor Ákos:**

Az intertemporális befektetői preferenciák változásainak hatása  
az európai tőzsdei vállalatok tőkekeresletére . . . . . 88

### **El-Meouch Nedim Márton – Fellner Zita – Marosi Anna –**

### **Szabó Beáta – Urbán Ákos:**

Az uzsorahitelezés nagyságrendi és területi becslése . . . . . 107

## KÖNYVISMERTETÉSEK

### **Balatoni András:**

A növekedés szentháromsága  
(Michael Best: Hogyan történik valójában a növekedés? Gazdasági  
csodák teremtése termelés, irányítás és készségek által c. művéről) . . . . . 133

### **Baranyai Eszter:**

Vissza az alapokhoz – mi a baj a pénzügyi rendszerrel?  
(Vedat Akgiray: Helyes pénzügy – Avagy miért szükséges a pénzügyi  
rendszer újragondolása c. művéről) . . . . . 137

## KONFERENCIABESZÁMOLÓ

### **Morvay Endre – Kotró Balázs – Márkus Martin – Lakatos Zsolt:**

Beszámoló a 10. Pénzügyi piacok likviditása konferenciáról . . . . . 141



# Az eltűnt Balassa–Samuelson-hatás nyomában – A szolgáltatások változó szerepe a 21. században\*

Tengely Veronika

*Általánosan megfigyelt jelenség, hogy a gazdasági fejlettség és az általános árszínvonal között pozitív kapcsolat van. A Balassa–Samuelson-hatás szerint az árszínvonalban megfigyelhető konvergencia jelentős részben a szolgáltatások magasabb inflációján keresztül valósul meg. A hatásra vonatkozó korábbi regressziós becslési eredményeink aktualizálása alapján a tankönyvi Balassa–Samuelson-hatás hazánk esetében egyre kevésbé mutatható ki. A jelenség ráadásul az országok szélesebb csoportja esetében is hasonló elmozdulást mutat. A világgazdaságban napjainkban zajló strukturális átalakulás, a globalizáció és az infokommunikációs forradalom érdemben átalakítja a szolgáltatások szerepét, kereskedhetőségét és termelékenységét, ami befolyásolja az elmélet feltevéseinek teljesülését is. Ezeket – különös tekintettel a piaci szolgáltatásokra – több szempont mentén értékeltük: a növekedési mintázatok alapján a modern gazdaságok növekedési pályáján a szolgáltató szektor szerepe egyre inkább felértékelődik, amit a nemzetközi és a hazai adatok egyaránt alátámasztanak. Az aktuálisan zajló megatrendek – globalizáció, digitalizáció, technológiai fejlődés, mesterséges intelligencia – gyorsítják a szolgáltatások termelékenységénövekedését, emellett a fogyasztói szokások megváltozását és a szolgáltatások globalizálódását okozzák. A szolgáltató szektort érintő új strukturális elmozdulások az elmülethez kapcsolódó feltételeket is átalakítják, mellyel gyengítik a Balassa–Samuelson-hatás gyakorlati érvényesülését.*

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** E31, F15, F18, F43, F63, O10, O30

**Kulcsszavak:** szolgáltatások, infláció, Balassa–Samuelson-hatás, növekedés, globalizáció, megatrendek, termelékenység

---

\* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

Tengely Veronika a Magyar Nemzeti Bank közgazdasági elemzője. E-mail: [tengelyv@mnbb.hu](mailto:tengelyv@mnbb.hu)

A magyar nyelvű kézirat első változata 2019. szeptember 16-án érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <http://doi.org/10.25201/HSZ.19.2.527>

## 1. Bevezetés

Általánosan megfigyelt jelenség, hogy a gazdaságok fejlettsége és az árszint között pozitív kapcsolat azonosítható, ami ahhoz vezet, hogy az országok reálfelzárkózása hasonló konvergenciát eredményez az árak alakulásában is. Az egyes gazdaságok fejlettsége és az árak közötti kapcsolat megértéséhez érdemes a nemzetközi gazdaságtan olyan fontos összefüggéseire gondolni, mint a vásárlóerő-paritás. A vásárlóerő-paritás 1916-ig visszanyúló elmélete alapján a fogyasztói kosarak más országok fogyasztói kosaraiban kifejezett relatív ára időben állandó és értéke 1 (*Cassel 1916*). A gyakorlatban azonban – legalább rövid távon – sérül a vásárlóerő-paritás hipotézise, azaz a fogyasztói kosarak azonos valutában kifejezett ára nem feltétlenül lesz minden országban ugyanakkora. A témával foglalkozó tanulmányok, melyek egészen az 1970-es évekig tekintenek vissza (*Kravis et al. 1978, Rogoff 1996*), felhívják a figyelmet, hogy ezek a szisztematikus eltérések a magasabb jövedelmű („gazdagabb”) országok esetében kisebbek, míg az alacsony jövedelmű országok esetében nagyobbak lehetnek.

Az Európai Unió országainak adatain elemezve a fejlettség és az árszint összefüggését, erős pozitív kapcsolatot azonosíthatunk (*1. ábra*). Az összehasonlítás során a fejlettséget az egy főre jutó GDP-vel közelítettük vásárlóerő-alapon az EU15-höz viszonyítva. Az összehasonlítható árszint esetében is az EU15 jelentette a viszonyítási alapot, mivel ezek az országok tekinthetők a fejlett európai uniós országok csoportjának.<sup>1</sup> A 2018-as adatok alapján egyrészt igazolható az elmélet szerinti általános megfigyelés, hogy a fejlett országok összehasonlítható árszintje magasabb a fejlődő országok árszintjénél. Másfelől a regressziós egyenes azt jelzi, hogy a fejlettség több mint 80 százalékban magyarázza az árszint országok közötti eltérését.

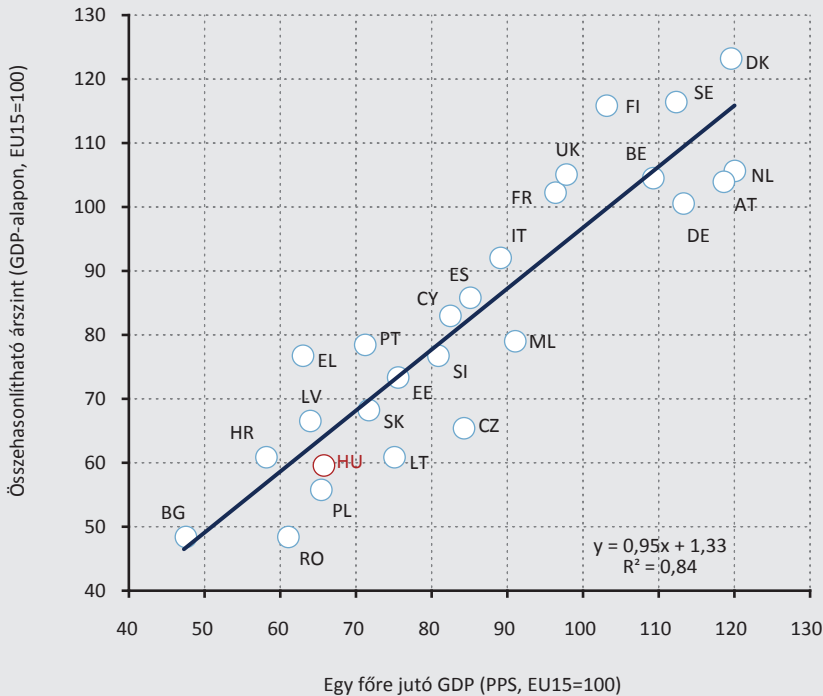
---

<sup>1</sup> Az EU15-országok csoportja azokat az országokat foglalja magában, melyek 2004. május 1. előtt már az Európai Unió tagállamai voltak. Ezek az országok: Ausztria, Belgium, Dánia, Egyesült Királyság, Finnország, Franciaország, Görögország, Hollandia, Írország, Luxemburg, Németország, Olaszország, Portugália, Spanyolország, Svédország.



1. ábra

Az összehasonlítható árszint a fejlettség függvényében 2018-ban



Megjegyzés: Az ábrán nem kerültek feltüntetésre a regressziót torzító outlier országok, Luxemburg és Írország.

Forrás: Eurostat

Szűkítve a vizsgálat fókuszát, a fejlettség és az árszint kapcsolatával foglalkozó empirikus irodalomból kiemelhetjük azokat a tanulmányokat, melyek Magyarország, illetve a kelet-közép-európai régió országait állítják vizsgálódásuk középpontjába. A reálkonvergenciával együtt járó árfelzárkózás mértékének becslésével foglalkozik Égert et al. (2005), Darvas és Szapáry (2008) és Bauer (2015). Azzal kapcsolatban, hogy egy 1 százalékos növekedési többlet mekkora átlagos árfelzárkózással jár, Égert et al. (2005) 0,8 százalékot, Darvas és Szapáry (2008) 1,0 százalékot, míg Bauer (2015) 0,5–1,0 százalékos sávot kapott eredményül.

A tanulmány szempontjából kiemelt fontossággal bíró Balassa–Samuelson-hatás (a továbbiakban B–S-hatásként is hivatkozunk rá) Balassa Béla és Paul Samuelson nevéhez fűződik, akik az 1960-as évek elején egymástól függetlenül jutottak hasonló következtetésre. A B–S-hatás „főszereplője” az egymástól jól elkülöníthető kereskedett és nem kereskedett, azaz az ipar és a szolgáltató szektor, melyek viszonyát és az ezt alakító tényezőket a tanulmány első felében vesszük górcső alá. A B–S-hatás (Balassa 1964, Samuelson 1964) szerint a kereskedelmi forgalomba kerülő iparcikkek

esetében a termelékenység bővülése tapasztalható, ami hozzájárul a szektor béreinek emelkedéséhez. Mivel az adott gazdaságon belül az egyes szektorok munkaerőpiaca nem függetleníthető egymástól, ez a bérnövekedés átgyűrűzik a szolgáltató szektorba is, ezzel hozzájárulva a – kevésbé termelékeny – szolgáltatások árainak emelkedéséhez. Az elméletet empirikusan is teszteljük az európai uniós országok körében, majd különös figyelmet fordítunk ezen országcsoporton belül a hazai és a régiós eredmények bemutatásának. Tanulmányunk ezen részének célja, hogy az időközben elérhetővé vált adatokon teszteljük a Balassa–Samuelson-hatást, az eredményeket pedig összehasonlítsuk a korábbi becslési eredményekkel.

A tanulmány második része arra a kérdésre keresi a választ, hogy melyek azok a változások, melyek a világ gazdaságaiban az elmúlt 50 évben jelentősen átalakították a szolgáltató szektort és szerepét. A gazdaságokban napjainkban zajló strukturális átalakulás, a globalizáció és az infokommunikációs forradalom olyan változásokat okoz a szolgáltatások szerepében, kereskedhetőségében és termelékenységében, melyek véleményünk szerint megváltoztatják a Balassa–Samuelson-hatás szükséges feltételeinek érvényesülését (lásd 2. fejezet). Mindezeket az egyes fejezetekben, alfejezetekben fejtjük ki részletesebben. Tanulmányunk ezen részében a globális szemlélet kerül előtérbe, mely közvetve vagy közvetlenül hosszabb távon az európai, ezen belül a régiós és a hazai folyamatokat is befolyásolja.

A tanulmány felépítése a következő: a 2. részben a Balassa–Samuelson-hatást elemezzük, és bemutatjuk a hozzá kapcsolódó hazai vizsgálatok eredményeit. A 3. és 4. fejezetek rendre a szolgáltatások szerepét, termelékenységét és kereskedhetőségét átalakító tényezőket elemzik. Végül az 5. fejezet összefoglalja legfontosabb következtetéseinket.

## **2. A Balassa–Samuelson-hatás mint az árszint és a fejlettség közötti kapcsolatot magyarázó összefüggés**

A hagyományos közgazdasági gondolkodás szerint az árszínvonalban megfigyelhető konvergencia a szolgáltatások inflációján keresztül valósul meg. Ahogyan azt a bevezetőben is írtuk, a Balassa–Samuelson-hatás szerint a kereskedelmi forgalomba kerülő iparcikkek esetében a termelékenység bővülése tapasztalható, ami hozzájárul a szektor béreinek emelkedéséhez. Ahogyan azt a bevezetőben is írtuk, a B–S-hatás értelmében mivel az országokon belül a szektorok munkapiacai nem teljesen függetlenek egymástól, az iparban tapasztalható bérnövekedés átgyűrűzik a szolgáltató szektorba, ami a szolgáltatások árának emelkedését eredményezi. Ez a folyamat azonban csak bizonyos feltevések érvényesülése mellett valósul meg.

A Balassa–Samuelson-hatás mögött hagyományosan a következő feltevések húzódnak meg (Bauer 2015:17):

- 1) „A felzárkózó országok elsősorban az ipari termelékenység javulásán keresztül zárkóznak fel, míg a szolgáltatások termelékenysége kevésbé növelhető. Példaként hozható az autógyártás és a hajvágás. Az autógyártás mint ipari jószágot előállító ágazat termelékenysége fejlettebb technológia alkalmazásával jelentősen növelhető, míg a hajvágás mint szolgáltatás termelékenysége igen hasonló lehet a fejlett és a kevésbé fejlett országokban.
- 2) Az iparcikkek ára azonos valutában kifejezve megegyezik országok között. A feltevés akkor lehet indokolt, ha a kereskedelem teljesen költségmentes, és a termékek minősége teljesen azonos. Amennyiben a kereskedelem költséges (ahogy a valóságban az), akkor csak annyi biztosított, hogy az árak hosszabb távon együttmozognak, a B–S-hatás érvényesüléséhez azonban ez is elegendő.
- 3) A bérek kiegyenlítődnek az ipari és a szolgáltató szektor között. Emögött az a feltételezés áll, hogy a munkaerő szabadon áramolhat a két szektor között (országok között viszont nem). A valóságban eltérő képzettségű munkaerőre lehet szükség a két szektorban, ami eltérő bérszintet indokolhat. A B–S-hatás érvényesüléséhez viszont elegendő az is, ha a bérek hosszabb távon együttmozognak, ami egy kevésbé megszorító feltevés.”

### 2.1. A Balassa–Samuelson-hatás szerepe a hazai árszint felzárkózásában

Az elmélethez kapcsolódó feltevések áttekintése után azzal foglalkozunk, hogy a Balassa–Samuelson-hatás szerepe miként alakult a hazai árszint felzárkózásában, amit becslési eredményeink bemutatásával illusztrálunk. Bauer (2015) tanulmányában a B–S-hatást vizsgálja Magyarországon és a régió országaiban a 2001–2013 közötti időszakban, melyet ebben a tanulmányban 2018-ig hosszabbítottunk meg. A B–S-hatás dinamikus elemzésének kiindulási pontja, hogy a kétszektoros neoklasszikus elmélet szerint az ipar és a szolgáltató szektor árainak és termelékenységeinek viszonya a következő összefüggés alapján írható le tökéletes tőkemobilitást és exogén kamatlábakat feltételezve (Obstfeld – Rogoff 1997:208):

$$\Delta p^{NT} - \Delta p^T = \frac{\mu_L^{NT}}{\mu_L^T} (\Delta prod^T - \Delta prod^{NT}), \quad (1)$$

ahol  $\Delta p^{NT}$  a szolgáltatások inflációja,  $\Delta p^T$  az iparcikkek inflációja,  $\Delta prod^T$  és  $\Delta prod^{NT}$  az átlagos termelékenységnövekedés az ipari és a szolgáltató szektorban, míg  $\mu_L^{NT}$  és  $\mu_L^T$  a munka szektorális részesedése a szolgáltató és az ipari szektorban, azzal a feltevéssel, hogy  $\frac{\mu_L^{NT}}{\mu_L^T} \geq 1$ . A változók logaritmikus differenciák, és a  $\Delta$  utal arra, hogy ennek következtében százalékos változásokat (növekedési ütemeket) kapunk.

Az összefüggés felírható a munkatermelékenység átlagos szintjére is, kihasználva a Cobb–Douglas típusú termelési függvény azon kedvező tulajdonságát, mely szerint a munka határterméke egyenlő az átlagos munkatermelékenységgel.<sup>2</sup> Ekkor

$$\frac{P^{NT}}{P^T} = \frac{\mu_L^T}{\mu_L^{NT}} \cdot \frac{Y^T}{Y^{NT}}, \quad (2)$$

ahol  $P^{NT}$  és  $P^T$  a szolgáltató szektor és az ipar árszintjeit,  $Y^T$  és  $Y^{NT}$  a kibocsátás szintjét,  $L^T$  és  $L^{NT}$  pedig a felhasznált munka mennyiségét jelöli az egyes szektorokban. Logaritmizálva a fenti egyenletet, az alábbi formulát kapjuk:

$$p^{NT} - p^T = c + (prod^T - prod^{NT}), \quad (3)$$

ahol a  $c$  konstans tartalmazza a szektorális részesedések logaritmusait.

A gyakorlatban több megközelítés létezik a Balassa–Samuelson-hatás miatti inflációs többlet empirikus becslésére, melyek egyike az egyszerű elszámolási módszer (simple accounting framework). Ekkor feltesszük, hogy a szolgáltatások többlet-inflációját az iparcikkekhez képest a szolgáltatások fogyasztói kosárban betöltött súlya határozza meg, így a termelékenység változásából fakadó inflációs többlet ( $\Delta p^{B-S} = \Delta p^{NT} - \Delta p^T$ ) az alábbiak szerint alakul (Égert 2007:7):

$$\Delta p^{B-S} = (1 - \alpha)(\Delta prod^T - \Delta prod^{NT}), \quad (4)$$

ahol  $(1 - \alpha)$  jelenti a szolgáltatások súlyát a fogyasztói kosárban. További feltétel, hogy a két szektor termelékenységi különbségében bekövetkező bármilyen változás arányos ( $\beta$ ) változást okoz a szolgáltatások relatív áraiban is (Égert 2007:7):

$$p^{NT} - p^T = \beta (prod^T - prod^{NT}), \quad (5)$$

Az egyszerű elszámolási módszer valódi lényege azonban, hogy az együtthatót ( $\beta$ ) az elméleti összefüggésnek megfelelően eleve 1-nek vesszük. A fenti egyenletek becsülhető formája, melyet Bauer (2015) becsléséhez hasonlóan használtunk:

$$\Delta p^{NT} - \Delta p^T = c + \beta (\Delta prod^T - \Delta prod^{NT}) + \varepsilon, \quad (6)$$

ahol  $c$  a konstans,  $\beta$  a termelékenység-növekedés-különbség együtthatóját,  $\varepsilon$  pedig a hibtagot jelöli. A becslés során a változók logaritmikus differenciáit használtuk, melyre a  $\Delta$  utal. Az ipari termelékenységet a feldolgozóiparra, a szolgáltató termelékenységet a kereskedelem, szállítás, szállás-vendéglátás, távközlés, pénzügy, ingatlan és szakmai szolgáltatások ágazatokra vizsgáltuk. A traded infláció alatt az iparcikkek inflációját, a nontraded infláció alatt a piaci szolgáltatások inflációját

<sup>2</sup> Bővebb levezetésért lásd Égert et al. (2006).

értjük. Az inflációs adatok korrigálva vannak az áfa-kulcs változásaival. A termelékenységek növekedésének, illetve az inflációnak a 2001–2018-as időszakra számított átlagát használtuk a becsléshez.<sup>3</sup>

A B–S-hatásra vonatkozó aktualizált becslési eredmények összhangban vannak *Bauer (2015)* eredményeivel, vagyis a *termelékenységnövekedés-különbözet és az inflációs különbség közötti összefüggés gyenge*. Ugyanakkor a magyarázó erő ( $R^2$  mutató) alakulását kellő odafigyeléssel kell kezelnünk abban az esetben, ha szerepeltetünk konstans tagot az egyenletben, illetve elhagyjuk azt (1. táblázat és 2. ábra). Ennek oka, hogy a konstans tag elhagyása esetében lényegében az elméleti összefüggést kellene visszakapnunk, amit 1 körüli együttható támasztana alá. Amennyiben elhagyjuk a konstans a regresszióból, a magyarázó erő, azaz a hagyományos értelemben számított  $R^2$  mutató értéke 0,71 lenne, ami magas illeszkedésre utalna. Ugyanakkor ezt a 2. ábra nem igazolja vissza (lásd szaggatott vonal és az adatpontok egymáshoz való viszonya). Konstans nélküli regresszió esetében a hagyományos értelemben vett  $R^2$  mutató tehát félrevezető lehet, mivel alkalmazásának feltételei nem teljesülnek.<sup>4</sup> A probléma feloldását az  $R^2$  mutató alternatív értelmezésének bevezetése ( $R^{*2}$ ) adja: ekkor a függő változó ( $\Delta p^{NT} - \Delta p^T$ ) és a függő változó regresszióból következő becslési értékei ( $\Delta \hat{p}^{NT} - \Delta \hat{p}^T$ ) közötti korrelációt emeljük négyzetre, így esetünkben a valósághoz közelebb álló, 0,19-es magyarázó erőt kapunk (amit a 2. ábrán is szerepeltettünk).

Ahogy arra *Bauer (2015)* felhívja a figyelmet – és amit a kapott eredmények is alátámasztanak –, a gyakorlatban a szektorális termelékenységnövekedési különbséthez becslési együttható értéke általában elmarad az elméleti összefüggés által indokolt 1-től. Ez a probléma áthidalható abban az esetben, ha az egyszerű elszámolási módszerrel számolunk, ahogyan azt fentebb bemutattuk. *Világi (2005)* eredményei szerint ugyanakkor, ha a B–S-elmélet klasszikus feltevéseit kiegészítjük a ragadós árakkal, illetve az erőforrás-allokáció súrlódásaival, a modellek az elméleti 1-es együtthatónál jóval kisebb együtthatót jósolnak.

<sup>3</sup> Összehasonlítható fogyasztóiár-index adatok az általunk használt traded–nontraded bontásban csak 2001-től állnak rendelkezésre valamennyi EU-országra.

<sup>4</sup> A hagyományos értelemben vett  $R^2$  mutató alkalmazásának feltétele konstans nélküli esetben, hogy a magyarázó változó(k) nulla értéke mellett a függő változó (jelen esetben a szektorális inflációs különbség) átlaga zérus, azaz a hibatag átlaga nulla.

## 1. táblázat

## A Balassa–Samuelson-hatás becslése konstans taggal és anélkül

Függő változó: szektorális inflációs különbözet

	R <sup>2</sup>	
	Együttható	Standard hiba
Szektorális termelékenységnövekedési különbözet	0,342*	0,148
Konstans	2,406	0,375

Függő változó: szektorális inflációs különbözet

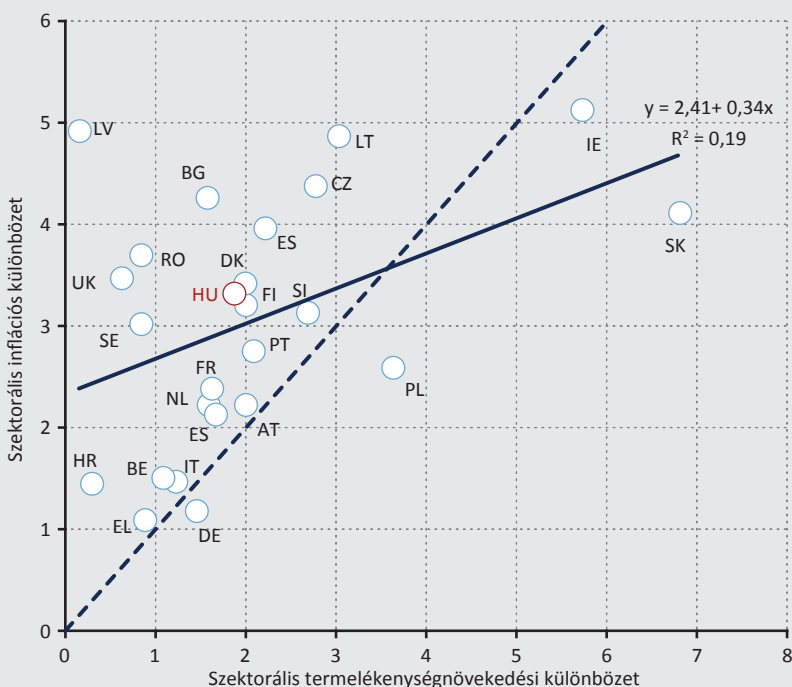
	R <sup>2</sup>	
	Együttható	Standard hiba
Szektorális termelékenységnövekedési különbözet	1,108***	0,143

Megjegyzés: Ciprus és Luxemburg nélkül. A \*\*\* az 1 százalékon, míg a \* a 10 százalékon szignifikáns együtthatókat jelöli. Becslési horizont: 2001–2018. A konstans nélküli esetben alternatív R<sup>2</sup> definíciót használtunk.

Forrás: Eurostat, Magyar Nemzeti Bank (MNB) becslése

## 2. ábra

## A piaci szolgáltatások és az iparcikkek közötti inflációs különbözet az ipar és a szolgáltatások termelékenységi különbözetének függvényében



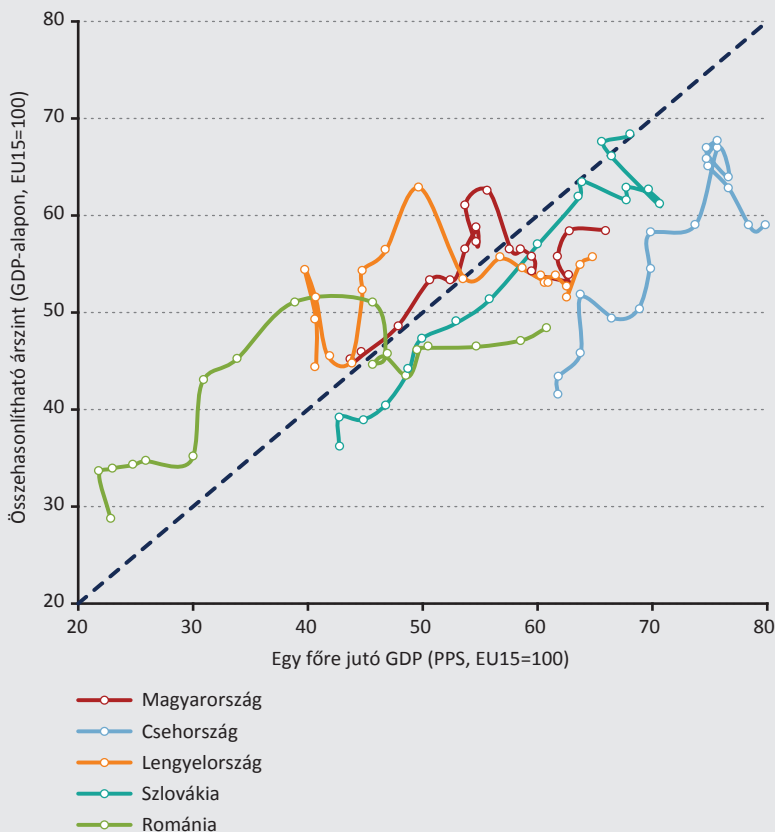
Megjegyzés: Ciprus és Luxemburg nélkül. 2001–2018, éves átlagos százalékos növekedési különbözet

Forrás: Eurostat, MNB

Az árszint felzárkózásának az elmúlt, közel két évtizedben tapasztalható alakulását megvizsgáltuk hazánk és a többi régiós ország körében is (3. ábra). A gazdasági felzárkózással összhangban a relatív árszint emelkedését figyelhettük meg egészen a gazdasági és pénzügyi válság kitöréséig: 2009-et követően ugyanis mind a reál-gazdaság, mind pedig az árak konvergenciája némiképp lelassult.

3. ábra

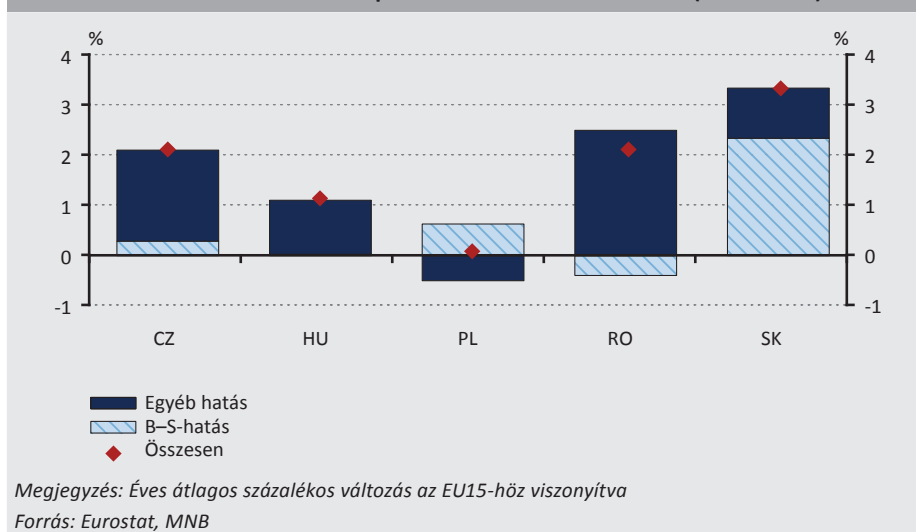
Hazánk és a többi régiós ország árfelzárkózása az EU15-höz képest a fejlettség függvényében (2001–2018)



Forrás: Eurostat, MNB

A vizsgált időszak éves átlagos, az EU15-országokhoz viszonyított árfelzárkózását Bauer (2015) számításaihoz hasonlóan felbontottuk aszerint, hogy abban mekkora volt a B–S-hatás, illetve egyéb hatások szerepe (4. ábra). Összességében a kapott eredmények azt mutatják, hogy a fejlettség–árszint kapcsolatot – bár az jelentősen hozzájárult a régiós országok árfelzárkózásához – empirikusan kevésbé magyarázza a B–S-hatás, amennyiben hazánkat és a többi régiós országot helyezzük a vizsgálódásunk középpontjába.

**4. ábra**  
**A Balassa–Samuelson-hatás szerepe az árszint felzárkózásában (2001–2018)**



## 2.2. A Balassa–Samuelson-hatás becslési eredményeinek értékelése

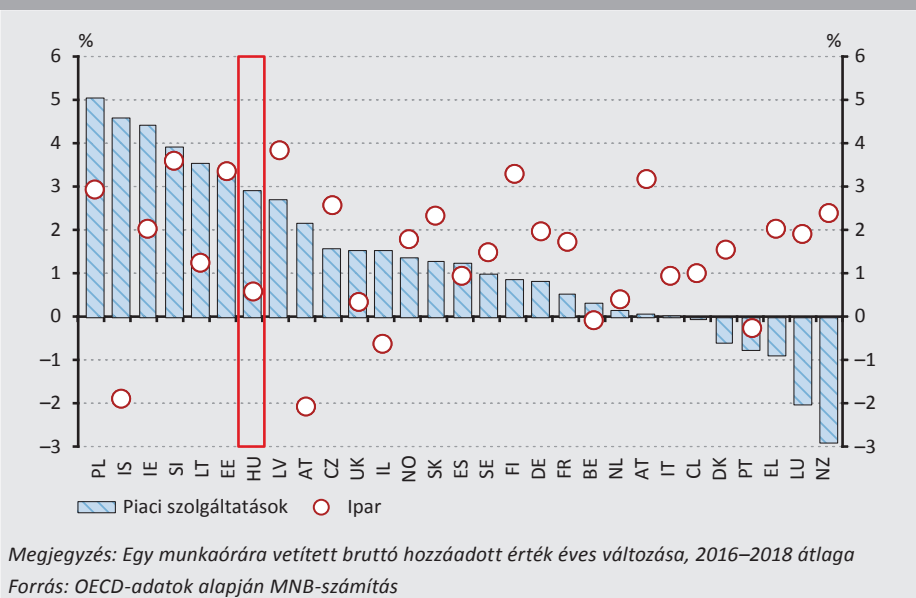
Az időközben rendelkezésre álló éves adataival meghosszabbított és felfrissített becslési eredmények a fentiek alapján a korábbi becslésekhez hasonló konklúzióra vezettek, ugyanis a Balassa–Samuelson-hatást csak gyengén támasztották alá. Felmerül a kérdés, hogy ennek vajon mi állhat a hátterében. A kérdés megválaszolásához érdemes átgondolni, hogy az elmülethez kapcsolódó hagyományos feltevések napjainkban is megállják-e a helyüket, vagy kiegészítésre, módosításra szorulnak.

A világ gazdaságaiban az elmúlt 50 évben olyan változások mentek végbe, melyek a szolgáltató szektort és szerepét érdemben átalakították, gyengítve a Balassa–Samuelson-hatás szükséges feltételeinek érvényesülését. Az első feltevés szerint a szolgáltatások termelékenysége kevésbé növelhető, ami napjainkban – sőt a későbbiek során – már nem állja meg a helyét. A piaci szolgáltatásokat korábban az jellemezte, hogy a termelékenység-bővülés historikusan az iparhoz képest visszafogottan alakult. Az elmúlt néhány év adatai alapján azonban ebben változás következhetett be, amit az adatok is alátámasztanak: az OECD-országok körében ugyanis a piaci szolgáltatások termelékenysége számos országban érdemben emelkedett, és felülmúlta az ipari szektor termelékenység-bővülését (5. ábra). Előretéktve, az új innovációs hullám és az új ipari forradalom vívmányai tovább növelhetik a szolgáltatások termelékenységét. Emellett, ha felfelé korrigáljuk a szolgáltató szektor kereskedelmére és hozzáadott értékére vonatkozó statisztikák mérési hibáit (ahogyan arról részletebben a későbbi fejezetekben lesz szó), ugyancsak arra az eredményre jutunk, hogy a korábbi következtetés már nem állja meg a helyét.



5. ábra

Az ipar és szolgáltató szektor termelékenységének elmúlt időszaki alakulása



A munkaerő országok közötti szabad áramlására vonatkozó megállapítás is egyre inkább érvényét veszti, melyre a legkézenfekvőbb példa az Európai Unió belüli szabad munkaerő-áramlás. A globalizáció és a globális értékláncokat érintő strukturális átalakulás alapjaiban változtathatta meg a szolgáltatások azon tulajdonságait, melyek a B–S-hatás érvényesüléséhez szükségesek: mivel a szolgáltatások egyre nagyobb arányban épülnek be az előállított árukba, az iparcikkek és a szolgáltatások egymástól való elkülönítése egyre nehezebb. Mindemellett a szolgáltatások nem kereskedhető jellegére vonatkozó megállapításokat is érdemes átértékelni. Ezen változásokat, illetve a változások háttérében meghúzódó okokat részletesen a következő fejezetekben tárgyaljuk.

A Balassa–Samuelson-hatást az irodalom egyéb kutatási eredményei sem igazolják egyértelműen. A tanulmányok egy része a B–S-hatást az Európai Unió, illetve az eurozóna országaiban éves szinten 0–2 százalékpont közé helyezi, pl. Mihaljek – Klau (2008), aki az 1996 I. negyedév–2008. I. negyedév közötti időszakban végzett erre vonatkozóan becsléseket 11 KKE-országra. Égert (2010) becslése alapján ez a hatás az EU 23 tagállamát vizsgálva éves szinten 2 százalékpont alatt van az 1998–2007 közötti időszakban, és az esetek többségében közelebb áll a 0-hoz. A becslési eredményeket ugyanakkor bizonytalanság övezi, ami elsősorban a szektorális besorolásból, illetve a munkaerő termelékenységének mérőszámából<sup>5</sup> ered.

<sup>5</sup> A munkaerő termelékenységének mérőszámát a munkavállalók létszáma vagy a ledolgozott órák száma alapján határozzák meg.

*Frensch és Schmillen (2011)* szerint a B–S-hatás empirikus igazolására a szakirodalomban nem mutatkozik konszenzus. Az eltérő eredmények hátterében alapvetően mérési hibák állnak, melyek főként a kereskedett (tradable) és a nem kereskedett (nontradable), azaz az iparcikkek és a szolgáltatások szektorában mért termelékenységekhez kapcsolódnak. A termelékenység mérési hibája két forrásból ered: egyrészt a szektorális termelékenység méréséhez a teljes tényezőtermelékenységet kellene használni, aminek pontos megállapítása bizonytalan. Másfelől a B–S-hatást vizsgáló irodalomban azt, hogy melyek a kereskedett és nem kereskedett tevékenységek, ad hoc módon határozzák meg, továbbá felteszik, hogy a kereskedhetőség a vizsgált időszakban nem változik. A valóságban azonban a szállítási költségek csökkenése lehetővé teszi, hogy egyre több termékkel lehessen kereskedni. A mérési hibákat *Del Hoyo et al. (2017)* kiegészíti azzal, hogy a globális értékláncok térnyerésével egyre nehezebb elválasztani egymástól a tradable és a nontradable szektort, mivel az elmúlt időszakban a szolgáltatások érdemben kereskedhetővé váltak, a B–S-hatás eredményei pedig érzékenyek a két szektor csoportosítására.

### **3. A szolgáltatások szerepét és termelékenységét átalakító új tényezők**

*A Balassa–Samuelson-hatás vizsgálatát és klasszikus feltevéseinek érvényesülését megnehezítik a modern gazdaságokban zajló strukturális változások, a globális értékláncok térnyerése, illetve a technológiai újítások. Ezek azok az új tényezők, amelyek átalakítják a szolgáltatások szerepét, és kihatnak a szektor termelékenységére is. A gazdasági fejlődéssel párhuzamosan zajló strukturális átalakulás során a gazdasági ágazatok növekedésben betöltött szerepe fokozatosan átrendeződik. Különösen az ipar és a szolgáltató szektor esetében bekövetkező változások hangsúlyosak, mivel ezek elkülöníthetősége és egymáshoz viszonyított termelékenysége adja a Balassa–Samuelson-elmélet alapját, továbbá indokolja a két szektor inflációs különbözetét. Napjaink megatrendjei közül a szolgáltatások globalizációja és a digitalizáció a leginkább érintett szolgáltatáscsoportokban az árak csökkenését támogatja, mert lehetőséget teremt a vállalatok számára a költségeik csökkentésére és ennek érvényesítésére az árakban is. A technológiai fejlődés és az ezzel együtt járó újítások hozzájárulhatnak a szolgáltató szektor termelékenységének növekedéséhez, ami szintén az árak csökkenését és így a szolgáltatások és az iparcikkek árkülönbözetének mérséklődését támogatja. A tanulmány további részében ezeket a folyamatokat járjuk körül egy általánosabb szemléletben, és megpróbáljuk megválaszolni, de legalábbis megérteni, hogy a hagyományos B–S-hatás miért gyengülhetett meg napjainkra. Emellett szeretnénk rávilágítani olyan témákra, melyek fontosak lehetnek a gazdasági, illetve az árazási folyamatok megértésében. Ahol van rá lehetőség, bemutatjuk a hazai vonatkozásokat, eredményeket is.*

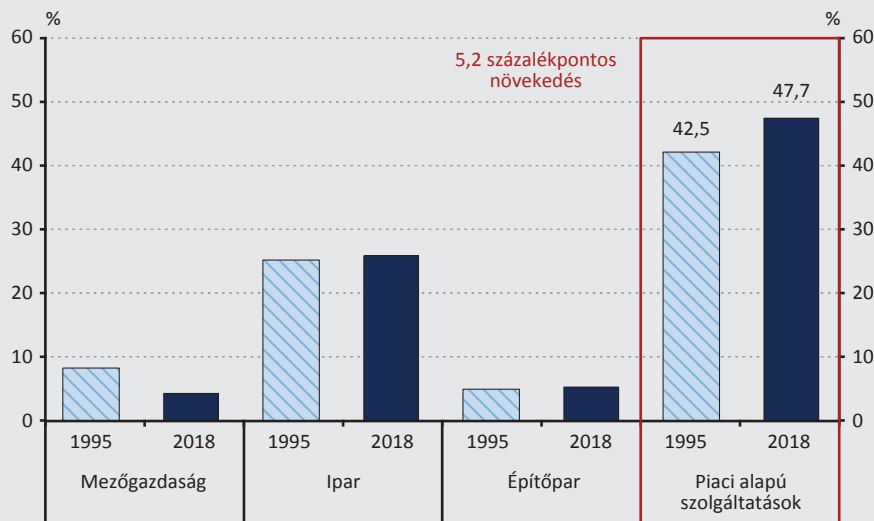
### 3.1. Szektorális átrendeződés a modern gazdaságok növekedési pályáján

A termelés és a foglalkoztatás szektorok közötti szerkezetének változását a hosszú idősorokon végzett empirikus vizsgálatok is igazolják. *A nagy szektorális átrendeződést alapvetően két tényező hajtja: egyrészt az egyes szektorok termelékenységének növekedése jelentősen eltérhet egymástól (kínálati hatás), másrészt az egyes termékek és szolgáltatások jövedelemrugalmassága szintén különbözik (keresleti hatás) (Gabardo et al. 2017). Herrendorf és szerzőtársainak 2013-ban megjelent tanulmánya 11 fejlett ország 19. századig visszamenő adatait felhasználva azt vizsgálta, hogyan változtak a szektorális foglalkoztatottsági és hozzáadottérték-arányok a gazdasági fejlettség függvényében. A fejlődés kezdeti szakaszán az agrárszektor a meghatározó – ezen ágazat bír a legnagyobb foglalkoztatási részaránnyal –, a későbbiek során azonban a mezőgazdaság részesedése számottevően mérséklődik. Ezzel szemben az ipari szektor esetében az ágazat súlya fordított U-alakot ír le, azaz a fejlődés egy bizonyos pontjáig emelkedik a foglalkoztatottságon belüli részarány, majd csökken. A szolgáltatások gazdasági súlya a fejlettséggel párhuzamosan folyamatosan emelkedik. Ráadásul kimutatható egy gyorsuló növekedési pálya annál a pontnál, amikor az ipar elérte a hozzáadott érték és foglalkoztatási részarányának csúcsát a vizsgált időintervallumon belül. A folyamatra nagy strukturális átrendeződésként szokás hivatkozni, és Kuznets (1966) úttörő munkásságát követően a növekedéstudomány egyik fontos kutatási területe lett. A változások hátterében összességében alapvetően az áll, hogy alacsony fejlettségi szinten a háztartások lényegében csak mezőgazdasági termékekre költik a jövedelmüket. Közepes fejlettségi szinten az ipari termékek részesedése eléri az 50 százalékot, majd, magasabb fejlettségi szinteken a bár lassan növekvő, de magas jövedelemrugalmasságú szolgáltatások a végső fogyasztásban háttérbe szorítják az ipari termékeket.*

Megvizsgáltuk, hogy a magyar gazdaságban is jelentkeznek-e hasonló mintázatok. A hazai gazdasági hozzáadott értékben betöltött súlyok változását elemezve azt tapasztalhatjuk, hogy *a mezőgazdaság súlya csökkent, míg az ipar és az építőipar súlya lényegében nem változott az elmúlt két évtizedben (6. ábra).* Az ipar esetében valamelyest eltérő képet kapunk a globális folyamatokhoz viszonyítva, ami az ágazat gazdasági súlyának csökkenését jelentené. A stabilitást az ipar alágazatai között lezajlott átrendeződés magyarázza. Míg az 1990-es években az iparon belül a bányászat érdemi szerepet töltött be, ez a szerep a 2000-es években mérséklődött, miközben a járműgyártás egyre nagyobb részesedéshez jutott. Mivel a két folyamat ellensúlyozta egymást, az ipar súlya stabilan 25 százalék körül alakult. *A piaci szolgáltató szektor gazdasági szerepének felerősödését ugyanakkor megerősíti, hogy a gazdasági hozzáadott érték egyre növekvő részét ez a szektor állítja elő.* 1995-höz viszonyítva a piaci szolgáltatások súlya a hazai GDP-n belül 2018-ra 5,2 százalékponttal emelkedett.

6. ábra

A gazdasági ágazatok hazai hozzáadott értékben betöltött súlyának változása



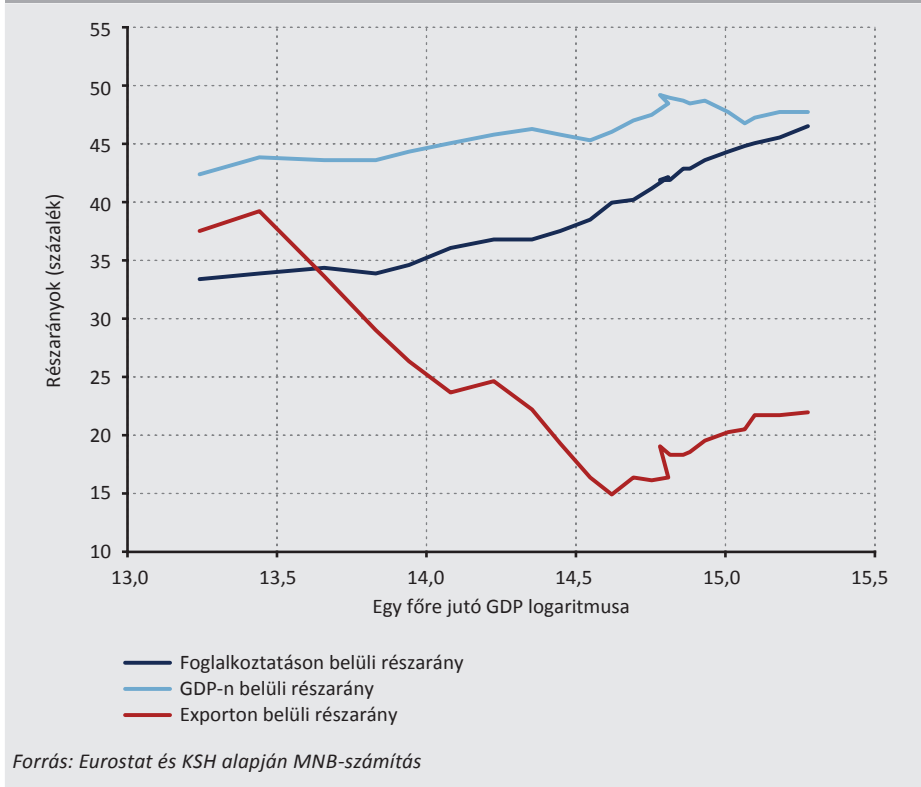
Megjegyzés: Termékdók és -támogatások nélkül vett GDP-adatokból számítva

Forrás: KSH-adatok alapján MNB-számítás

Mivel a strukturális átalakulás „nyertese” a szolgáltató szektor lehet, a szolgáltatásokat a hozzáadott értékben képviselt súly mellett a különféle részarányok és a fejlettség viszonylatában is megvizsgáltuk. Az 1995–2018 közötti időszakban *hazánk adatait vizsgálva a piaci alapú szolgáltatások foglalkoztatáson belüli részaránya a fejlettséggel párhuzamosan évről évre emelkedett (7. ábra)*. Hasonló mintázatot követ a szolgáltatások exporton belüli részarányának alakulása is az új növekedési ciklusban.

## 7. ábra

A piaci szolgáltató szektor különféle részarányainak és a gazdaság fejlettségének kapcsolata Magyarországon (1995–2018)



### 3.2. Az új technológiák a szolgáltatások termelékenységét érdemben befolyásolják

A szolgáltatások gazdasági szerepének felerősödése mellett érdemes kitérni az új technológiák jelentette változásokra, melyek alapvetően a szolgáltatások kereskedelmére, illetve termelékenységére lehetnek hatással. Ezek a Balassa–Samuelson-keletrendszerhez képest mindenképpen olyan újdonságok, melyeket korábban nem lehetett figyelembe venni a feltevések érvényesítése során.

A változás jellegét tekintve három fő csoportba sorolhatjuk a technológiákat (McKinsey 2019).

1) *A tranzakciós költségeket csökkentő technológiák gyökere az alacsony költségű digitális kommunikációban rejlik.* Ez bizonyos esetekben a tranzakciós költségek mellett a logisztikához kapcsolódó költségeket is mérsékli. *A költségek csökkenésének egyértelmű eredménye a szolgáltatásexport bővülése, miközben az árukereskedelmet inkább visszafogja.* Ilyen technológiának számít például a dolgok

internete, az automatizált dokumentumfeldolgozás, az önvezető autók, az e-kereskedelem, a felhőalapú szolgáltatások vagy a blockchain.

- 2) *A termelést megváltoztató technológiák központi eleme az automatizáció és bizonyos mértékig a mesterséges intelligencia.* Ezek a technológiák (például a robotizált folyamatautomatizálás vagy a 3D nyomtatás) segíthetnek abban, hogy a termelési folyamat és a fogyasztó közötti útvonal lerövidüljön, ami által a szolgáltatások kereskedelme fokozódhat az árukereskedelemhez viszonyítva. Ugyanakkor az automatizáció kiválthat bizonyos munkafolyamatokat és állásokat. Így például a virtuális asszisztensek megjelenése a szolgáltatásexport bővülése ellen hat, mivel ezt a szolgáltatást többé már nem szükséges kiszerveznie a vállalatnak.
- 3) Az utolsó csoportot *a jelenlegi termékeket átalakító technológiák képezik.* A folyamat eredményeként új termékek jönnek létre, melyek korábban nem ismert lehetőségeket teremtenek az áruk és szolgáltatások kereskedelmében. A távgyógyítás vagy a különféle streaming szolgáltatások jó példái a folyamatnak. Előretételezve, a nagy sebességű 5G vezeték nélküli hálózatok forradalmasíthatják a szolgáltatások exportját.

Mindezek következtében a szolgáltató szektor termelékenységének jelentős növekedését tapasztalhatjuk az elkövetkező időszakban, ami ellentmond a B–S-elmélet 1. feltevésének. Ugyanakkor továbbra is igaz marad, hogy az elmélet értelmében mérséklődhet az iparhoz viszonyított termelékenységi különbség, ami pedig az inflációs differenciában is hasonló irányú változást okozhat.

#### **4. A szolgáltatások kereskedhetőségét átalakító tényezők**

A szolgáltatások globalizálódása fontos jelenség a világgazdaságban, melynek háttérben új megatrendek és magyarázó tényezők húzódnak meg: a globális értékláncok felépülése, az új technológiák, a digitalizáció, a platform alapú gazdaság, a turizmus és a mobilitási költségek csökkenése, illetve egyfajta szemléletváltás, az „én-idő” felértékelődése. Ezek a változások a szolgáltatások és az ipar egyre nagyobb fokú összefonódását eredményezhetik, így egyre nehezebbé válhat a két szektor termékeinek és szolgáltatásainak elkülönítése. Ennek következtében a Balassa–Samuelson-hatás vizsgálatára irányuló becslések bizonytalansága növekedhet, mivel az eredmények érzékenyek a traded–nontraded csoportosításra, ahogyan arra a téma nemzetközi irodalma is felhívja a figyelmet. Emellett számíthatunk a szolgáltatások nem kereskedhető jellegének „oldódására” is, amit a kereskedelmi statisztikák (korrigált) adatai és a globális értékláncok strukturális átalakulása is megerősít.

A szakirodalomban az elmúlt időszakban sorra jelentek meg a szolgáltatások globalizációjával foglalkozó tanulmányok, köztük az OECD (*Miroudot – Cadestin 2017*) és a Világbank (*Heuser – Mattoo 2017*) részéről is. A szakirodalom által a feldolgozóipar

szervizifikációjának nevezett jelenség *Miroudot és Cadestin (2017)* definíciója szerint azt jelenti, hogy *a feldolgozóipar egyre inkább függővé válik a szolgáltatásoktól*, mivel azok inputként vagy a végtermékhez (az előállított áruhoz) kapcsolódva beépülnek a gyártási folyamatba. Ezt megerősítik *Lanz és Maurer (2015)* eredményei is, akik azt vizsgálták, hogy a szolgáltatások hozzáadott értéke az iparcikkexport mekkora részét teszi ki. Becsléseik alapján a fejlett országokban a szolgáltatások hozzáadott értéke az iparcikkexport közel harmadát adja, míg a fejlődő országokban ez az érték 26 százalék. *A szervizifikáció, kiegészülve a digitalizációval és az új technológiák elterjedésével, lehetőséget teremt a feldolgozóipari vállalatok számára a hagyományosan alkalmazott értékteremtési folyamataik átalakítására és kibővítésére.* Ez az átalakulás a manapság jellemző fogyasztóközpontúság és a globális értékláncok új generációjának következménye. Az új generációs értékláncokban ugyanis a vállalatok célja a termék és a fogyasztó közötti útvonal időbeli rövidítése, miközben egy olyan terméket juttatnak el a fogyasztóhoz, amely a lehető legjobban megfelel (gyorsan változó) igényeinek. *Lanz és Maurer (2015)* eredményei alapján a termelés kezdetétől a végső felhasználásig az iparcikkek átlagosan 4,45 termelési fázison esnek át, miközben a szolgáltatások esetében ez a szám csupán 3,66. Ez azt jelenti, hogy a szolgáltatások sokkal gyorsabban érnek el a fogyasztókhoz. A tapasztalatok alapján a sikeres vállalatok a vevőkövetésre, azaz a vásárlás utáni kapcsolattartásra is nagy figyelmet fordítanak, mivel ez biztosítja a jövőbeli vásárlásokat. *Összességében az új típusú értékláncok sokkal inkább épülnek a szolgáltatásokra, mint a hagyományos árukereskedelemre.*

*Hagyományos értékláncok alatt azon tevékenységek és folyamatok sorozatát értjük, melyek lehetővé teszik, hogy egy termék az ötlet szintjéről a tervezésen és a kivitelezésen át formát öltve eljusson a végső felhasználóhoz, azaz a fogyasztóhoz.* A múltban ez a folyamat egy adott vállalaton vagy országon belül zajlott le, a globalizáció azonban az értékláncokat is kiterjesztette, és napjainkban a globális értékláncok esetén (global value chains, GVC-k) a termelés különféle fázisai más-más országban, földrajzilag széttagolva mennek végbe. Ennek a széttagoltságnak köszönhetően lehetőség van a tudás megosztására, ami növeli a globális értékláncok hatékonyságát, és hozzájárul a hozzáadottérték-növeléshez is. Mind a Világbank, mind pedig az OECD hangsúlyozza, hogy a GVC-k arra ösztönzik a vállalatokat, hogy a globalizáció által elhárított földrajzi és kereskedelmi akadályokat a termelési folyamatok átszervezésével a lehető legelőnyösebb és leghatékonyabb módon használják ki.

*A globális értékláncok kiépülése és dinamikus bővülése főként a 2000-es évek elején volt megfigyelhető, és a válság idején, valamint az azt követő időszakban ez a növekedési ütem stabilizálódást, vagy csak mérsékelt bővülést mutatott. A McKinsey 2019 januárjában megjelent tanulmánya szerint a globális értékláncokban jelenleg ötféle strukturális átalakulás zajlik:*

- 1) *Az árutermelő értékláncok kereskedelmi intenzitása csökken:* a kereskedelmi intenzitás – amit a tanulmányban a bruttó export bruttó kibocsátáshoz viszonyított arányként definiálnak – valamennyi árutermelő értékláncban csökkent az elmúlt időszakban, ugyanakkor ez nem jelenti azt, hogy a globalizáció szerepe mérséklődne. A folyamat hátterében az áll, hogy Kína és a többi fejlődő ország az általuk előállított termékek egyre nagyobb részét elfogyasztja, így az exportálható mennyiség csökken.
- 2) *A kereskedelmen alapuló munkaerőköltség-arbitrázs egyre kevésbé fontos:* napjainkban a globális árukereskedelem több mint 80 százaléka már nem egy alacsony munkaerő-költségű országból irányul egy magas munkaerő-költségű ország felé, ami azt tükrözi, hogy ez a szempont veszített korábbi jelentőségéből.
- 3) *A globális értékláncok globálisból regionálissá válnak:* a regionális értékláncok felé történő elmozdulás leginkább az innovációra épülő értéklánckra jellemző. Ezekben ugyanis döntő fontosságú a fogyasztókhöz való közelség a „just-in-time” rendszer miatt.
- 4) *A globális értékláncok sokkal inkább tudás-intenzívvé válnak.*
- 5) *A szolgáltatások szerepe a globális értékláncokban növekszik, érdemben azonban alábecsült.*

Vizsgálódásunk szempontjából az utolsó, szolgáltatásokat érintő átalakulás (5. pont) a leglényegesebb, így ezt a *4.1. alfejezetben* bővebben is kifejtjük.

#### **4.1. A szolgáltatások növekvő szerepe a globális értékláncokban**

A globális kereskedelmet tekintve a rendelkezésre álló UNCTAD-adatok alapján számítva<sup>6</sup> *2007 és 2017 között a világszintű árukereskedelem 4,4 százalékkal bővült, miközben a szolgáltatások kereskedelme ezt a növekedési ütemet közel másfélszeres mértékben (5,7 százalék) meghaladta.* Változatosabb képet kapunk, ha részletesebben is megvizsgáljuk bizonyos szolgáltatáscsoportok növekedési ütemének alakulását. A legmagasabb – az árukereskedelemtől másfél, kétszer nagyobb – bővülést a telekommunikációs és IT (7,8 százalék), valamint az üzleti szolgáltatások (6,9 százalék), illetve a szellemi tulajdonjogok (7,3 százalék) mutatták. Ez a mintázat jól tükrözi a napjainkban zajló technológiai fejlődést és a digitalizáció térnyerését.

*A szolgáltatásexport mérését azonban számos tényező nehezíti,* így felmerül a kérdés, hogy a szolgáltatások szerepét a rendelkezésre álló kereskedelmi statisztikák helyesen mutatják-e. Ezt egyrészt az indokolja, hogy a szolgáltatások egyre növekvő részét adják a kereskedett áruk értékének, másfelől pedig a vállalatokon, illetve

---

<sup>6</sup> A bekezdésben bemutatott számszaki adatokat az UNCTAD Stat nemzetközi áru- és szolgáltatáskereskedelemre vonatkozó adatbázisa alapján számítottam. Az adatbázis elérhetősége: [https://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx?sCS\\_ChosenLang=en](https://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx?sCS_ChosenLang=en)



vállalatcsoportokon belül lebonyolított immateriális eszköz-kereskedelem – szoftverek, márkák, szellemi tulajdon stb. – a statisztikákban torzítva szerepel. A további okok között említhetjük az ingyenes digitális szolgáltatások által teremtett értéket, illetve, hogy a szolgáltatások és az áruk közötti, korábban éles határvonal egyre inkább elmosódik, mivel manapság az árukat és a szolgáltatásokat egymáshoz kapcsolva értékesítik (például car sharing, bike sharing vagy parkolási szolgáltatások). Emiatt a szolgáltatások és a feldolgozóipari ágazatok hozzáadott értékének mérése bonyolultabbá válik. A statisztika jelenleg a gazdasági tevékenységek ágazati besorolását az elsődleges tevékenység alapján dönti el. Az árukapcsolás, illetve a feldolgozóipari vállalatok által nyújtott szolgáltatások – melyek adott esetben jelentős bevételi forrásként szolgálnak –, érdemi torzítást okozhatnak a statisztikában (MNB 2017).

*A 2017-es adatok alapján a szolgáltatások hozzáadott értéke a globális kereskedelemben 5,1 trillió dollár volt (McKinsey 2019). Számos tényező figyelembevételére azonban módosíthatja a statisztika által mért hozzáadott értéket. A szervizifikáció eredményeként az árukereskedelembé ágyazott szolgáltatások becsült hozzáadott értéke 4,3 trillió dollár, ami a globális szolgáltatás kereskedelem hozzáadott értékének több, mint 80 százaléka. További korrekciós tétel a külföldi leányvállalatoknak nyújtott immateriális eszközökből származó hozzáadott érték (0,8 trillió dollár). A különféle szoftverek, brandek, operatív folyamatok vagy bizonyos dizájn-elemek a vállalatokon vagy vállalatcsoporton belül jelentős értéket képviselnek, amelyeket egészen addig nem lehet megfelelően beárázni, ameddig szellemi tulajdonjog-védelem alá nem kerülnek. Ez azonban sok esetben nem történik meg. Végül a külkereskedelmi statisztikák nem képesek felmérni azt az értéket sem, amelyet az ingyenes, határon átvéelő digitális szolgáltatások teremtenek a felhasználók számára (3,2 trillió dollár). Összességében valamennyi, a statisztikák által vélhetően alulbecsült vagy fel sem mért tétel 8,3 trillió dollár extra-hozzáadottértéket jelentene a szolgáltatások szempontjából. Így a szolgáltatások korrigált hozzáadott értéke (13,4 trillió dollár) enyhén meghaladná az árukereskedelem hozzáadott értékét (13,0 trillió dollár) a globális kereskedelemben.*

#### **4.2. Az új megatrendek hatása a szolgáltatások kereskedhetőségére**

Bár a globális értékláncok kiépülése fontos szerepet tölt be a szolgáltatások kereskedhetőségének növelésében, illetve az ipar és a szolgáltató szektor összefonódásában, az új megatrendek szerepét is figyelembe kell venni ebben a folyamatban. A platformalapú gazdaság, a turizmus és a mobilitási költségek csökkenése, illetve az „én-idő” felértékelődésére épülő szemléletváltás is hozzájárul a szolgáltatások tulajdonságairól alkotott „hagyományos” kép átalakításához.

A platformalapú gazdaság esetében az internet segítségével olyan többoldalú digitális keretrendszer jön létre, mely lehetővé teszi, hogy a résztvevők – azaz a kereslet és a kínálat – interakcióba léphessenek egymással. A platformalapú gazdaság határait szokás úgy is említeni, mint a globalizáció egy újabb hullámát. Platformalapon

működik például az Amazon, a Google, Facebook vagy az Alibaba. A szolgáltatások kereskedhetőségének fokozásához jelentős mértékben hozzájárul, hogy ezeken a digitális platformokon rengeteg különféle típusú tranzakció bonyolítható le, és előretekintve, a hagyományos gazdasági és piaci működés korlátai egy digitális alapon működő gazdaságban, illetve piacon gyakorlatilag megszűnnek.

A platformalapú gazdaság mellett az élményalapú gazdaság térnyerése is hat a szolgáltatások kereskedhetőségére. Az élményalapú gazdaságban az „én-idő” felértékelődik, és nagyobb igény keletkezik a szolgáltatások fogyasztására. Ezzel kapcsolatban kiemelkedő fontossággal bír a turizmus és a hozzá kapcsolódó szolgáltatások. Napjainkra a fogyasztói szokások átalakultak, és különösen a fiatalabb generációk (Y, Z és Alfa) számára a tárgyak birtoklásánál sokkal fontosabb az élménygyűjtés. A turizmus fellendülésében a mobilitási költségek érdemi csökkenése is szerepet játszik, különös tekintettel a repülésre. Manapság a fapados légitársaságok kedvező ajánlatai révén egyre szélesebb rétegek számára válik elérhetővé ez az utazási forma, ami megváltoztatja a szolgáltatásokról kialakult, évtizedekkel ezelőtti gondolkodást, miszerint a szolgáltatások az iparcikkekhez képest kevésbé kereskedhetők. Napjainkban tehát ésszerű költséghatárokon belül bárki bárhová elutazhat azért, hogy igénybe vegyen egy szolgáltatást, legyen az szórakozás vagy adott esetben fogászati beavatkozás.

Fel kell ugyanakkor hívni a figyelmet arra, hogy a szolgáltatáskereskedelem további fokozódása elé olykor az egyes országok eltérő szabályozása akadályokat görgtet. Ezzel kapcsolatban *Heuser és Mattoo (2017)* két részre osztja a szabályozás miatt felmerülő nehézségeket: direkt szabályozásra és a szabályozásban lévő különbségekre. Előbbi esetben az adott jogi vagy egyéb szabályozás közvetlenül akadályozza a szolgáltatások határon túli terjeszkedését, amire jó példa lehet a telekommunikáció esete, mivel ebben a szektorban többnyire monopolhelyzet vagy egy meglehetősen zárt piac alakul ki. Az egyes országok szabályozási különbségei legfőképpen az áruk és szolgáltatások kompatibilitását csökkenti, miközben hozzájárul a tranzakciós költségek növeléséhez. A szabályozásban rejlő eltérések adnak magyarázatot arra, hogy a GVC-k miért nem (vagy csak lassan) épültek fel olyan ágazatokban, mint az oktatás vagy az egészségügy.

## 5. Összefoglalás és következtetések

Ahogy arra a tanulmány bevezetőjében felhívtuk a figyelmet, általánosan megfigyelt jelenség, hogy a gazdaságok fejlettsége és az árszint között pozitív kapcsolat azonosítható. Az Európai Unió országait elemezve az empirikus tények megerősítették a fejlettség és az összehasonlítható árszint közötti pozitív kapcsolatot. Korábbi eredmények alapján a jelenség egyik oka a Balassa–Samuelson-hatás lehet, mely szerint az árszínvonalban megfigyelhető konvergencia a szolgáltatások inflációján

keresztül valósul meg. Tanulmányunkban a becslési eredmények alapján arra következtethetünk, hogy az európai uniós országok, és szűkebb értelemben, hazánk esetében a tankönyvi B–S-hatás – a korábbi eredményektől eltérően – egyre kevésbé mutatható ki, így az árfelzárkózás folyamatát egyre kevésbé magyarázhatja. A kapott eredmények háttérében véleményünk szerint az áll, hogy *a szolgáltatások jellemzői és így az elmélet alapfeltevései érdemben megváltoztak*. A tanulmányban ennek megfelelően kiemelt figyelmet szenteltünk a megváltozott feltevések elemzésének – különös tekintettel a piaci szolgáltatásokra – és az azok háttérében meghúzódó okok feltárásának. Emellett felhívtuk a figyelmet azokra az új tényezőkre is, melyek másféle magyarázatot adhatnak az árfelzárkózás folyamatára. A gazdaságokban napjainkban zajló strukturális átalakulás, a globalizáció és az infokommunikációs forradalom ugyanis alapvetően alakítja át a szolgáltatások szerepét, kereskedhetőségét és termelékenységet.

*A növekedési mintázatok* alapján a mezőgazdaság súlya a gazdasági fejlődéssel párhuzamosan csökken, míg az ipar súlya fordított „U” alakot követ. A modern gazdaságok fejlődési pályáján ugyanakkor a szolgáltató szektor növekedésben betöltött szerepe egyre nagyobb. A hazai folyamatokban is megfigyelhetőek a globális átalakulások mintázatai, azaz a piaci alapú szolgáltatások foglalkoztatáson belüli részaránya a fejlettséggel párhuzamosan évről évre emelkedik. A piaci szolgáltató szektor gazdasági szerepének felerősödését mutatja, hogy a gazdasági hozzáadott érték egyre növekvő részét ez a szektor állítja elő. 1995-höz viszonyítva a piaci szolgáltatások súlya a hazai GDP-n belül 2018-ra 42,5 százalékról 47,7 százalékra emelkedett.

*A szolgáltatások termelékenységét alakító új tényezőket is értékeltük*. Itt elsősorban az új technológiák hatásait helyeztük a középpontba, mivel ezeket a hagyományos Balassa–Samuelson elméleti keretrendszer még nem vehette figyelembe. A technológiai fejlődés és az ezzel együtt járó újítások alapvetően a szolgáltató szektor termelékenységének növekedéséhez járulnak hozzá.

*Az aktuálisan zajló megatrendek* – globalizáció, digitalizáció, technológiai fejlődés, mesterséges intelligencia – amellett, hogy gyorsítják a szolgáltatások termelékenység-növekedését, a fogyasztói szokások megváltozását és a szolgáltatások globalizálódását okozzák, ami tovább gyengíti a B–S-hatás gyakorlati érvényesülését. A globális értékláncok 2000-es évek elején megfigyelhető dinamikus bővülését követően jelenleg is többféle strukturális átalakulás zajlik: az árutermelő értékláncok kereskedelmi intenzitása csökken; a robotizáció fejlődésével az árukereskedelmen alapuló munkaerőköltség-arbitrázs egyre kevésbé fontos; ugyanakkor a globális értékláncok sokkal inkább tudás-intenzívvé válnak és a szolgáltatások szerepe a globális értékláncokban növekszik. Ezek közül tanulmányunk szempontjából leginkább az utolsó változás tekinthető kiemelten fontosnak. Bár a globális értékláncok kiépülése fontos szerepet tölt be a szolgáltatások kereskedhetőségének növelésében, illetve az ipar és a szolgáltató szektor összefonódásában, az új megatrendek szerepét is figyelembe

kell venni ebben a folyamatban. A platformalapú gazdaság, a turizmus és a mobilitási költségek csökkenése, illetve az „én-idő” felértékelődésére épülő szemléletváltás és élményalapú gazdaság is hozzájárul a szolgáltatások tulajdonságairól alkotott „hagyományos” kép átalakításához.

Végül, de nem utolsó sorban kitértünk arra, hogy *a szolgáltatások hozzáadott értéke a jelenlegi Nemzeti Számla rendszerekben, külkereskedelmi statisztikákban alulbecsült*, melyek egy része mérési problémákból fakad. *Korrektíós tétel lehet a szervizifikáció eredményeként az árukereskedelemben ágyazott szolgáltatások becsült hozzáadott értéke, a külföldi leányvállalatoknak nyújtott immateriális eszközökből származó hozzáadott érték, illetve az ingyenes, határokon átívelő digitális szolgáltatások által a felhasználók számára teremtett érték.* Összességében valamennyi, a statisztikák által vélhetően alulbecsült vagy fel sem mért tétel jelentős mértékű (8,3 trillió dollár) extra-hozzáadottértéket jelentene a szolgáltatások szempontjából. Így a szolgáltatások korrigált hozzáadott értéke a globális kereskedelemben (13,4 trillió dollár) enyhén meghaladná az árukereskedelem hozzáadott értékét (13,0 trillió dollár).

## Felhasznált irodalom

- Balassa, B. (1964): *The Purchasing-Power Parity Doctrine: A Reappraisal*. Journal of Political Economy, 72(6): 584–596. <https://doi.org/10.1086/258965>
- Bauer, P. (2015): *Az árfelzárkózás tényezői és mértékének becslése Magyarországra*. MNB-tanulmányok 119, Magyar Nemzeti Bank.
- Cassel, G. (1916): *The Present Situation of the Foreign Exchanges*. The Economic Journal, 26(101): 62–65. <https://doi.org/10.2307/2222038>
- Darvas, Zs. – Szapáry, Gy. (2008): *Euro area enlargement and euro adoption strategies*. European Economy, Economic Papers 304, február.
- Del Hoyo, J.L.D. – Dorrucci, E. – Heinz, F.F. – Muzikarova, S. (2017): *Real convergence in the euro area: a long-term perspective*. ECB Occasional Paper Series, No. 203, december, ECB.
- Égert, B. (2007): *Real Convergence, Price Level Convergence and Inflation Differentials in Europe*. Oesterreichische Nationalbank Working Paper No. 138.
- Égert, B. (2010): *Catching-up and Inflation in Europe: Balassa-Samuelson, Engel’s Law and Other Culprits*. OECD Economics Department Working Papers No. 792, OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/5kmb1scvdk7d-en>
- Égert, B. – Halpern, L. – MacDonald, R.R. (2006): *Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies: Taking Stock of the Issues*. Journal of Economic Surveys, 20(2): 257–324. <https://dx.doi.org/10.1111/j.0950-0804.2006.00281.x>

- Frensch, R. – Schmillen, A. (2011): *Can we identify Balassa-Samuelson effects with measures of product variety?* *Economic Systems*, 35(1): 98–108. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2010.11.003>
- Gabardo, F.A. – Pereima, J B. – Einloft, P. (2017): *The incorporation of structural change into growth theory: A historical appraisal.* *Economía*, 18(3): 392–410. <https://doi.org/10.1016/j.econ.2017.05.003>
- Herrendorf, B. – Rogerson, R. – Valentinyi, Á. (2013): *Growth and Structural Transformation.* NBER Working Paper, Series, No. 18996, április. <https://doi.org/10.3386/w18996>
- Heuser, C. – Mattoo, A. (2017): *Services and Global Value Chains.* World Bank Group, WPS 8126. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-8126>
- Kravis, I.B. – Heston, A.W. – Summers, R. (1978): *Real GDP Per Capita for More Than One Hundred Countries.* *The Economic Journal*, 88(350): 215–242. <https://doi.org/10.2307/2232127>
- Kuznets, S. (1966): *Modern Economic Growth: Rate, Structure, and Spread.* New Haven.
- Lanz, R. – Maurer, A. (2015): *Services and global value chains: Some evidence on servicification of manufacturing and services networks.* WTO Staff Working Paper, No. ERSD-2015-03, World Trade Organization.
- McKinsey (2019): *Globalization in transition: The future of trade and value chains.* McKinsey Global Institute, január.
- Mihaljek, D. – Klau, M. (2008): *Catching-up and inflation in transition economies: the Balassa-Samuelson effect revisited.* BIS Working Papers No. 270. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1334135>
- Miroudot, S. – Cadestin, C. (2017): *Services in Global Value Chains: From Inputs to Value-Creating Activities.* OECD Trade Policy Papers No. 197.
- MNB (2017): *Növekedési jelentés, 2017.* Magyar Nemzeti Bank.
- Obstfeld, M. – Rogoff, K. (1997): *Foundations of International Macroeconomics.* Cambridge, Massachusetts: The MIT Press.
- Rogoff, K. (1996): *The Purchasing Power Parity Puzzle.* *Journal of Economic Literature*, 34(2): 647–668.
- Samuelson, P.A. (1964): *Theoretical Notes on Trade Problems.* *The Review of Economics and Statistics*, 46(2): 145–154. <https://doi.org/10.2307/1928178>
- Világi, B. (2005): *Dual inflation and the real exchange rate in new open economy macroeconomics.* In: Frankel, J.A – Pissarides, C.A.: *NBER International Seminar on Macroeconomics 2005.* Cambridge, Massachusetts: The MIT Press.

## Államadósság-csökkentés az EU régi tagállamaiban: van új a nap alatt?\*

Losoncz Miklós – Tóth G. Csaba

*A 2007-ben kezdődött, nagy recesszióknak elnevezett nemzetközi pénzügyi és gazdasági válság, majd az azt követő szuverén adósságválság nyomán jelentősen megemelkedett az államadósság-ráta (a bruttó államadósság GDP-hez viszonyított aránya) az Európai Unióban. Ezután az EU régi tagállamaiban (EU15) olyan fokozatos és tartós konszolidáció kezdődött, amelyre utoljára az 1990-es évek közepétől volt példa, és amelynek éppen a gazdasági válság vetett véget. Tanulmányunkban adósságdekompozíciós vizsgálat segítségével mutatjuk ki a 2010-es évek második felében végrehajtott, illetve a korábbi nagy recesszió kitörésével zárult államadósság-csökkentő időszakok közötti legfőbb hasonlóságokat és különbségeket. Mindkét periódusban az EU15 országcsoport közel kétharmadában éves átlagban közel hasonló mértékben mérséklődött az államadósság-ráta. E hasonlóság mellett azonban jelentős eltérések voltak a konszolidáció szerkezetében. Az 1990-es évek közepétől a 2007–2009-es válságig tartó periódusban döntően a fegyelmezett költségvetési politika dinamizálta az elsődleges egyenlegen keresztül az adósságcsökkentést, a reálnövekedés hatását ellensúlyozta a reálkamatláb hatása, az egyéb tételeknek pedig nem volt számottevő szerepük. Ehhez képest az elmúlt közel fél évtizedben tapasztalt adósságcsökkentésben sokkal kisebb volt a fiskális politika hatása, miközben a kamatlábak alacsonyabb szintje és az egyéb tételek érdemben segítettek a konszolidációs folyamatot. A kedvező nemzetközi kamatkörnyezet elkényelmesítette a fiskális politikát. A monetáris politika támogatásának megszűnése, illetve gyengülése esetén az EU15 országokban ismét felértékelődik a fiskális politikának az államadósság-ráta mérséklésében játszott szerepe.*

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** H63, H60, E62, E63

**Kulcsszavak:** fiskális politika, államadósság, EU15, adósságcsökkentés, költségvetési egyenleg, konszolidáció

\* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

Losoncz Miklós DSc a Budapesti Gazdasági Egyetem Pénzügyi és Számviteli Karának egyetemi tanára.

E-mail: losoncz.miklos@uni-bge.hu

Tóth G. Csaba PhD a KSH Népeség-tudományi Kutatóintézetének tudományos munkatársa.

E-mail: toth@demografia.hu

A tanulmány az MTA-BGE Makrogazdasági fenntarthatóság kutatócsoport keretében, a Támogatott Kutatócsoportok Irodájának támogatásával készült. Losoncz Miklós a kutatócsoport vezetője.

A magyar nyelvű kézirat első változata 2020. március 16-án érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <http://doi.org/10.25201/HSZ.19.2.2854>

## 1. Bevezetés<sup>1</sup>

A 2007–2009. évi nemzetközi pénzügyi és gazdasági válságot<sup>2</sup> megelőző közel másfél évtized nem hiába vonult be a történelemkönyvekbe a *nagy mérséklődés* (Bernanke 2004) időszakaként. A korábbi évekhez képest jelentősen enyhült a főbb makrogazdasági mutatók volatilitása, és néhány kivételtől eltekintve viszonylagos nyugalom jellemezte az európai uniós tagállamok költségvetési gazdálkodását is. Bár az egyes országok között jelentős különbségek voltak, az 1990-es években megkezdett, a rövid távú egyenlegjavítás szempontjából többé-kevésbé eredményesnek bizonyult költségvetési konszolidációk nyomán sikerült a GDP-arányos bruttó államadósság növekedési trendjét is megállítani, illetve megfordítani (Baldacci és szerzőtársai 2014). A nemzetközi pénzügyi és gazdasági válság azonban gazdaságtörténeti korszakhatárként egy pillanat alatt lezárta a költségvetési politika gondtalan éveit. Rákényszerítette a közigazdászokat és a döntéshozókat, hogy újragondolják a fiskális politikával kapcsolatos nézeteiket (Muraközy 2012). Erre többek között azért volt szükség, mert a pénzügyi, majd az annak talaján kialakult reálgazdasági válság néhány éven belül szuverén adósságválságot idézett elő az EU, illetve az euroövezet több országában, sőt máshol is. Több mint fél tucat állam-kormány volt kénytelen pénzügyi segítséget kérni különböző nemzetközi szervezetektől, hogy fizetési kötelezettségeinek eleget tudjon tenni (Tóth 2014, Tóth 2017, Losoncz 2014). Az általunk vizsgált probléma súlyát jelzi, hogy az Európai Bizottság még a 2019. évi középtávú előrejelzésében (European Commission 2019) is az uniós tagállamok közel felénél talált közepes vagy nagy kockázatot az állam pénzügyeinek fenntarthatóságával kapcsolatban<sup>3</sup>.

Érthető tehát, hogy az európai államok többsége a nagy recesszió, majd az azt követő szuverén adósságválság után megpróbálta konszolidálni költségvetése helyzetét, fokozatosan javította az egyenleget és mérsékelte az adósságrátát. A fiskális és konjunkturális pozíciókra vonatkozó jelentős eltérések miatt a fordulatra nem ugyanakkor került sor minden országban, 2015-ben azonban megkezdődött az EU15-ök átlagos adósságrátájának csökkenése is, és onnantól kezdve évről évre mérséklődött a mutató. Ennek vet(ett) véget egy időre a 2020 elején megjelent, majd világméretűvé vált koronavírus-járvány, pontosabban az utóbbi visszaszorítására bevezetett korlátozások, valamint a gazdasági visszaesés mérséklését célzó állami programok egyenlegrontó hatása. Noha az év végére várható adósságrátákkal kapcsolatban óriási a bizonytalanság, az IMF (2020) áprilisban publikált előrejelzése szerint az euroövezetben a bruttó hazai termék 7,5 százalékkal zsugorodik 2020-ban. Ez azt

<sup>1</sup> Köszönjük az anonim lektorok hasznos javaslatait.

<sup>2</sup> A hivatalos álláspont szerint a recesszió az USA-ban 2007 decemberében kezdődött és 2009 júniusában fejeződött be, azaz 18 hónapig tartott. A Nemzetközi Valutaalap kritériumai szerint 2009-ben volt a világgazdaság egészére kiterjedt recesszió.

<sup>3</sup> A fiskális fenntarthatóságról bővebben lásd Burnside (2005), Castro – De Cos (2002), Agnello – Sousa (2009), Presbitero (2010) munkáit.

jelzi, hogy 2019-ben nagy valószínűséggel lezárult az öt évig tartó fiskális konszolidáció, illetve adósságráta-csökkentés időszaka az EU15 országokban. Másképpen fogalmazva, véget ért az az időszak, amely a kedvező konjunkturális körülmények nyomán lehetővé tette a költségvetési mozgásterek bővítését, ami jelentős mértékben határozza meg az egyes országok lehetőségeit a járvány, illetve az ahhoz kapcsolódó gazdasági válság kezelése terén.

Az említett folyamatok jól érzékeltethetők a konkrét számok alapján is. A régi uniós tagállamokban (a továbbiakban EU15) az államadósság-ráta 1974 és 1996 között 24-ről 70 százalékra emelkedett. Ezt követően a mutató a krízis 2007. évi kezdetéig közel 15 százalékponttal mérséklődött. A 2007–2009. évi nemzetközi pénzügyi és gazdasági válság, illetve az azt követő szuverén adósságválságok hatására az EU15 államadósság-rátája 2014-ben ismét, átlagosan 92 százalékra nőtt, 2015 és 2019 között viszont újra közel 10 százalékponttal mérséklődött. Másként fogalmazva, az elmúlt évben véget ért államadósság-csökkentő periódus nem tekinthető példa nélkülinek.

A két időszak közel hasonló ütemű államadósság-csökkenésének hátterében azonban különböző folyamatok állhatnak. Tanulmányunkban ezeket vizsgáljuk. Arra a kérdésre keressük a választ, hogy miben hasonlít és miben tér el egymástól a két periódus, mely tényezők dinamizálták a nagy recesszió előtt az adósságcsökkentést, és melyekre épül a 2010-es évek második felében végrehajtott konszolidáció. A két időszak összevetése nemcsak azért hasznos és tanulságos, hogy jobban megértsük a fiskális jelenségek mögött meghúzódó gazdasági és társadalmi összefüggéseket, hanem azért is, mert a korábbi tapasztalatok választ adhatnak a jelenlegi eseményekkel kapcsolatos kérdéseinkre. A gazdaságpolitikai döntéshozók és a gazdasági szakemberek körében különösen intenzív diskurzus övezte<sup>4</sup> a legutóbbi adósságcsökkentés ütemét és eredményességét, a korábbi tapasztalatok pedig iránymutatásul szolgálhatnak a jövőre nézve, új információkkal és következtetésekkel bővíthetik ismereteinket.

A tanulmány *műfaja* statisztikai módszerekre (adósságdinamikai dekompozíció) támaszkodó nemzetközi összehasonlító elemzés. Az *összehasonlításba* az Európai Unió 15 régi tagállamát vontuk be. Ezt azzal indokoljuk, hogy egyrészt egy 15 országból álló minta még viszonylag könnyen kezelhető. Másrészt a maastrichti szerződésben rögzített államháztartási konvergencia-kritériumoknak való megfelelés (a bruttó államadósság nem haladhatja meg a GDP 60 százalékát) és a növekedési és stabilitási paktum továbbfejlesztett rendelkezéseinek teljesítése számottevő külső nyomást gyakorolt a vizsgált tagállamok gazdaság-, azon belül fiskális politikájára, különösen a Gazdasági és Monetáris Unióban. Végül az EU-hoz 2004-ben, 2007-ben, illetve 2013-ban csatlakozott közép-, kelet- és dél-európai országokat azért hagytuk ki az

---

<sup>4</sup> Lásd *La Torre – Marsiglio (2019)*, illetve *Bouabdallah és szerzőtársai (2017)* munkáit.



összehasonlító elemzésből, mert többségük az 1990-es években a rendszerátalakulási folyamatok következményeivel küszködött, ami fiskális politikáikra, illetve államadósság-pozícióikra is rányomta bélyegét. A tanulmány tudományos újszerűségét az adja, hogy a legutóbbi adósságcsökkentő periódust nem önmagában elemeztük, hanem egy korábbi, nagyobb zavaroktól mentes időszakhoz viszonyítva mutattunk rá a konszolidáció mögötti jellemzőkre és összefüggésekre.

A bevezetés után áttekintjük az adósságcsökkentések lehetséges típusait, majd összefoglaljuk, hogy miként alakult az államadósság-ráta a vizsgált időszakokban az EU15 országcsoportban. Ezután mutatjuk be az adósságdekompozíció vizsgálat menetét és paramétereit, majd az eredmények részletes ismertetésére kerül sor. Az utolsó fejezet az összefoglalást és a következtetéseket tartalmazza.

## **2. Az adósságcsökkentések lehetséges típusai**

Az újraelosztás és az allokációs funkció mellett a modern állam egyik legfontosabb feladata a gazdasági stabilitás elősegítése (*Musgrave 1959*). Ennek részeként a költségvetési politikával szembeni egyik legfontosabb követelmény, hogy válság (például kereslethiányos időszak) esetén képes legyen fiskális élénkítésre (*Tóth 2010*), azaz az államháztartáson keresztül külső pénzügyi források rendelkezésre bocsátására (*Alesina et al. 2008*). Mivel ez többnyire állami hitelfelvétel révén valósul meg, ezért a hagyományos nézet szerint a fiskális élénkítés általános irányzatként együtt jár az államadósság növekedésével.

Ezt az álláspontot finomította *De Grauwe – Ji (2019)* azzal, hogy az EU15 példáján statisztikai adatokkal alátámasztva rámutatott: azokban az országokban, amelyekben a kamatláb meghaladja a GDP-dinamikát, a fiskális expanzió lehetőségei az államadósság-ráta növekedése miatt korlátozottak. Ott viszont, ahol a kamatláb kisebb a GDP-dinamikánál, fiskális élénkítés mellett is stabilizálható, illetve mérsékelhető az államadósság-ráta. Természetesen a kiinduló helyzet, azaz az államadósság-ráta aktuális értéke sem közömbös: minél magasabb, annál korlátozottabb a mozgástér a fiskális lazításra.

Általános irányzatként ahhoz, hogy szükség esetén legyen elég fiskális mozgástere az államnak az eladósodáshoz, elengedhetetlen, hogy a válságok között – különösen a gazdaság prosperálása idején – képes legyen mérsékelni az államadósság-rátát. Erre egyrészt azért van szükség, mert ha az állam a konjunktúraciklus felfelé tartó szakaszában nem csökkenti az adósságrátát, akkor könnyen előállhat az ún. racioni-hatás (*P. Kiss 2012*). Ez azt jelenti, hogy ha válságban növekszik az adósságráta, a válságmentes periódusokban pedig csupán nem emelkedik tovább, akkor hosszú távon a válságokhoz kapcsolódó szintugrások miatt az eladósodás folyamatosan nő, ami veszélyezteti az államháztartás fenntarthatóságát (*Balaton 2015, Tóth 2011*). Dinamikusan növekvő gazdaságban azonban a költségvetési mozgástér

megteremtéséhez rövid távon is szükség van szigorú vagy megengedőbb felelősségteljes fiskális politikára, illetve ehhez kapcsolódóan az államadósság-ráta fokozatos mérséklésére. A „békeidőben” megszerzett befektetői bizalom a válságban megugró finanszírozási igények kielégítésének elengedhetetlen feltétele (*Ghosh és szerzőtársai 2013*).

*Lehmann és szerzőtársai (2020)* arra is felhívták a figyelmet, hogy a maastrichti szerződésben rögzített konvergenciakritériumok érvényesítésének feltételei a gazdasági növekedés ütemének és az inflációs rátának az 1990-es évek elejéhez képest bekövetkezett mérséklődése nyomán az utóbbi időben megnehezedtek. A 60 százalékos államadósság-ráta stabilizálásához *Nagy és szerzőtársai (2020)* szerint a GDP-arányos államháztartási hiánynak 3 százalék helyett 1,1 százaléknak kellene lennie. *Lehmann és szerzőtársai (2020)* arra is rámutattak, hogy az uniós fiskális szabályok figyelmen kívül hagyják a főbb nemzetgazdasági szektorok (nem-banki magánszektor, kormányzat és külföld) közötti egyensúlyi követelményeket.

Azokban az országokban, amelyekben az államadósság-ráta magas, annak csökkentése a konjunktúraciklus felfelé ívelő szakaszában olyan általános cél, amelynek megvalósítása jelentősen mérsékli a közpénzügyek sérülékenységét, és javítja a gazdaság következő gazdasági válság hatásaival szembeni ellenállóképességét. Az adósságráta csökkentésének több különböző módja van, amelyeket többféleképpen lehet és érdemes kategorizálni. *Bernardini és szerzőtársai (2019)* gazdaságpolitikai megközelítéséből kiindulva képeztünk csoportokat az alábbiak szerint:

- i. Az elsődleges egyenleg javulása.* A szakirodalomban általában „ortodox fiskális kiigazításként” hivatkoznak erre a csatornára, amely adóemelésre, illetve a kiadások visszafogására épül. A legfőbb kérdés ezzel kapcsolatban az, hogy miként hat egy ilyen fiskális kiigazítás a gazdasági növekedésre és a kamatlábak szintjére, illetve e két tényező közvetítésével magára az adósságrátára. Az általános tapasztalat szerint rövid távon a keresleti hatás miatt többnyire csökken a reálnövekedés üteme. Ennek adósságnövelő hatását azonban mérsékelheti a fiskális fegyelem, ami a befektetői bizalom erősödésén keresztül hozzájárul a nominális kamatlábak mérséklődéséhez (*Alesina – Perotti 1995, Alesina – Perotti 1997*).
- ii. Növekedési hatás.* A gazdasági növekedés két csatornán keresztül segíti az adósságcsökkentést. Egyrészt a nevezőhatás révén mérsékli az adósságrátát. Másrészt a fellendülő gazdaság több adóbevételt is generál, ami az elsődleges egyenlegen keresztül is lenyomja az adósságrátát akkor, ha ezt a többletbevételt a kormány nem költi el, hanem megtakarítja. A mérés szempontjából azonban gyakran nehéz a második hatás számszerűsítése. Ehhez ugyanis pontosan kellene ismerni a gazdasági növekedés költségvetési egyenlegre gyakorolt hatását, kiszűrve abból a fordított irányú hatást. Bár vannak erre vonatkozó ígéretes kutatások (*Mauro – Zilinsky 2016*), az adósságráta változásának elemzésekor, így

az adósságdekompozíciós vizsgálatokban is általában csak a nevezőn keresztül érvényesülő hatást soroljuk ebbe a kategóriába.

*iii. Az infláció gyorsulása.* A főáramú közgazdasági elméletek szerint a pénzkínálat növelése a gyakorlatban ma már kevésbé elterjedt, de elméletileg lehetséges módja az államadósság monetizálásának. Az elmúlt évek pénzügyi elméletei (endogén pénzteremtés) elutasítják ezt a megközelítést. Ebben a kontextusban az infláció emelkedéséről van szó, nem pedig a pénzkínálat növekedéséről (az utóbbi ugyanis nem feltétlenül okozza az árszínvonal emelkedését). Az árszínvonal növekedése a reálkamatlábak közvetítésével önmagában is csökkenti az adósságrátát, de csak abban az esetben, ha meglepetés-inflációról van szó, és csak olyan mértékben, amilyen arányban az adott állam hosszú lejáratú fix kamatozású hitelekre támaszkodik a finanszírozásban (Aizenman – Marion 2009). Kisebb mértékben, de segítheti az infláció (illetve a GDP-deflátor) gyorsulása az adósságráta csökkentését a nevezőhatáson keresztül is, mert minél nagyobb mértékben bővül a nominális GDP, annál kisebb a hányados (Hall – Sargent 2010).

*iv. A kamatlábak csökkenése.* Mind a nominális, mind a reálkamatlábak mérséklése csökkenti az adósságrátát. Az előbbi esetben visszaesnek az államadósság éves folyó kiadásainak részét képező kamatkidadások. A kamatlábcsökkentés egyik fontos eszköze az úgynevezett pénzügyi represszió (Reinhart – Rogoff 2009, Reinhart 2012). Minden olyan jogi és egyéb adminisztratív eszköz ide sorolható, amelynek célja az állami hitelfelvétel kamatlábszintjének a lefaragása. Ide tartozhat az államkötvények versenytársainak számító betéti kamatlábak szabályozói oldalról elrendelt maximálása, illetve bizonyos mennyiségű államkötvény-vásárlás különböző biztosítóintézetek számára történő, kötelező jellegű előírása. Ezen túlmenően csökkenthető még a kamatteher az államadósság átstrukturálásával is akkor, ha egy országnak sikerül az államkötvényeit alacsonyabb kamatozású vagy hosszabb futamidejű papírokra cserélni. Ilyenre Európában utoljára Görögországban volt példa (Győrffy 2014). Ehhez hasonló az úgynevezett intézményesítés (mutualization), ami tipikusan az Európai Unión belül fogalmazódott meg, és arra irányul, hogy a piaci hiteleket uniós intézmények finanszírozásával váltsák ki. Utóbbiak a piacról vonnának be forrásokat a közös kezességvállalás miatt a piaci kamatozásnál jóval olcsóbban. A konstrukció először szükségmegoldás volt a szuverén adósságválság kezelésére. Később a Gazdasági és Monetáris Unió továbbfejlesztése kapcsán vetődött fel abban az értelemben, hogy a tagállamok által közösen garantált államkötvényeket kellene kibocsátani. A javaslat elfogadása – elsősorban Németország ellenkezése miatt – nem valószínű.

- v. *Privatizáció.* Az adósságcsökkentés egyik klasszikus formája az állami vagyon értékesítése. A kulcskérdés ebből a szempontból az, hogy rendelkezik-e az állam olyan vagyonelemekkel, amelyek működtetése hatékonyabban valósítható meg magántulajdonban. A privatizációs intézkedések eredményessége és hatása leginkább annak függvénye, hogy milyen áron kerül sor a tranzakcióra. Az általunk elemzett mintába tartozó országok nagy részében ez a hatás elhanyagolható volt.
- vi. *Árfolyamhatás.* Az államadósság úgy is csökkenthető, ha erősödik a hazai valuta árfolyama. Ennek mértéke döntően attól függ, hogy mekkora az államadósságon belül a külföldi devizában fennálló kötelezettség. Az árfolyamhatás révén nemcsak a felvett hitel értéke, hanem ezzel párhuzamosan az évente esedékes nominális kamatköltség is mérsékelhető.

### 3. Az államadósság-ráták alakulása

Ebben a részben részletesen áttekintjük az EU15 országai államadósság-rátájának alakulását a nagy recesszió előtti és a 2019-ben véget ért adósságcsökkentési periódusban. Az első szakasz az 1997 és 2007, a második a 2015 és 2019 közötti időszakot fogja át (1. ábra). A szakaszhatárok mindkét esetben az átlagos adósságráta csökkenésének első és utolsó évét alkotják. Az egyes országok esetében a szakaszokhoz köthető adósságcsökkentő időszakok kezdete és vége is eltérő lehet. Mivel 2008 és 2014 között az átlagos államadósság-ráta emelkedett, ezért ezt a periódust nem vizsgáltuk, kivéve azon országok egyedi esetét, melyekben a második szakasz adósságcsökkentése már ezekben az években elkezdődött. Az egyes országok elemzésénél az első periódus tehát a globális pénzügyi válságot megelőző időszak, míg a második periódus a 2010-es évek.

Az adatok összehasonlíthatósága érdekében végig az Európai Bizottság AMECO adatbázisát használtuk mind a leíró statisztikák esetében, mind pedig a későbbi adósságdinamikai vizsgálat során. Az adatsorok többsége 1995-től áll rendelkezésre, a számításokban figyelembe vett utolsó év pedig 2019. Mivel a tanulmány készítésekor 2019-ről még nem publikáltak tényadatokat, ezért az AMECO-adatbázisból letölthető<sup>5</sup> legfrissebb uniós előrejelzést használtuk<sup>6</sup>.

A GDP-arányos államadósság tekintetében 1997 és 2019 között a két adósságcsökkentő periódust egy dinamikus adósságráta-emelkedési szakasz választja el egymástól. Az 1990-es évek közepén az átlagos államadósság-ráta az országcsoportban 70 százalék volt, ami innen mérséklődött 2007-re 56 százalékra. Ebben az időszakban összesen négy olyan ország (Görögország, Franciaország, Németország és Portugália) volt, amelynek emelkedett az államadósság-rátája. A növekedés azonban jellemzően

---

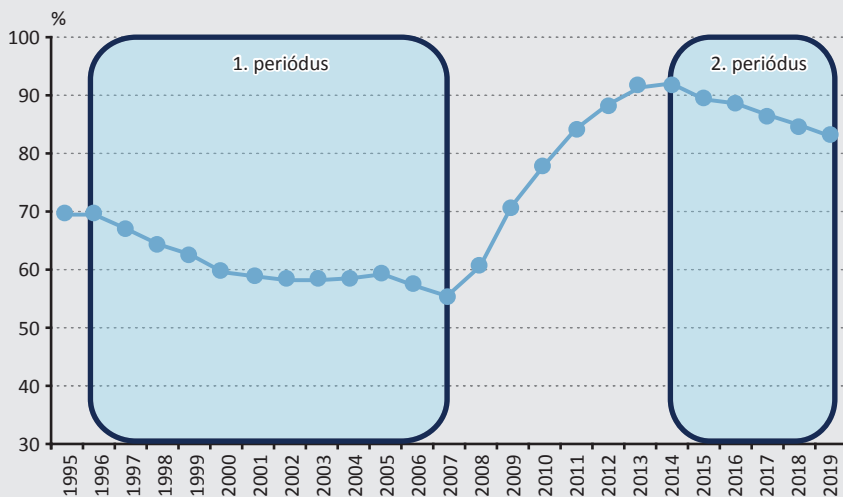
<sup>5</sup> Az adatok letöltésének dátuma: 2019. október 9.

<sup>6</sup> Mivel Dánia esetében az AMECO csak 2000-től tartalmaz adatokat az adósságra vonatkozóan, ezért az ennél hosszabb, országcsoport szinten aggregált adatsorok esetében a dán adatokat nem vettük figyelembe. Az adósságdekompozíciós vizsgálatot azonban természetesen Dánia esetében is elvégeztük a rövidebb időszoron.

ezekben az államokban sem haladta meg a 10 százalékpontot. Ezzel szemben 1997 és 2007 között Írországban például 46 százalékponttal, Belgiumban 41 százalékponttal, Hollandiában és Svédországban pedig egyaránt 30 százalékponttal esett vissza a GDP-arányos államadósság.

A nemzetközi pénzügyi és gazdasági válság, illetve az abból kiinduló euroövezeti szuverén adósságválság hatására az EU15 államadósság-rátája 2014 végére 92 százalékra emelkedett, és onnan csökkent az Európai Bizottság előrejelzése szerint 2019 végén 83 százalékra. Ebben a periódusban csak Franciaország és Olaszország esetében emelkedett az adósságráta, de mindössze néhány százalékponttal. A GDP-arányos államadósság ugyanakkor Írországban 43, Hollandiában 19, Németországban 17 százalékponttal mérséklődött 2015 és 2019 között.

**1. ábra**  
Az EU15 átlagos államadóssága a GDP százalékában



Forrás: AMECO

Bár a vizsgált országok között bőven van hasonlóság az adósságráta dinamikája terén, a mutató szintjében az időszak egészében (is) jelentősek az eltérések. Az államadósság-ráta az első periódusban három országban, Belgiumban, Olaszországban és Görögországban volt kiugróan magas, meghaladta a GDP 100 százalékát. A válság hatására a görög adósságráta rövid idő alatt 160 százalék fölé, az olasz és a portugál mutató pedig 130 százalékra ugrott. A skála másik végén egyrészt Luxemburgot érdemes kiemelni, ahol az államadósság-ráta végig 25 százalék alatt volt, másrészt a hozzá legközelebb álló Svédországot, ahol az 1990-es évek közepén még 70 százalék körül volt a mutató értéke, ami viszont az elmúlt években 40 százalék alá mérséklődött.

Madártávlatból összegezve a két adósságcsökkentő időszak legfontosabb jellemzőit a teljes országcsoportra megállapítható, hogy amíg az 1997 és 2007 közötti első periódusban az átlagos államadósság-ráta 70 százalék körüli átlagos értékről indulva éves átlagban mintegy 1 százalékponttal csökkent, addig a 2015 és 2019 közötti második periódusban több mint 90 százalékról évente közel két százalékponttal zsugorodott. A következő részben ennek az összetevőit elemezzük.

## 4. Az adósság-dekompozíciós vizsgálat

### 4.1. A dekompozíció menete

A szakirodalomban évtizedek óta nagyon jelentős hangsúlyt kap az államadósság változását befolyásoló tényezők azonosítása és az egyes hatások pontos számszerűsítése. Bár a módszertan tekintetében folyamatosak az újítások (lásd *Mauro – Zilinsky 2016*), az viszonylag régóta igaz, hogy a legtöbb elemzés vagy VAR-modell segítségével próbálja megbecsülni a hatásokat (*Hasko 2007, Cherif – Hasanov 2010, Ábel – Kóbor 2011*), vagy ún. adósságdinamikai vizsgálattal hajtja végre a dekompozíciót (*P. Kiss 1999, De Bolle et al. 2006, Hall – Sargent 2010*).

Az előbbi módszer előnye, hogy az egyes hatások számszerűsítése során kontrolálni lehet minden más tényezőre (egyenleg, kamatláb, gazdasági növekedés), és szabadon megválaszthatjuk, hogy mely faktorok hatását szeretnénk vizsgálni. Fontos hangsúlyozni, hogy becslési eljárásról van szó, amely önmagában is számottevő bizonytalanságot hordoz. A megbízható becsléshez hosszú idősorra lenne szükség, ami sokszor nem áll rendelkezésre.

Az általunk a továbbiakban használt adósságdinamikai elemzés számvetési azonosságokra épül, reprodukálható, mert sem a vizsgált időszak hossza, sem más körülmény nem befolyásolja az eredményeket. Az alábbiakban *Ra – Rhee (2005)* és *Escolano (2010)* munkáira építve vezetjük le az adósságráta változásának dekomponálását.

Az adósságdinamikai vizsgálat során azzal a feltevéssel élünk, hogy a nominális államadósság alakulását a nominális kamatláb és az elsődleges egyenleg befolyásolja, minden más tényező (például az árfolyamváltozás hatása) az egyéb tételek kategóriájába sorolható. Az inflációval szemben mind a nominális, mind a reálkamatláb előre tekintő, azaz a  $t$ -edik időszaki adósság(változás) a  $t-1$ -edik időszaki kamatlábtól (is) függ

$$B_t = (1 + i_{t-1})B_{t-1} - PB_t + SFA_t, \quad (1)$$

ahol  $B_t$  a  $t$ -edik időszaki nominális államadósság,  $i_{t-1}$  az előző évi nominális kamatláb,  $PB_t$  elsődleges egyenleg (primary balance), az  $SFA_t$  az egyéb tétel (stock-flow adjustment). Mivel az államadósságot jellemzően a bruttó hazai össztermék százalékában szokták felírni, ezért mindkét oldalt elosztjuk a  $t$ -edik évi GDP-vel ( $Y_t$ ).

$$\frac{B_t}{Y_t} = \frac{(1 + i_{t-1})B_{t-1}}{Y_t} - \frac{PB_t}{Y_t} + \frac{SFA_t}{Y_t} \quad (2)$$

és kifejezzük  $Y_t$ -t az  $Y_{t-1}$  segítségével:

$$\frac{B_t}{Y_t} = \frac{(1 + i_{t-1})B_{t-1}}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)Y_{t-1}} - \frac{PB_t}{Y_t} + \frac{SFA_t}{Y_t}, \quad (3)$$

ahol  $g_t$  a reálnövekedést,  $\pi_t$  az inflációt jelöli.

A GDP-arányos mutatókat kisbetűkkel jelöljük, ennek megfelelően az államadósság  $b_t$ , az elsődleges egyenleg  $pb_t$ , az egyéb tétel pedig  $sfa_t$

$$c = \frac{(1 + i_{t-1})}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} b_{t-1} - pb_t + sfa_t \quad (4)$$

A következő lépésben mindkét oldalból kivonjuk a  $t-1$ -edik időszaki adósságrátát, és megkapjuk az adósságráta változását:

$$\Delta b_t = \frac{(1 + i_{t-1})}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} b_{t-1} - b_{t-1} - pb_t + sfa_t \quad (5)$$

$$\Delta b_t = \left[ \frac{(1 + i_{t-1})}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} - 1 \right] b_{t-1} - pb_t + sfa_t \quad (6)$$

$$\Delta b_t = \left[ \frac{(1 + i_{t-1})}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} - \frac{(1 + g_t)(1 + \pi_t)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} \right] b_{t-1} - pb_t + sfa_t \quad (7)$$

$$\Delta b_t = \left[ \frac{(1 + i_{t-1}) - (1 + g_t)(1 + \pi_t)}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} \right] b_{t-1} - pb_t + sfa_t \quad (8)$$

$$\Delta b_t = \left[ \frac{i_{t-1} - g_t - \pi_t - g_t \pi_t}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} \right] b_{t-1} - pb_t + sfa_t \quad (9)$$

$$\Delta b_t = \left( \frac{-g_t}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} \right) b_{t-1} + \left( \frac{i_{t-1}}{(1 + g_t)(1 + \pi_t)} \right) b_{t-1} + \left( \frac{-\pi_t}{(1 + \pi_t)} \right) b_{t-1} - pb_t + sfa_t \quad (10)$$

A (10) egyenlet jobboldalán található az adósságráta változásának dekomponálása sorrendben az alábbi tételekre:

- reálnövekedés
- nominális kamatláb
- inflációs ráta
- elsődleges költségvetési egyenleg
- egyéb tételek (privatizáció, árfolyam stb.)

Ahhoz, hogy az eredményeket megfelelően tudjuk értelmezni, érdemes még néhány dologra felhívni a figyelmet. Egyrészt, ha összeadjuk a nominális kamatláb pozitív és az infláció negatív hatását, akkor megkapjuk a reálkamatláb hatását. Ez azért fontos, mert a szakirodalomban kitüntetett szerepe van a *dinamikus tagnak*, vagy – ahogy másként nevezik – a *hólabdahatásnak*, ami a reálkamatláb és a reálnövekedés együttes hatása. A dinamikus tag azért fontos, mert ennek az előjele határozza meg, hogy az adósságráta stabilizálásához az elsődleges egyenlegnek többletet kell-e mutatnia, ha feltételezzük, hogy az egyéb hatások összege nulla. Emellett a reálnövekedés és a reálkamatláb különbségét nagyon gyakran használják az adósságdinamika fenntarthatóságának a mérésére (Mellár 2002).

A (10) egyenlet értelmezéséhez az is hozzáfűzhető, hogy mivel ez statikus számviteli azonosságokra épülő módszer, ezért az elsődleges egyenleg hatása tartalmazza a reálnövekedés gyorsulásából fakadó egyenlegjavulást, illetve a reálnövekedés lassulásából vagy hiányából fakadó egyenlegromlást. A növekedési hatás pedig magában foglalja a költségvetési keresletélénkítést, illetve keresletszűkítés hatását. Másként fogalmazva, ez a módszer csak a közvetlen hatásokat képes mérni, azt egyrészt, hogy a kormány évről évre mekkora elsődleges hiánnyal növeli, vagy elsődleges többlettel csökkenti az adósságot, másrészt azt, hogy a reálnövekedés a nevezőn keresztül miként hat az adósságrátára. Az egyéb hatásokat a szakirodalomban található nemzetközi gyakorlattal összhangban álló módon számoljuk ki, ide soroljuk minden olyan tényező hatását, amely a többiben nem szerepel (privatizáció, árfolyamhatás stb.).

#### 4.2. Az adósságdekompozíciós vizsgálat paraméterei

Az adósságdinamikai vizsgálat célja, hogy a bemutatott módszertan alapján azonosítsuk, a felsorolt tényezők közül melyik, milyen mértékben befolyásolta az államadósság-ráta alakulását. Nem a teljes időszakot és nem az összes országot vizsgáltuk, hanem csak azokat az éveket és országokat, amikor és ahol az államadósság-ráta mérséklődött. Ez azt jelenti, hogy országonként definiáltunk egy válság előtti és egy válság utáni adósságcsökkentő időszakot, ha volt ilyen. Ezeknek az adósságcsökkentő időszakoknak az alábbi feltételeket kellett teljesíteniük:

- Legalább három évig folyamatosan zsugorodik a GDP-arányos államadósság.
- Az adósságcsökkentő időszakban az államadósság-ráta évente átlagosan legalább a GDP 0,5 százalékával csökken.
- Az adósságcsökkentő időszakban a GDP-arányos államadósság összesen legalább 3 százalékponttal esett vissza.
- Az adósságcsökkentő időszakban legfeljebb két olyan év van, amikor nem csökken az adósságráta, de a mutató emelkedése ekkor sem nagyobb, mint az egész időszakban bekövetkezett zsugorodás 20 százaléka.



Az első periódusban a 15 régi EU-tagország közül 11-ben volt olyan adósságcsökkentő időszak, amely megfelelt a fenti feltételeknek. A vizsgált országok közül csak Görögország, Ausztria, Németország és Luxemburg nem felelt meg ezeknek a kritériumoknak.

**1. táblázat**  
**Államadósság-csökkentő időszakok a globális pénzügyi válság előtt**

	Kezdeti adósságráta	Záró adósságráta	Adósságráta változása	Első év	Utolsó év	Évek száma	Adósságráta éves változása
	(GDP %)	(GDP %)	(GDP %)				(GDP %)
Belgium	128,0	87,0	-40,9	1997	2007	11	-3,7
Dánia	49,1	27,3	-21,7	2003	2007	5	-4,3
Írország	69,9	23,6	-46,2	1997	2006	10	-4,6
Spanyolország	65,6	35,6	-30,0	1997	2007	11	-2,7
Franciaország	61,4	58,3	-3,1	1998	2001	4	-0,8
Olaszország	116,3	99,8	-16,5	1997	2007	11	-1,5
Hollandia	70,7	43,0	-27,7	1997	2007	11	-2,5
Portugália	59,5	50,3	-9,2	1997	2000	4	-2,3
Finnország	56,1	32,7	-23,5	1995	2007	13	-1,8
Svédország	70,2	37,7	-32,4	1997	2008	12	-2,7
Egyesült Királyság	44,7	34,3	-10,4	1996	2001	6	-1,7
ÁTLAG	72,0	48,2	-23,8	1997	2005	9	-2,6

*Forrás: Az AMECO adatai alapján összeállítva*

Az adósságcsökkentő időszakok között minden dimenzióban voltak jelentős eltérések mind az időbeni lefutás, mind az adósságcsökkentés mértéke tekintetében (1. táblázat). A vizsgálatba bekerült 11 ország 11 adósságcsökkentő időszaka kezdetén az átlagos államadósság-ráta 72,0 százalék volt, ami az időszak végére 23,8 százalékponttal átlagosan 48,2 százalékra esett vissza. A legnagyobb mértékű adósságráta-csökkentés közel 50 százalékponttal Írországban volt, de meghaladta a 40 százalékpontot Belgiumban is, míg a legkisebbre 3,1 százalékponttal Franciaországban került sor.

Az adósságcsökkentés jellemzően 1998 előtt kezdődött. Ez alól csak Dánia volt kivétel, ahol 2003-ban indult. Az adósságcsökkentésnek jellemzően az euro 1998-ban kezdődött bevezetése, illetve a globális pénzügyi és gazdasági válság kitörése vetett véget. Az euro bevezetése előtt az érintett országok eleget tettek az államadósságra vonatkozó konvergenciakövetelménynek. A Gazdasági és Monetáris Unió megvalósítása után viszont ez a nyomás átmenetileg enyhült. Az államadósság-csökkentési

időszak a legtovább, 13 évig Finnországban, a legrövidebb ideig, 4 évig Portugáliában és Franciaországban tartott, míg az átlag 9 év volt.

Az egy évre jutó adósságcsökkentés mértékét tekintve Írország és Dánia állt az első helyen 4,6, illetve 4,3 százalékponttal, a sor végén 0,8 százalékponttal Franciaország volt (1. táblázat). Az első periódus 11 évében a GDP-arányos államadósság évente átlagosan 2,6 százalékponttal mérséklődött.

A 2010-es években tíz országban volt olyan adósságcsökkentési időszak, amely megfelelt a vázolt feltételeknek. Olaszország, Franciaország, Görögország, Luxemburg és az Egyesült Királyság volt a kivétel (2. táblázat). A kezdő évben 84,8 százalék volt az átlagos adósságráta, amely 16,6 százalékponttal 68,1 százalékra esett vissza. A legjobb teljesítményt Írország nyújtotta 58,6 százalékponttal, a rangsorban a második 23,4 százalékponttal Németország volt, míg a legkisebb, 4,1 százalékpontos adósságráta-csökkentés Spanyolországban történt.

2. táblázat							
Adósságcsökkentő időszakok a 2010-es években							
	Kezdeti adósságráta	Záró adósságráta	Adósságráta változása	Első év	Utolsó év	Évek száma	Adósságráta éves változása
	(GDP %)	(GDP %)	(GDP %)				(GDP %)
Belgium	107,5	101,3	-6,2	2015	2019	5	-1,2
Dánia	46,1	33,0	-13,1	2012	2019	8	-1,6
Németország	81,8	58,4	-23,4	2011	2019	9	-2,6
Írország	119,9	61,3	-58,6	2013	2019	7	-8,4
Spanyolország	100,4	96,3	-4,1	2015	2019	5	-0,8
Hollandia	67,9	49,1	-18,8	2015	2019	5	-3,8
Ausztria	84,7	69,7	-15,0	2016	2019	4	-3,8
Portugália	130,6	119,5	-11,1	2015	2019	5	-2,2
Finnország	63,4	58,3	-5,1	2016	2019	4	-1,3
Svédország	45,5	34,4	-11,1	2015	2019	5	-2,2
ÁTLAG	84,8	68,1	-16,6	2014	2019	6	-2,8

*Forrás: Az AMECO adatai alapján*

A válság utáni adósságcsökkentés jellemzően 2015 körül kezdődött, de Németországban már 2011-ben, míg Finnországban és Ausztriában csak 2016-ban. Az utolsó vizsgált év 2019, nem csupán azért, mert erre az évre vonatkozóan a jelenlegi számok vélhetően már nem térnek el érdemben a végleges értékektől, hanem azért is, mert a koronavírus-járvány véget vet ennek a konszolidációs időszaknak is. Ennek megfelelően az adósságcsökkentési időszakok hossza átlagosan 6 év volt. Az egy

évre jutó adósságcsökkentésben szintén Írország vezet 8,4 százalékponttal, mögötte, jócskán leszakadva áll Hollandia és Ausztria 3,8–3,8 százalékponttal, míg a sort Spanyolország zárja 0,8 százalékponttal. A teljes második periódusra és az összes adósságcsökkentő időszakra vonatkozó éves átlagos adósságcsökkentés 2019-ig a GDP 2,8 százaléka volt.

Összefoglalva az eddigieket, a legfontosabb *hasonlóság a két periódus között* az, hogy egyrészt mindkettőben nagyságrendileg ugyanannyi (10–11) országban volt adósságcsökkentési időszak, másrészt az éves átlagos adósságráta-csökkenés mértéke is hasonló (2,6, illetve 2,8 százalékpont) volt.

Nem volt jelentős az eltérés az *adósságráták induló szintjében* sem, ami az első periódusban átlagosan 72 százalékra rúgott, a második periódusban 85 százalék volt. Ennél nagyobb volt viszont a különbség az adósságcsökkentő időszakok végén. A hasonló ütemű adósságcsökkentés fényében ez a két vizsgált periódus eltérő hosszúra vezethető vissza (9, illetve 6 év).

## **5. Eredmények**

### **5.1. Átlagos hatások**

Az alábbiakban előbb részletesen bemutatjuk, hogy a felsorolt tényezők országonként milyen mértékben járultak hozzá az adósságcsökkentéshez külön-külön a két vizsgált periódusban, majd az egyes tényezők relatív hozzájárulása alapján vetjük össze a két időszakot.

Az első periódusról általánosságban elmondható, hogy az adósságcsökkentés hajtóereje kizárólag a fiskális politika, azon belül a *költségvetési fegyelem* volt (3. táblázat). Az elsődleges egyenleg átlagos adósságcsökkentő hatása (29,5 százalékpont) ugyanis meghaladta az átlagos adósságcsökkentés mértékét (23,8 százalékpont). Ez külön-külön is érvényes az országok majdnem kétharmadára, de kiemelten igaz Finnországra, ahol az elsődleges egyenleg adósságmérséklő hatása az adósságráta csökkenésének majdnem háromszorosa volt. Portugália volt az egyetlen ország, ahol az elsődleges hiány még az adósságcsökkentés időszakában is emelte az adósságot. A többi vizsgált országban a költségvetési politika nem csupán segítette a kötelezettségállomány mérséklését, hanem élen is járt ebben a folyamatban.

**3. táblázat**

**Az adósságráta változásának dekompozíciója a GDP százalékában, a globális pénzügyi válság előtt**

	Adósság-változás	Elsődleges egyenleg	Reál-növekedés	Infláció	Nominális kamat	Egyéb tételek	Hólabda	Reál-kamat
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(2)+(3)+(4)	(3)+(4)
Belgium	-40,9	-55,8	-29,0	-21,3	68,0	-2,8	17,7	46,7
Dánia	-21,7	-27,6	-4,0	-3,5	10,4	3,1	2,8	6,9
Írország	-46,2	-36,6	-29,1	-12,3	15,0	16,7	-26,3	2,7
Spanyolország	-30,0	-24,6	-21,6	-16,4	29,0	3,6	-9,0	12,7
Olaszország	-16,5	-31,8	-17,4	-25,1	63,9	-6,1	21,4	38,8
Hollandia	-27,7	-22,6	-17,4	-12,7	31,9	-6,9	1,8	19,2
Portugália	-9,2	1,4	-8,6	-5,3	12,5	-9,1	-1,5	7,1
Finnország	-23,5	-64,3	-23,2	-9,3	35,0	38,3	2,6	25,8
Svédország	-32,4	-44,0	-20,0	-7,7	32,9	6,4	5,2	25,2
Egyesült Királyság	-10,4	-12,5	-7,8	-4,7	17,1	-2,4	4,5	12,4
Franciaország	-3,1	-5,7	-7,5	-2,7	13,2	-0,5	3,0	10,5
ÁTLAG	-23,8	-29,5	-16,9	-11,0	29,9	3,6	2,0	18,9

Forrás: Az AMECO adatai alapján számítva

A fegyelmezett fiskális politikától eltérően a *hólabdahatás* nem járult hozzá érdemben az adósságráta csökkentéséhez. Az átlagos folyamatokat tekintve a reálnövekedés adósságmérséklő hatását éppen ellensúlyozta a reálkamatláb hatása. Ebben a vonatkozásban azonban itt nagyobb eltérések vannak az egyes országok között. Amíg a hólabdahatás Olaszországban és Belgiumban a magas kamatlábak miatt közel 20 százalékponttal növelte az adósságrátát, addig Spanyolországban közel 10 százalékponttal, Írországban pedig közel 30 százalékponttal mérsékelte. Mindkét utóbbi országra érvényes, hogy a *gazdasági növekedés* adósságcsökkentő hatása meghaladta az átlagot, a reálkamatláb adósságnövelő hatása pedig elmaradt attól. A hólabdahatáshoz hasonlóan az *egyéb tételek* sem befolyásolták érdemben a vizsgált országok átlagában az adósságrátát. Kivételként Finnország és Írország említhető, ahol emiatt 38, illetve 17 százalékponttal emelkedett az államadósság-ráta.

Mivel az egyes országokban az adósságcsökkentő időszak eltérő hosszúságú volt, ezért érdemes az egy évre jutó dekompozíciót is megvizsgálni (4. táblázat). Ebből az tűnik ki, hogy a *fiskális politika* leginkább – évente több mint 5 százalékponttal – Belgiumban és Dániában támogatta az adósságráta csökkenését, míg Portugáliában évente 0,2 százalékponttal mérsékelte. A *reálnövekedés* tekintetében éllovas Írország és Belgium esetében a gazdaság bővülésének hozzájárulása évente 2,5–3 százalékpontot tett ki, míg ez Dániában mindössze 0,8 százalékpont volt. A *reálkamatláb*

Írországban évente csak 0,3 százalékponttal növelte a GDP-arányos államadósságot, míg Belgiumban 4,2 százalékponttal. Az *egyéb tényezők* Finnországban évente majdnem 3 százalékponttal, Írországban 1,7 százalékponttal emelték évente az adósságrátát, míg Portugáliában több mint 2 százalékponttal csökkentették.

**4. táblázat**

**Az adósságráta változásának dekompozíciója éves átlagban, a GDP százalékában, a globális pénzügyi válság előtt**

	Adósság-változás	Elsődleges egyenleg	Reál-növekedés	Infláció	Nominális kamat	Egyéb tételek	Hólabda	Reál-kamat
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(2)+(3)+(4)	(3)+(4)
Belgium	-3,7	-5,1	-2,6	-1,9	6,2	-0,3	1,6	4,2
Dánia	-4,3	-5,5	-0,8	-0,7	2,1	0,6	0,6	1,4
Írország	-4,6	-3,7	-2,9	-1,2	1,5	1,7	-2,6	0,3
Spanyolország	-2,7	-2,2	-2,0	-1,5	2,6	0,3	-0,8	1,2
Olaszország	-1,5	-2,9	-1,6	-2,3	5,8	-0,6	1,9	3,5
Hollandia	-2,5	-2,1	-1,6	-1,2	2,9	-0,6	0,2	1,7
Portugália	-2,3	0,4	-2,2	-1,3	3,1	-2,3	-0,4	1,8
Finnország	-1,8	-4,9	-1,8	-0,7	2,7	2,9	0,2	2,0
Svédország	-2,7	-3,7	-1,7	-0,6	2,7	0,5	0,4	2,1
Egyesült Királyság	-1,7	-2,1	-1,3	-0,8	2,8	-0,4	0,8	2,1
Franciaország	-0,8	-1,4	-1,9	-0,7	3,3	-0,1	0,8	2,6
ÁTLAG	-2,7	-3,3	-1,9	-1,2	3,4	0,4	0,2	2,1

*Forrás: Az AMECO adatai alapján számítva*

Más képet kapunk, ha megvizsgáljuk a második periódusban lezajlott 10 adósság-csökkentő időszakot. Az adósságdinamikai vizsgálat szerint az adósságráta átlagosan 16,6 százalékos csökkentésének alig több, mint egyharmadát, átlagosan 6,1 százalékpontot magyaráz a *fiskális politika* (5. táblázat). Nincs egyetlen olyan ország sem, ahol az elsődleges többlet hatása meghaladná a teljes adósságráta-csökkentést. A fiskális politika Spanyolországban növelte az adósságrátát, Írországban és Finnországban pedig érdemben nem redukálta.

**5. táblázat**

**Az adósságráta változásának dekompozíciója a GDP százalékában, a 2010-es években**

	Adósság- változás	Elsődleges egyenleg	Reál- növekedés	Infláció	Nominális kamat	Egyéb tételek	Hólabda	Reál- kamat
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(2)+(3)+(4)	(3)+(4)
Belgium	-6,2	-5,1	-7,7	-8,8	15,9	-0,5	-0,6	7,1
Dánia	-13,1	-8,6	-5,0	-3,1	11,5	-7,9	3,4	8,4
Németország	-23,4	-18,5	-10,8	-8,7	14,0	0,5	-5,4	5,4
Írország	-58,6	-5,4	-47,4	-1,7	11,5	-15,6	-37,6	9,8
Spanyolország	-4,1	4,4	-13,9	-3,9	15,4	-6,2	-2,3	11,6
Hollandia	-18,8	-7,2	-6,7	-3,7	6,4	-7,6	-3,9	2,8
Ausztria	-15,0	-5,2	-6,8	-5,4	7,9	-5,6	-4,2	2,6
Portugália	-11,1	-9,1	-12,8	-5,7	17,0	-0,5	-1,5	11,3
Finnország	-5,1	-0,3	-5,6	-2,2	3,5	-0,5	-4,4	1,3
Svédország	-11,1	-6,3	-5,4	-2,5	1,2	1,9	-6,7	-1,3
ÁTLAG	-16,6	-6,1	-12,2	-4,6	10,4	-4,2	-6,3	5,9

*Forrás: Az AMECO adatai alapján számítva*

Az átlagot tekintve a *hólabdahatás* szinte pontosan megegyezett a fiskális politika 6 százalékpont körüli hatásával. Ez azt jelenti, hogy a *reálnövekedés* adósságráta-csökkentő hatása ebben a periódusban már meghaladta a reálkamatláb adósságráta-növelő hatását. E tekintetben kiugró Írország helyzete, ahol a dinamikus tagra vezethető vissza az adósságráta-csökkentés közel kétharmada. E mögött nagyon jelentős növekedési hatás áll. A dinamikus tag csak Dániában volt pozitív, ami az átlagnál nagyobb kamatlábatással és az átlagnál kisebb növekedési hatással kapcsolatos.

Az elsődleges egyenleg és a hólabdahatás mellett nem elhanyagolható az *egyéb tételek* hatása sem, utóbbiak ugyanis átlagosan 4,2 százalékponttal mérsékeltek az adósságrátát. Ezen belül is listavezető Írország -15,6 százalékkal (a nemzetközi pénzügyi és gazdasági válság idején az állam által kimentett pénzügyi közvetítők privatizációja miatt). Svédországban viszont az egyéb tételek (elsősorban az árfolyamhatás, a svéd korona euróval szembeni árfolyamának leértékelődése nyomán) összességében érdemben emelték az adósságrátát.

A második periódusban végbement adósságcsökkentések elemzésekor is érdemes évekre lebontva dekomponálni az adósságráta változását. Ezáltal pontosabban összehasonlíthatók az egyes országok (6. táblázat). Az összevetésből kitűnik, hogy az *elsődleges egyenleg* Dániában és Portugáliában mozdította elő leginkább az államadósság-ráta csökkenését, évente 2,1, illetve 1,8 százalékponttal, míg

Spanyolországban a fiskális politika éves átlagban majdnem 1 százalékponttal növelte az adósságrátát.

A *reálnövekedés* éves hatása Írországban volt messze a legnagyobb (–6,8 százalék), noha Spanyolországban (–2,8 százalék) és Portugáliában (–2,6 százalék) is jelentősnek bizonyult. Dániában viszont a bruttó hazai termék emelkedése éves átlagban alig mérsékelte az államadósságrátát.

A *reálkamatláb* adósságráta-növelő hatása Spanyolországban és Portugáliában volt a legnagyobb, évente 2,3 százalékpont. A negatív reálkamatláb miatt ez a tétel évente 0,3 százalékponttal mérsékelte az adósságrátát Svédországban. Az *egyéb tételek* éves átlagban is Írországot támogatták a leginkább, több mint 2 százalékponttal, míg Svédországban és Németországban évente kismértékben növelték az adósságrátát.

**6. táblázat**  
**Az adósságráta változásának dekompozíciója a GDP százalékában, a 2010-es években**

	Adósság-változás	Elsődleges egyenleg	Reál-növekedés	Infláció	Nominális kamat	Egyéb tételek	Hólabda	Reál-kamat
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(2)+(3)+(4)	(3)+(4)
Belgium	–1,2	–1,0	–1,5	–1,8	3,2	–0,1	–0,1	1,4
Dánia	–1,6	–1,1	–0,6	–0,4	1,4	–1,0	0,4	1,0
Németország	–2,6	–2,1	–1,2	–1,0	1,6	0,1	–0,6	0,6
Írország	–8,4	–0,8	–6,8	–0,2	1,6	–2,2	–5,4	1,4
Spanyolország	–0,8	0,9	–2,8	–0,8	3,1	–1,2	–0,5	2,3
Hollandia	–3,8	–1,4	–1,3	–0,7	1,3	–1,5	–0,8	0,6
Ausztria	–3,8	–1,3	–1,7	–1,3	2,0	–1,4	–1,1	0,6
Portugália	–2,2	–1,8	–2,6	–1,1	3,4	–0,1	–0,3	2,3
Finnország	–1,3	–0,1	–1,4	–0,5	0,9	–0,1	–1,1	0,3
Svédország	–2,2	–1,3	–1,1	–0,5	0,2	0,4	–1,3	–0,3
ÁTLAG	–2,9	–1,1	–2,1	–0,8	1,8	–0,7	–1,1	1,0

*Forrás: Az AMECO adatai alapján számítva*

## 5.2. Átlagos relatív hozzájárulások

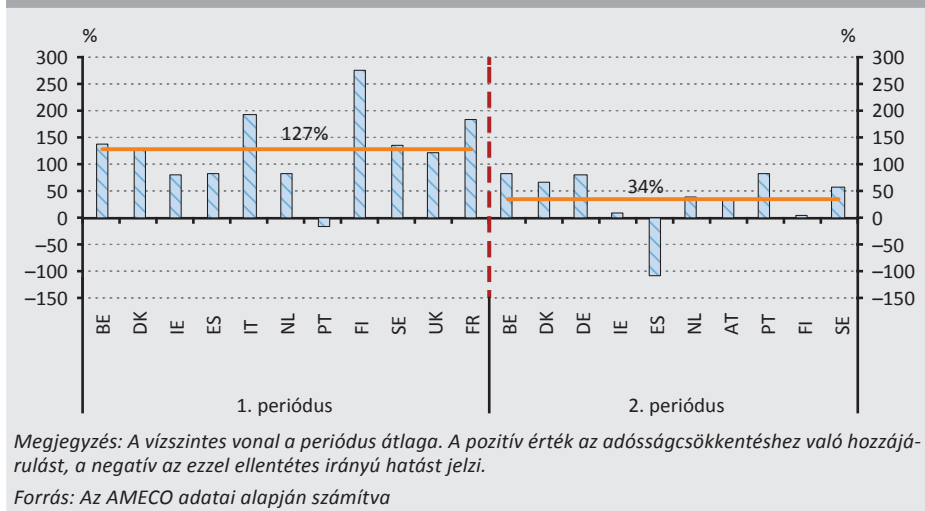
Az általános jellemzőkhöz képest sokkal nagyobb különbségek vannak külön-külön az egyes tételeknek az adósságráta mérséklésében betöltött szerepe terén. A legjelentősebb különbség a költségvetés körül rajzolódik ki (2. ábra).

Az *első periódusban* átlagosan az *elsődleges egyenleg* adósságcsökkentő hatása a teljes adósságcsökkentés 127 százaléka, míg a második periódusban mindössze 34 százaléka volt. Mindez ráadásul nem kizárólag egy-két kiugró eredményt nyújtott

országgra volt visszavezethető, hanem általános tendenciának bizonyult. Az első periódusban csak egy ország (Portugália) nem érte el a második periódus átlagát, míg a második periódusban egyetlen ország sem közelítette meg az elsőét. Nem túlzás tehát az a következtetés, amely szerint amíg a válság előtt az adósságsökkentés kizárólagos motorja a fegyelmezett költségvetési politika volt, addig a válság után radikálisan csökkent az elsődleges egyenleg szerepe.

A két periódusban a költségvetési politika adósságráta-csökkentésben betöltött eltérő funkciója értelemszerűen rányomta bélyegét más tételre is. A reálkamatláb és a reálnövekedés együttes hatását megragadó *hólabdahatás* (3. ábra) például ellentétes előjelű a két periódusban. Az első szakaszban, a válság előtt az átlagos hólabdahatás –23 százalék volt. Ez azt jelenti, hogy a reálkamatláb adósságráta-növelő hatása meghaladta a reálnövekedés ezzel ellentétes hatását, tehát a hólabdahatás növelte az adósságot. Ez, három kivétellel, az összes országra érvényes volt. Ezzel szemben a második szakaszban, a válság után a hólabdahatásból fakadt az átlagos adósságráta-csökkentések közel egyharmada. Egy ország kivételével mindenhol nagyobb volt a reálnövekedés adósság-rátacsökkentő hatása, mint a reálkamatlábé (3. ábra).

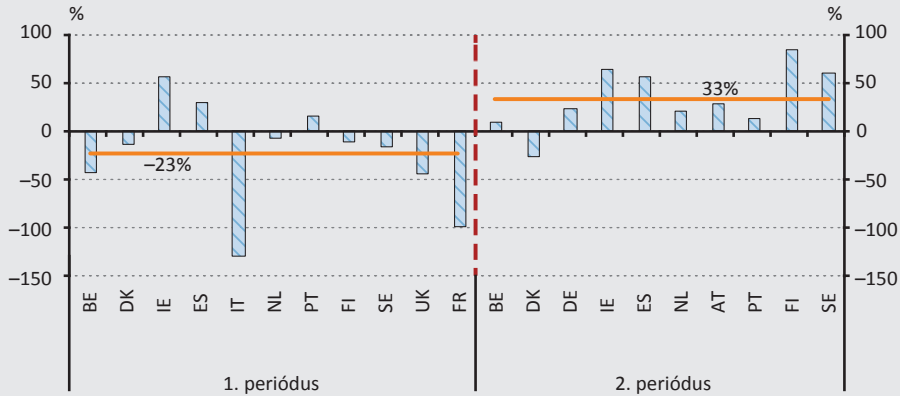
**2. ábra**  
Az elsődleges egyenleg adósságsökkentő hatása a teljes adósságsökkentéshez képest





3. ábra

A hólabdahatás adósságsökkentő hatása a teljes adósságsökkentéshez képest



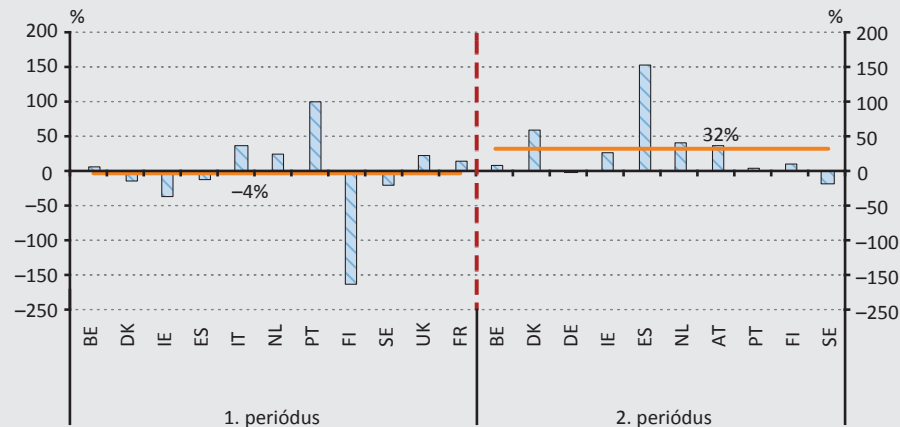
Megjegyzés: A vízszintes vonal a periódus átlaga. A pozitív érték az adósságsökkentéshez való hozzájárulást, a negatív az ezzel ellentétes irányú hatást jelzi.

Forrás: Az AMECO adatai alapján számítva

A fenti tételekhez képest kisebb, de azért nem elhanyagolható a különbség az *egyéb tételek* hatását tekintve sem (4. ábra). Az *első periódusban* az egyéb tételek összességében, átlagosan -4 százalékkal járultak hozzá az adósságráta csökkentéséhez, azaz hatásuk gyakorlatilag semleges volt. A *második periódusban* viszont jelentős tényezővé léptek elő, mert átlagosan 32 százalékkal járultak hozzá az adósságráta csökkentéséhez, azaz hasonlóan az elsődlegesenyenleg-, illetve a hólabdahatáshoz, az adósságsökkentés harmada jutott rájuk. Ezen belül jól jellemzi a trendeket, hogy bár voltak eltérések az egyes államok között, az egyéb tételek hatása egy kivétellel mindenhol pozitív volt.

4. ábra

Az egyéb tételek adósságsökkentő hatása a teljes adósságsökkentéshez képest

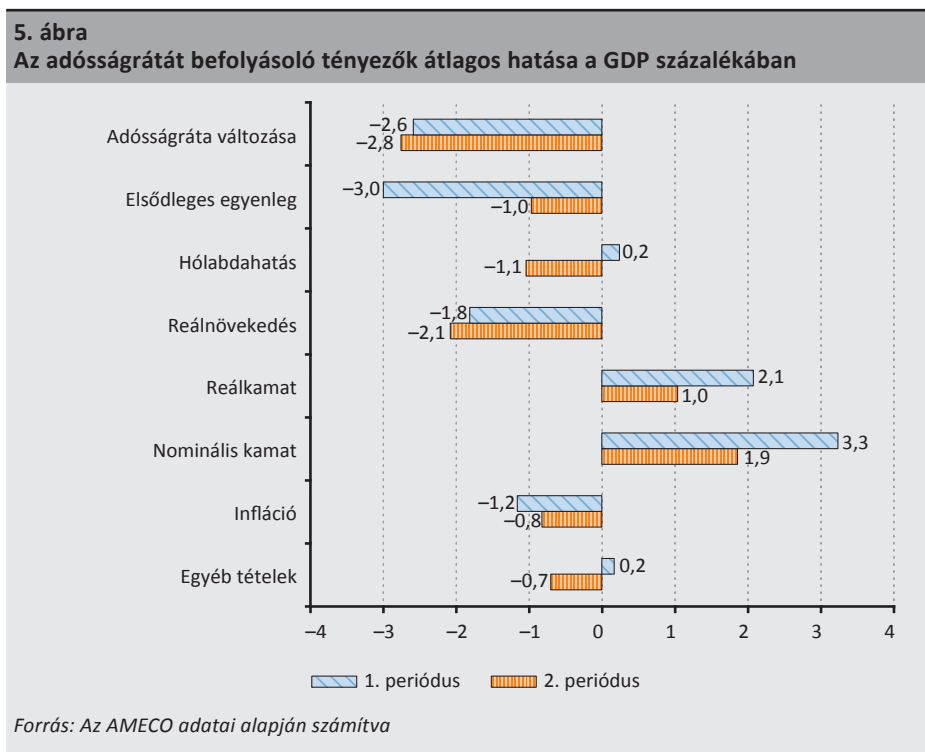


Megjegyzés: A vízszintes vonal a periódus átlaga.

Forrás: Az AMECO adatai alapján számítva

Ha az egyes tételek átlagos hatását évente külön-külön átlagoljuk, akkor egyértelműen kirajzolódik, hogy miben hasonlít, és miben tér el egymástól a két adósságcsökkentő periódus (5. ábra). Az összehasonlítás alapját többek között az adja, hogy amíg az éves adósságráta-csökkentés mértéke között alig van különbség, addig ez az egyes tételek hozzájárulásáról már nem mondható el. Amíg az első periódusban az elsődleges egyenleg évente átlagosan 3 százalékponttal mérsékelte az adósságrátát, addig a második periódusban már csak 1 százalékponttal.

A hólabdahatás a válság előtt 0,2 százalékponttal növelte, a válság után viszont 1 százalékponttal mérsékelte az adósságrátát. Érdekes hangsúlyozni azonban, hogy ezen belül a reálnövekedés hatásában nem volt jelentős eltérés. Ez a tétel mind a két periódusban hozzávetőleg 2 százalékponttal nyomta le a GDP-arányos államadósságot. A dinamikus tagok közötti különbség ugyanis a reálkamatláb eltérő hatásából adódik, ami pedig a nominális kamatláb és az infláció különbségére vezethető vissza.



Amíg az első periódusban a nominális kamatláb adósságnövelő hatása 3,3 százalékpont volt, az infláció ezzel ellentétes hatása pedig 1,2 százalékpont, addig a második periódusban a nominális kamatláb befolyása sokkal kisebbnek (1,9 százalékpont), az inflációé pedig csak enyhén kisebbnek (-0,8 százalékpont) bizonyult. Ez azt jelenti,

hogy az első periódusban jórészt azért volt nagyobb a reálkamatláb hatása, mint a másodikban, mert az infláció befolyása nem volt annyival nagyobb az első periódusban, mint amennyivel nagyobb volt a nominális kamatláb hatása a második periódushoz képest. Másként fogalmazva, a válság utáni adósságcsökkentés részben annak az eredménye, hogy a nominális kamatlábak nagyobb mértékben csökkentek, mint az infláció, és ezért a reálkamatláb adósságnövelő hatása kisebb volt, mint a válság előtt. Illusztrációként megemlíthető, hogy az euroövezetben az egy éves pénzügyi kamatláb az 1996 és 2007 közötti időszak 3,92 százalékos éves átlagáról 2010 és 2019 között  $-0,19$  százalékra mérséklődött.

A nagy recesszió előtti adósságcsökkentés szerkezetére vonatkozó eredményünk nagymértékben illeszkedik az Európai Bizottság 2010-es kiadványának egy korábbi következtetéséhez (*European Commission 2010*). Noha ők a teljes euroövezet költségvetési politikájának egy rövidebb időszakát (2003–2007) elemezték, azt találták, hogy a teljes adósságcsökkentéshez képest kétszer nagyobb volt az elsődleges egyenleg hatása, amit részben ellensúlyozott a hólabdahatás és az egyéb tételek összessége. Szintén a teljes euroövezetre és a mi vizsgálatunkhoz képest rövidebb (2015–2018) időszakra vonatkozik a szervezet egy másik elemzése (*European Commission 2018*) is, amelyben hozzánk hasonlóan ők úgy számolták, hogy az euroövezet országaiban a 2010-es évek második felében végrehajtott adósságcsökkentés fele részben a hólabdahatásra, több mint harmada az elsődleges egyenlegre, közel tizede pedig az egyéb tételekre vezethető vissza.

## **6. Összefoglalás és következtetések**

Az európai uniós tagállamok államadósság-rátájának 2019-ig tartó csökkentése, illetve ennek eredményessége és szerkezete hosszú időre nagymértékben meghatározza nemcsak a közpénzügyek alakulását, hanem az érintett országok gazdasági növekedését, szélesebb értelemben teljesítőképességét is. Éppen ezért érdemes és tanulságos minél többet megtudni az államadósság-ráták csökkentésének minőségéről, szerkezetéről és sajátosságairól. Elemzésünk célja az államadósság-ráták lefaragása mögötti tényezők és folyamatok feltárása, számszerűsítése és értékelése volt. Az alkalmazott kutatási módszer összehasonlító statisztikai elemzés volt az Európai Unió 15 régi tagállamát tartalmazó mintán alapján.

A globális pénzügyi válság előtt, illetve a 2010-es években végrehajtott adósság-ráta-csökkentés közös vonásaként emelhető ki, hogy az elemzett országok közel kétharmadában volt olyan időszak, amikor több éven keresztül, összességében legalább 3 százalékponttal zsugorodott az államadósság-ráta. A csökkenési szakaszok elején az államadósság-ráták átlagos induló szintje az első periódusban 72 százalék, a másodikban 85 százalék, a végén pedig 48, illetve 68 százalék volt. A csökkentés hossza az első periódusban átlagosan 9 év, a másodikban viszont átlagosan csak

6 év volt. Ennek eredményeként az átlagos éves adósságráta-csökkenés mértéke az első periódusban 2,8 százalékpont, a másodikban pedig 2,6, azaz gyakorlatilag azonos ütemű volt.

A tanulmányban adósságdinamikai eszközökkel kerestük a választ arra a kérdésre, hogy milyen tényezők mozgatták az adósságráta éves átlagban hasonló ütemű visszafogását a két periódusban, illetve arra, hogy vannak-e eltérések, és ha igen, milyenek, a látszólag hasonló két időszak között ebben a tekintetben. Legfőbb következtetésünk szerint az első periódusban kizárólag a szigorú és fegyelmezett (restriktív) költségvetési politikának volt köszönhető az adósságcsökkentés, míg a reálkamatláb és a reálnövekedés együttesen enyhén növelte az adósságrátát, az egyéb tényezők pedig nem befolyásolták azt érdemben. Ezzel szemben a második periódusban közel azonos (egyenként egyharmad) arányban járult hozzá az adósságráta csökkentéséhez az elsődleges egyenleg, a hólabdahatás és az egyéb tételekbe foglaltak összessége. Fontos kiemelni, hogy a reálnövekedés hatása a két vizsgált időszakban azonos volt, tehát a hólabdahatások közötti eltérést a reálkamatlábak eltérő hatása okozta. Ez pedig arra vezethető vissza, hogy a második időszakban a nominális kamatlábak sokkal alacsonyabbak voltak, mint az elsőkben, miközben a két időszak inflációs rátája között nem volt akkora különbség.

Összefoglalásként megállapítható, hogy amíg az első periódusban a költségvetés dinamizálta az adósságráta csökkentését, addig a második időszakban jelentős mértékben gyengült a fiskális politika hatása, és fokozódott az alacsonyabb kamatláb-szint, illetve az egyéb tételek szerepe a folyamatban. Ez arra utal, hogy a második periódusban az államadósság-ráta mérséklése inkább a fiskális politikától független tényezőkből táplálkozott, így egyéb faktorok mellett nagymértékben függött a laza monetáris politikától. A jelek szerint a támogató monetáris politika az alacsony reálkamatláb révén elkényelmesíthette a fiskális politikát. Ez a körülmény a monetáris feltételek megváltozása esetén megkérdőjelezi az utóbbi években teret nyert folyamatok hosszú távú fenntarthatóságát. A koronavírus-járvány következményeinek a felszámolásában is a fiskális politika szerepe domborodik ki az egyébként sok tekintetben túlterhelt monetáris politikával szemben.

Tanulmányunk tudományos újszerűsége abban foglalható össze, hogy nem önmagában vizsgáltuk a jelenlegi adósságcsökkentést dinamizáló tényezőket, hanem egy adósságdekompozíciós eljárás segítségével összevetettük egy olyan korábbi időszakkal, amely sok szempontból hasonló volt a mostanihoz. További kutatási irány lehet az általunk közölt eredmények mögött meghúzódó hajtóerők feltérképezése országok szerint. Különösen tanulságos lehet a nemzetközi (IMF, EU) programokba bevont országok fiskális teljesítményének egy nem program-országokból álló kontrollcsoportéval való összehasonlítása. Érdeklődésre tarthat még számot a fiskális politika gazdasági növekedéshez történő hozzájárulásának a vizsgálata (szerkezeti reformok, növekedésösztönző költségvetési beruházások stb.) is.

## Felhasznált irodalom

- Ábel István – Kóbor Ádám (2011): *Növekedés, deficit és adósság – fenntartható keretben*. Közgazdasági Szemle, 58(6): 511–528.
- Agnello, L. – Sousa, R.M. (2009): *The Determinants of Public Deficit Volatility*. ECB Working Paper No. 1042. European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1042.pdf>
- Aizenman, J. – Marion, N. (2009): *Using Inflation to Erode the US Public Debt*. NBER Working Paper 15562. <http://doi.org/10.3386/w15562>
- Alesina, A. – Campante, F.R. – Tabellini, G. (2008): *Why is Fiscal Policy Often Procyclical?* Journal of the European Economic Association, 6(5): 1006–1036. <https://doi.org/10.1162/JEEA.2008.6.5.1006>
- Alesina, A. – Perotti, R. (1995): *Fiscal Expansions and Fiscal Adjustments in OECD Countries*. NBER Working Papers 5214. <http://doi.org/10.3386/w5214>
- Alesina, A. – Perotti, R. (1997): *Fiscal Adjustments in OECD countries: Composition and Macroeconomic Effects*. NBER Working Papers 5730. <http://doi.org/10.3386/w5730>
- Balatoni András (2015): *A simple fiscal rule for Hungary*. Acta Oeconomica, 65(1): 149–159. <https://doi.org/10.1556/032.65.2015.s1.9>
- Baldacci, E. – Gupta, S. – Mulas-Granados, C. (2014): *Debt Reduction, Fiscal Adjustment, and Growth in Credit-Constrained Economies*. IMF Working Paper No. 13/238. International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781475516500.001>
- Bernanke, B. (2004): *The Great Moderation*. Az Eastern Economic Association február 20-i találkozóján tartott előadás, Washington D. C. [www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/default.htm](http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040220/default.htm)
- Bernardini, S. – Cottarelli, C. – Galli, G. – Valdes, C. (2019): *Reducing public debt: the experience of advanced economies over the last 70 years*. Policy Brief. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3405018>
- Bolle, M.B. de – Rother, B. – Hakobyan, I. (2006): *The level and composition of public sector debt in emerging market crises*. IMF Working Paper No. 6/186. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2006/wp06186.pdf>
- Bouabdallah, O. – Checherita-Westphal, C.D. – Warmedinger, T. – De Stefani, R. – Drudi, F. – Setzer, R. – Westphal, A. (2017): *Debt sustainability analysis for euro area sovereigns: a methodological framework*. ECB Occasional Paper No. 185. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbop185.en.pdf>

- Burnside, A.C. (ed.) (2005): *Fiscal Sustainability in Theory and Practice: A Handbook*. The World Bank Publications. Washington D.C. <https://doi.org/10.1596/978-0-8213-5874-0>
- Castro, F.– De Cos, P.H. (2002): *On the Sustainability of the Spanish Public Budget Performance*. *Revista de Economía Pública*, 160(1): 9–27. <https://core.ac.uk/download/pdf/6836082.pdf>
- Cherif, R. – Hasanov, F. (2010): *Public Debt Dynamics and Debt Feedback*. MPRA Paper No. 27918. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/27918/>
- Escolano, M.J. (2010): *A practical guide to public debt dynamics, fiscal sustainability, and cyclical adjustment of budgetary aggregates*. Technical Notes and Manuals, International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781462396955.005>
- European Commission (2010): *European Economic Forecast – Spring 2010*. European Economy, 2. [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2010/pdf/ee-2010-2\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2010/pdf/ee-2010-2_en.pdf)
- European Commission (2018): *European Economic Forecast – Autumn 2018*. Institutional paper 089. [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip089\\_en\\_0.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip089_en_0.pdf)
- European Commission (2019): *Fiscal Sustainability Report 2018*. Institutional Paper 094. [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip094\\_en\\_vol\\_1.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/economy-finance/ip094_en_vol_1.pdf)
- Ghosh, A.– Kim, J.– Mendoza, E. – Ostry, J. – Qureshi, M. (2013): *Fiscal fatigue, fiscal space and debt sustainability in advanced economies*. *The Economic Journal*, 123(566): F4–F30. <https://doi.org/10.1111/econj.12010>
- Grauwe, P. de – Ji, Y. (2019): *Rethinking fiscal policy choices in the euro area*. VOX, CEPR Policy Portal, 14 October. <https://voxeu.org/article/rethinking-fiscal-policy-choices-euro-area>
- Györfy Dóra (2014): *Válság és válságkezelés Görögországban: A puha költségvetési korlát szerepe a gazdasági összeomlásban*. *Közgazdasági Szemle*, 61(1): 27–52.
- Hall, G.J. – Sargent, T.J. (2010): *Interest Rate Risk and Other Determinants of Post-WWII U.S. Government Debt/GDP Dynamics*. NBER Working Paper No. 15702. <http://doi.org/10.3386/w15702>
- Hasko, H. (2007): *Some Unpleasant Fiscal Arithmetic: The Role of Monetary and Fiscal Policy in Public Debt Dynamics since the 1970s*. Bank of Finland Research Discussion Paper 28. <https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/7847/156463.pdf;jsessionid=C501962D1591DA8F0DCCC07B4EA06F64?sequence=1>
- IMF (2020): *The great lockdown. World Economic Outlook (Chapter 1)*. International Monetary Fund, Washington. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/04/14/weo-april-2020>

- La Torre, D., – Marsiglio, S. (2019). *A note on optimal debt reduction policies*. Macroeconomic Dynamics, 1–11. <http://doi.org/10.1017/S1365100519000014>
- Lehmann Kristóf – Nagy Olivér – Szalai Zoltán – H. Váradi Balázs (2020): *Gazdaságpolitikai ágak közötti koordináció(?) az euroövezetben*. Hitelintézeti Szemle, 19(1): 37–64. <http://doi.org/10.25201/HSZ.19.1.3764>
- Losonczi Miklós (2014): *Az államadósság-válság és kezelése az EU-ban*. Tri-Mester, Tatabánya.
- Mauro, P. – Zilinsky, J. (2016): *Reducing government debt ratios in an era of low growth*. Policy brief No. PB16-10. Peterson Institute for International Economics. <https://www.piie.com/system/files/documents/pb16-10.pdf>
- Mellár Tamás (2002): *Néhány megjegyzés az adósságdinamikához*. Közgazdasági Szemle, 49(8): 725–740.
- Muraközy László (2012): *Államok kora. Az európai modell*. Akadémiai kiadó. Budapest.
- Musgrave, R.A. (1959): *The Theory of Public Finance*. New York: McGraw-Hill.
- Nagy Olivér – Szalai Zoltán – H. Váradi Balázs (2020): *A maastrichti kritériumok – feltételek és feltevések*. In: Virág Barnabás (szerk.): *Fenntartható felzárkózás euróval – Hogyan újítsuk meg a maastrichti kritériumokat?* Magyar Nemzeti Bank, pp. 19–38.
- P. Kiss Gábor (1999): *A fiskális politika jelzőszámai*. Közgazdasági Szemle, 46(4): 307–325.
- P. Kiss Gábor (2012): *Distinkció és kikényszeríthetőség – a fiskális szabályrendszer alfája és ómegája*. Pázmány Law Working Papers, 39. sz. <http://plwp.eu/docs/wp/2012/2012-39-PKiss.pdf>
- Presbitero, A.F. (2011): *Total public debt and economic growth in developing countries*. MoFiR working paper No. 44. <http://docs.dises.univpm.it/web/quaderni/pdfmofir/Mofir044.pdf>
- Ra, S. – Rhee, C.Y. (2005): *Managing the Debt: An Assessment of Nepal's Public Debt Sustainability*. Nepal Resident Mission Working Paper. No. 6. Asian Development Bank, Mandaluyong City. <https://think-asia.org/bitstream/handle/11540/3284/wp6.pdf?sequence=1>
- Reinhart, C.M. (2012): *The Return of Financial Repression*. CEPR Discussion Paper No. DP8947. <https://ssrn.com/abstract=2066320>
- Reinhart, C.M.– Rogoff, K. (2009): *This Time is Different*. Princeton University Press, Princeton and Oxford.
- Tóth, G.Cs. (2014): *The Forecasting Capacity of Indicators Measuring Budget Sustainability*. Public Finance Quarterly, 56(4): 511–528.

Tóth G. Csaba (2010): *Állami keresletélénkítés és automatikus stabilizátorok*. Pénzügyi Szemle, 55(1): 51–68.

Tóth G. Csaba (2011): *Adósságdinamika és fenntarthatóság*. Statisztikai Szemle, 89(12): 1242–1268.

Tóth G. Csaba (2017): *A nemzeti költségvetési szabályok elterjedése és hatása Európában*. Közgazdasági Szemle, 64(11): 1119–1147. <https://doi.org/10.18414/KSZ.2017.11.1119>



# Aggregált fiskális stabilizációs politika: csodaszer vagy bűnbak?\*

P. Kiss Gábor

*A fiskális stabilizációhoz kapcsolódó elemzéseket számos esetben egyidejűleg jellemzik a tévedések és kihagyások. Tanulmányunk ezekkel foglalkozik. Az automatikus stabilizátorok és az EU-büdzsé stabilizáló hatása mellett azt vizsgáljuk, hogy a költségvetési hiány jelentős mértékű változásán alapuló stabilizációs politika lehet-e tartós és sikeres. Amíg a gazdasági növekedés ütemére a hiányt növelő impulzus hat, addig a gazdasági teljesítmény szintjére a deficit. A tartós hiány kumulálásából adódó adósság azonban gyorsabban nő, mint a GDP-re gyakorolt hatás, így az adósságráta belátható időn belül ugrásszerű növekedésbe kezdhet. Bemutatjuk, hogy egy folyamatos keresletbővítés kizárólag abban a valószínűtlen esetben lehetne önffinanszírozó, ha a középtávú multiplikátor értéke 3-hoz közelítene, vagyis egy nominális lazítás reálértékben mért hatása permanens jelleggel háromszorosára nőne. A tartós, nagymértékű általános keresletbővítés tehát nem csodaszer, az irodalom szerint azonban az alternatívái, a strukturális reform és a célzott intézkedések alkalmasabb, kevésbé költséges eszközt jelentenek a GDP tartós növelésére. Hasonló eredményeket kaptak a célzott intézkedésekre vonatkozó magyar tapasztalatokat feldolgozó szimulációk is.*

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** E32, E61, E62, H62, H63

**Kulcsszavak:** fiskális politika, általános keresletbővítés, fiskális multiplikátor, gazdaságpolitikai koordináció

## 1. Bevezetés

A 2007-ben kezdődő gazdasági válság előtérbe helyezte a monetáris politika stabilizációs szerepét. A fiskális politika ezzel szemben számos országban – így az Európai Unióban – kevésbé volt aktív annak ellenére, hogy hagyományosan erős a gazdasági stabilizációs szerepe. Felmerül az a kérdés, hogy ez mennyiben járulhatott hozzá, hogy a gazdasági növekedés nem tért vissza a válságot megelőző trendjéhez (*Lehmann et al. 2020*).

---

\* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

P. Kiss Gábor a Magyar Nemzeti Bank főosztályvezetője. E-mail: [kissg@mnbb.hu](mailto:kissg@mnbb.hu)

A szerző kiemelten köszönetet szeretne mondani Bögöthy Zoltánnak és Szőke Katalinnak segítségéért, továbbá Baksay Gergelynek, Morvay Endrének és a két anonim lektornak észrevételeikért. Minden fennmaradó hiba a szerző felelőssége.

A magyar nyelvű kézirat első változata 2020. március 17-én érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <http://doi.org/10.25201/HSZ.19.2.5587>

A fiskális politika definíciója magában foglalja a költségvetési egyenlegre, továbbá az adókra és kiadásokra vonatkozó politikák összességét (Cottarelli – Keen 2012, Tanzi – Zee 1997, IMF 2015). Az aktuálisan érvényes fiskális politika kapcsán felvetődik a kérdés, hogy fenntartható-e, hiszen a „folyamatos kormányzati finanszírozási igény folyamatosan növekvő államadóssághoz vezet” (Domar 1944). A fiskális politika hagyományos funkciói között van a ciklikusan ingadozó gazdasági aktivitás stabilizálása, a közjavak biztosítása (allokációja) és a jövedelmek újraelosztása (Musgrave 1959). E funkciók ellátása a gazdasági teljesítményre közvetlen (allokáció és stabilizáció) vagy közvetett (újraelosztás) hatással van. Bizonyos körülmények között feltételezhető, hogy ez a hatás a GDP mellett a potenciális növekedési ütemre is kiterjedhet. A fiskális stabilizációval kapcsolatban azonban számos félreértés van; a következő fejezetekben néhány időszerű kérdéssel foglalkozunk.

A második fejezetet annak bemutatásával kezdjük, hogy a növekedésre nem a deficit, hanem annak változása hat. Ezt követően ismertetjük az e változás hatására, multiplikátorára vonatkozó elképzeléseket. A harmadik fejezet azokra a véleményekre reagál, melyek figyelmen kívül hagyják a diszkrecionális intézkedés optimális jellemzőire vonatkozó konszenzust.<sup>1</sup> Ennek szélsőséges formája az átmeneti jelleg elvetése, amiből tartós lazítás következhet. Egyszerű szimulációval bizonyítjuk, hogy ez nem lehetséges, és ennek akadályát nem a maastrichti kritériumok konkrét értékei jelentik.

A negyedik fejezet emlékeztetni kíván az irodalomban gyakran figyelmen kívül hagyott automatikus stabilizátorokra. Sem hatásukról, sem arról az elvről nem érdemes elfeledkezni, hogy „hagyjuk az automatikus stabilizátorokat működni”. Az ötödik fejezet bemutatja, hogy a kibocsátási rés becslési bizonytalansága és utólagos revíziója gyakran gátolja az automatikus stabilizátorok zavartalan működését, sőt a ciklus téves becslésén keresztül éppen prociklikus fiskális politikát eredményez. Példát mutatunk arra is, amikor a stabilizáció és a fenntarthatóság szempontja ellentétbe kerül.

A hatodik fejezet azon felvetések realitását kérdőjelezi meg, amelyek szerint képezhető lenne egy olyan nagyságú EU-büdzsés, ami a monetáris unió szintjén érzékelhető mértékű stabilizációt eredményezhetne. A hetedik fejezet vitatja azt a nézetet, hogy a monetáris politika mellett csak az általános fiskális keresletbővítés eszközével érdemes számolni. Egyrészt emlékeztetünk arra, hogy a fiskális politika célzottsága meghatározó, hiszen az egyes intézkedések rövid és hosszú távú kibocsátásra gyakorolt hatása nagyon eltérő. Bemutatjuk, hogy egyenlegsemleges – aggregált keresletet nem érintő – intézkedési csomag is elérhet pozitív hatást.<sup>2</sup> Másrészt fel-

---

<sup>1</sup> A diszkrecionális intézkedésnek jól időzítettnek, átmenetinek és célzottak kellene lenniük. Az irodalomban mostanában előfordul, hogy legfeljebb a jól időzített jelleg, vagyis a késlekedés elkerülésének fontosságát ismerik el, ami a prociklikusság elkerülése érdekében szükséges.

<sup>2</sup> Matolcsy (2015), Palotai (2017), Baksay és Csomós (2014), Szoboszlai et al. (2018)

hívjuk a figyelmet arra, hogy további gazdaságpolitikai eszközök kerültek előtérbe. A strukturális és versenyképességi reformok, valamint a makro- és mikroprudenciális eszközök a stabilizálás feladata mellett a potenciális növekedést is támogathatják.

## 2. Fiskális impulzus és fiskális multiplikátorok

A fiskális politika aggregált értelemben (eltekintve a bevételi-kiadási szerkezettől) akkor van érdemi hatással a gazdasági növekedésre, ha a deficit jelentősebben változik, és magas a multiplikátor értéke. A rövid távú multiplikátorok nagyságára különböző becslések vannak, a hosszú távú multiplikátoroknak azonban még az előjele is bizonytalan. A következőkben először annak bizonyításával foglalkozunk, hogy nem a deficit, hanem annak változása – a fiskális impulzus – van hatással a növekedésre. Ezután térünk át a multiplikátorokra vonatkozó becslések és elképzelések bemutatására, és annak illusztrálására, hogy mekkora különbséget okozhat, ha az egyiket vagy a másikat választjuk.

A fiskális politika rövid távú hatását az alábbiakban *Chand (1993)* levezetését követve mutatjuk be.

Zárt gazdaságban a következő azonosságok írhatók fel:

$$Y = C + I + G \quad (1)$$

$$T = t(Y), \quad (2)$$

ahol  $Y$  a gazdasági kibocsátás,  $C$  a lakossági fogyasztás,  $I$  a privát beruházás,  $G$  a kormányzati kiadás,  $T$  a kormányzati adóbevétel és  $t$  az effektív adóráta.

Most tegyük fel azt, hogy e változók közül  $I$  és  $G$  exogén módon határozódik meg. A fogyasztás esetében azt feltételezzük, hogy az az adott évi jövedelemnek az arányos része:

$$C = c(Y - T), \quad (3)$$

ahol  $c$  a fogyasztási határhajlandóság.

Az (1), (2) és (3) összefüggések alapján, bevezetve az  $\alpha$  multiplikátort,

$$Y = \frac{1}{1 - c(1 - t)}(I + G) = \alpha(I + G). \quad (4)$$

Chand (1993) levezetését követve (4) totális differenciálásával és előző periódusbeli számszerűsítéssel az alábbi eredményt kapjuk:

$$\Delta Y = \alpha_{-1} (\Delta I + \Delta G) + (I_{-1} + G_{-1}) \{-\alpha_{-1}^2 c_{-1} \Delta t + (1 - t_{-1}) \alpha_{-1}^2 \Delta c\}, \quad (5)$$

vagyis a GDP változása a két exogénnek feltételezett változó ( $I$  és  $G$ ) bázisévi multiplikátorral szorzott változásától függ, továbbá a multiplikátor tárgyévi változásától, ami egyrészt függ az adórata, másrészt a fogyasztási határhajlandóság változásaitól.

Az effektív adórata változásának adóbevételre gyakorolt hatása:

$$\Delta t Y_{-1} = \Delta T - t_{-1} \Delta Y. \quad (6)$$

A fogyasztási határhajlandóság változásának fogyasztásra gyakorolt hatása:

$$\Delta c Y_{-1} = \frac{\Delta C}{1 - t_{-1}} - c_{-1} \Delta Y. \quad (7)$$

Felhasználva, hogy  $Y = \alpha(I + G)$ , a GDP változását leíró (5) egyenlet átírható:

$$\Delta Y = \alpha_{-1} (\Delta I + \Delta G) + Y_{-1} \{-\alpha_{-1} c_{-1} \Delta t + (1 - t_{-1}) \alpha_{-1} \Delta c\}. \quad (8)$$

Az effektív adórata (6) és fogyasztási határhajlandóság (7) változásának hatását leíró egyenleteket behelyettesítve, és  $Y_{-1}$ -vel végigosztva

$$\frac{\Delta Y}{Y_{-1}} = \alpha_{-1} \left\{ \left( \frac{\Delta I}{I_{-1}} + \frac{\Delta G}{G_{-1}} \right) - ct_{-1} \left( \frac{\Delta T}{T_{-1}} - \frac{\Delta Y}{Y_{-1}} \right) + c_{-1} \left( \frac{\Delta C}{C_{-1}} - \frac{\Delta Y}{Y_{-1}} \right) \right\}. \quad (9)$$

Amennyiben a fenti, tényleges növekedést felbontó egyenletből levonjuk az egyensúlyi növekedésre ( $n$ ) felírt semleges pályát, az alábbi egyenlet adódik:

$$\begin{aligned} \frac{\Delta Y}{Y_{-1}} - n = \alpha_{-1} \left\{ \left( \frac{\Delta I}{I_{-1}} - n \right) \frac{I_{-1}}{Y_{-1}} + \left[ \left( \frac{\Delta G}{G_{-1}} - n \right) \frac{G_{-1}}{Y_{-1}} \right. \right. \\ \left. \left. - ct_{-1} \left( \frac{\Delta T}{T_{-1}} - \frac{\Delta Y}{Y_{-1}} \right) \right] + c_{-1} \left( \frac{\Delta C}{C_{-1}} - \frac{\Delta Y}{Y_{-1}} \right) \right\}. \end{aligned} \quad (10)$$

Kérdés azonban, hogy a kiadások növelése esetében mi tekinthető intézkedésnek. Chand (1993) levezetését követve megállapítható, hogy abban az esetben, ha a fogyasztási határhajlandóság ( $c$ ) és az effektív adórata ( $t$ ) nem változik, akkor az aktuális gazdasági növekedés csak akkor térhet el a trendtől ( $n$ ), ha a beruházások vagy a kormányzati kiadások növekedése eltér ugyanattól a növekedési trendértéktől ( $n$ ):

$$\frac{\Delta Y}{Y_{-1}} = \alpha_{-1} \left( \frac{\Delta I}{I_{-1}} + \frac{\Delta G}{G_{-1}} \right). \quad (11)$$

A kormányzati kiadás növekedési ütemének eltérése az  $n$  értéktől intézkedést jelent, az adóknak a gazdasági növekedéstől való eltérése – ha eltekintünk a progresszív adórendszerrel – szintén intézkedésre, az effektív adóráta változására utal. A képletből egyértelműen megállapítható, hogy a rövid távú GDP-re nem a fiskális egyenleg, hanem annak változása van hatással. Ennek következménye az, hogy a rövid távú gazdasági növekedés ütemének folyamatosan magas szinten tartásához a fiskális egyenleg folyamatos romlására lenne szükség. A huzamos ideig növekvő hiány azonban egy ponton finanszírozhatatlan államadósságot és hiteltelen fiskális politikát eredményezhet.

A (10) képletben a költségvetési tételek szögletes zárójelben levő része a fogyasztási határhajlandóság kivételével megegyezik az ún. „holland” fiskális impulzussal (Chand 1977):

$$\frac{FI}{Y_{-1}} = \left( \frac{\Delta G}{G_{-1}} - n \right) \frac{G_{-1}}{Y_{-1}} - \left( \frac{\Delta T}{T_{-1}} - \frac{\Delta Y}{Y_{-1}} \right) \frac{T_{-1}}{Y_{-1}}. \quad (12)$$

Ez a „holland” fiskális impulzus mutató a diszkracionális intézkedések hatását úgy határozza meg, hogy a gazdasági ciklus változásának költségvetési hatását kiszűri, tehát úgy is felfogható, mint a tárgyévi és bázisévi ciklikusan igazított költségvetési egyenlegek különbsége. Ez a mutató elvben a diszkracionális intézkedések első-körös hatására vonatkozik, azonban az adóbevételt nem korrigálja a fogyasztási határhajlandósággal. Most oldjuk fel azt a feltételezést, hogy a beruházás exogén változó és a gazdaság zárt. Ilyen módon a diszkracionális intézkedések a beruházási multiplikátoron keresztül is hatnak, a nyitottság bevezetésével pedig az import ( $M$ ) és export ( $X$ ) is megjelenhet, ami szintén érinti a fiskális politika hatását. A fogyasztási multiplikátorra vonatkozóan ez azt jelenti, hogy annak nagysága a fogyasztáshoz tartozó import-határhajlandóság ( $m_c$ ) mértékének figyelembevételével csökken:

$$\alpha = \frac{1}{1 - c(1 - t) + m_c}. \quad (13)$$

A fiskális politika hatását illetően a közgazdasági elmélet különböző válaszokat ad, és a sokféleség az empirikus vizsgálatok eredményeiben is megmutatkozik. A következőkben először röviden az elméleti, majd az empirikus megközelítéssel foglalkozunk.

A modern elméletek többsége elfogadja, hogy a rövid távú fiskális hatást az új-keynesiánus mechanizmusok határozzák meg, abból adódóan, hogy a verseny és az ár- és bérrugalmasság nem tökéletes. Mindez a gazdasági ciklus egyes pontjain keynesi kereslethiányhoz vezethet, vagyis egy fiskális lazítás a ragadós árak és bérek miatt növeli a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét, a magánfogyasztást és a GDP-t. Ezt a közvetlen keynesi hatást erősíti például a tőkepiacok tökéletlensége és a likviditáskorlátos fogyasztók nagy aránya, de gyengíthetik vagy ellentételezhetik más, nem-keynesi hatások.

Ilyen gyengítő hatást eredményezhet az, ha a piacok mégis hatékonyabban működnek, valamint a gazdasági nyitottság [(13) képlet], a munkapiaci és versenyképességi kompenzációs hatás és a kamat- és árfolyam-reakciók. A kamat egyrészt a beruházások kamatérzékenységén<sup>3</sup>, másrészt a vagyonhatáson keresztül hat, végül a kamatprémium változtatásával a nettó exportra gyakorolt hatáson keresztül is hatással lehet.<sup>4</sup> Gyengítő hatása van a háztartások heterogenitásának is, ugyanis ezek az eltérő jövedelmi/vagyoni csoportok különböző hitelezési (*Hayashi 1987*) vagy megtakarítási (*Mankiw 2000*) ellensúlyozó mechanizmusok fokozatos kibontakozásán keresztül ellentételezhetik az intézkedés hatását.

Ellentételező hatás – és akár negatív multiplikátor is – következhet az újklasszikus iskola (*Bernheim 1989*) azon feltételezéséből, hogy a fiskális lazítás erős kiszorítási hatása miatt a privát fogyasztás és beruházás csökken, miközben a munkakínálat GDP-re gyakorolt pozitív hatása nem jelentős. Ezen érvelés szerint a tőkepiaci egyensúly azt igényli, hogy a lakosság a lazítás idején államkötvényt vásároljon, és a megtakarítások simítása érdekében visszafogja a privát beruházást (*Strulik – Trimborn 2013*). Ez a tőkeállomány leépüléséhez vezethet, és a termelés csökkenését vonja maga után, ami csak hosszú távon áll helyre.

A modern elméletek eltérnek annak megítélésében, hogy közép- és hosszú távon mekkora a fiskális multiplikátor. Az újklasszikus és keynesi elmélet szintézise szerint rövid távon az újkeynesiánus mechanizmusok hatnak, de hosszú távon az újklasszikus összefüggések érvényesülnek. A középtávon még alacsonyabb tőkeállomány (negatív középtávú multiplikátor) hosszú távon visszatér az egyensúlyhoz (nulla hosszú távú multiplikátor).

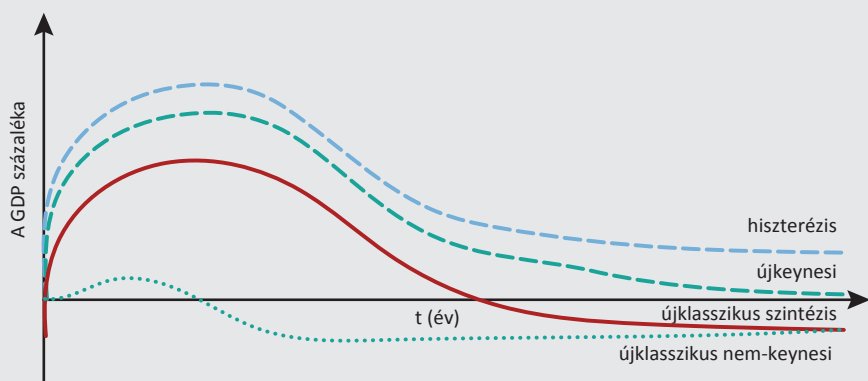
A hagyományos újkeynesi megközelítésben közép- és hosszú távon nullára csökken a multiplikátor, a gazdaság visszatér a munkanélküliség természetes rátája melletti egyensúlyhoz. A válságot követően azonban egyre többen állítják azt, hogy a multiplikátor pozitív maradhat. Érvelésük szerint a potenciális kibocsátás endogén, nem független az aggregált kereslet pályájától. Elhúzódó recesszió idején ugyanis a magas ciklikus munkanélküliség átalakulhat strukturálissá, a munkaerő tudása leértékelődik és kiszorul a munkapiacról, így pedig csökken a potenciális GDP (*DeLong – Summers 2012*). Az a fiskális lazítás tehát, ami ezt megakadályozza, *ceteris paribus* növeli a potenciális kibocsátást, vagyis hosszabb távon is pozitív multiplikátort eredményezhet.

<sup>3</sup> A beruházásoknak három tényezője különböztethető meg. Az autonóm beruházás esetében a beruházási határhajlandóság nulla, ide tartozhatnak az állami beruházások. A beruházások másik két komponense a jövedelemtől, illetve a kamattól függ. A kamatok bekapcsolása kimutatja azt a csatornát, hogy a beruházások érzékenyek a tőkeköltségek változására.

<sup>4</sup> Ez a csatorna a gyenge keynesi vagy nem-keynesi megközelítésben fejtheti ki a hatását. Egyik magyarázata az, hogy a fiskális lazítás/szigorítás hitelességi hatása növelheti/csökkentheti a kamatprémiumot. Ez fel/leértékelheti az árfolyamot, és csökkentheti/növelheti a nettó exportot, természetesen attól is függően, hogy reagál-e a monetáris politika. Másik magyarázata az, hogy a magasabb/alacsonyabb kamatprémium visszafoghatja/élénkítheti a működőtőke-beáramlást, ami ronthatja/javíthatja a vállalatok export-versenyképességét.

A modern elméletek eltérő rövid és középtávú fiskális multiplikátorait foglalja össze a sematikus 1. ábra, egy fiskális lazítás hatásának lehetséges lefutásait ábrázolva az idő függvényében. Ez felhívja a figyelmet arra, hogy a rövid távú multiplikátor minden elméleti keretben nagymértékben eltér a középtávútól, és a fiskális élénkítés értékelése során ezt nem szabadna figyelmen kívül hagyni (Guest – Makin 2011). A felső szaggatott vonal a hiszterézis jelenségével összefüggő hatást mutatja, itt a keresletbővítő fiskális politikának hosszú távon is pozitív hatása lehet a magasabb potenciális GDP-n keresztül. A következő szaggatott vonal a gyengén keynesi hatást mutatja, ahol szintén pozitív a kapcsolat a lazítás és a GDP között, de hosszabb távon ez nulla. A középső, vastag vonal az újklasszikus és keynesi elmélet szintézisének megfelelő válasz függvényre ad példát, ahol középtávon a keynesi hatásokat meghaladják az ellentétes irányú csatornák, hosszú távon pedig ez is nullához tart. Az alsó pontozott vonal az újklasszikus fiskális hatás reakció-függvényét ábrázolja. Itt már rövidebb távon is túlsúlyba kerülnek a nem-keynesi csatornák, és ezzel a teljes hatás hamarabb negatívvá válik, majd hosszú távon szintén nulla lesz. Ez az ábra nemcsak azt illusztrálja, hogy a rövid és középtávú fiskális multiplikátor eltérő, hanem azt is, hogy a rövid távú multiplikátort sem szabad az első éves multiplikátorral azonosítani.<sup>5</sup>

**1. ábra**  
Fiskális multiplikátorok ugyanolyan mértékű impulzus esetén



Megjegyzés: A GDP-tengely skálázása szándékosan hiányzik, az ábra célja egy séma bemutatása az egymáshoz viszonyított görbék segítségével. A konkrét értékek sok tényezőtől függenek (pl. adó vagy kiadás stb.), rövid távon pedig nagyon ciklusfüggő.

Forrás: Horváth et al. (2006) és Strulik – Trimborn (2013) alapján szerkesztve.

Ahogy az elmélet különféle rövid, közép- és hosszú távú multiplikátort feltételez, úgy az empirikus eredmények is többfélék. Ezen modellalapú és ökonometriai becslések közös jellemzője, hogy szerintük még a permanens fiskális intézkedések

<sup>5</sup> Hasonló ábrákat lásd: Strulik – Trimborn (2013), 2. ábra; Horváth et al. (2006), 1. ábra.

hatása is eltűnik öt éven belül (*Batini et al. 2014*). Ez a folyamat nem lineáris, hanem fordított U alakot mutat, ahol a második évben jelentkezik a maximum (*Coenen et al. 2012*). Ha egy általános keresletbővítés minden tételnél arányosan történik meg, akkor a kiadások csaknem fele közvetlenül megjelenik a nominális GDP szintjében, ennek azonban csak kisebb része a volumenben (pl. beruházás, de 20-25 évre szétterítve), nagyobb része a deflátorban (pl. állami béremelés). Ráadásul az állami kiadások közvetlen adótartalma miatt az impulzusnak körülbelül egyötöde azonnal vissza is érkezik adóbevételeként, így a nettó impulzus ennyivel kisebb. A fenti tényezők megmagyarázzák, hogy alapesetben egy bruttó impulzussal azonosított általános keresletbővítés multiplikatóra miért mérsékelte.

A hatás nagysága és lefutása szempontjából egyrészt kiemelt fontosságú, hogy a fiskális sokk átmeneti vagy permanens, illetve milyen szerkezetben valósul meg. Az expanzív (nem-keynesi) fiskális konszolidáció irodalma kitüntetett szerepet tulajdonított a kiigazítás összetételének (például: *Perotti 1996*). A szerkezet fontosságáról az utolsó fejezetben lesz szó. Az adósságállomány nagysága is fontos, mert a multiplikátor akkor nagyobb, ha az adósságráta alacsonyabb (*Huidrom et al. 2016*). Magasabb adósságráta esetén a hiánynövelő intézkedések következtében bekövetkező hozamemelkedés a teljes gazdaságot érintheti, és így kiszoríthatják a magánberuházást és fogyasztást (*Bi et al. 2014*).

Másrészt meghatározó jelentőségű a gazdaság ciklikus pozíciója, a monetáris politika reakciója és a gazdaságpolitika többi eleme is. Több kutatás szerint a multiplikátor állapotfüggő, vagyis a ciklus során változik, aszimmetrikusan alakulhat, és nemlineáris jellemzői vannak (*Auerbach – Gorodnichenko 2012a és 2012b*). Az elhúzódó recesszió során a fiskális sokknak tartós hatása lehet a hiszterézis következtében<sup>6</sup> (*DeLong – Summers 2012*). A monetáris politika szintén hozzájárulhat a fiskális politika hosszabb hatásához, amennyiben nem ellensúlyozza a fiskális lazítást kamatemeléssel. Ezáltal egy kétéves átmeneti lazítás hatását is öt évre terjesztheti ki a DSGE-modellek szerint (*Coenen et al. 2012*). A fiskális politika gyakran egy széleskörű makrogazdasági program részét képezi, és attól nehezen választható el. Ez történt az „expanzív fiskális konszolidáció” két legtöbbet hivatkozott esetében, Dániában és Írországbán.<sup>7</sup>

A fiskális multiplikatorra vonatkozóan az empirikus irodalomban szereplő eltérések lehetséges okai egyrészt tartalmi, másrészt módszertani jellegűek. Tartalmi különbséget okoz, hogy az eredmények országonként mások. Ez nem meglepő, hiszen

<sup>6</sup> Amíg a nem tartós recesszió körülményei között a fiskális multiplikátor nullához közelít, addig tartós recesszió esetén a hosszabb távú multiplikátor még meg is haladhatja a rövid távút (*DeLong – Summers 2012*).

<sup>7</sup> Mindkét országban jelentős árfolyam-leértékelés volt, a kamatok és az infláció csökkent, liberalizálták a tőkeáramlást és a visszafogott bérdinamika is csökkentette az export árát. Írországbán a munkapiac strukturális reformjára is sor került, és az EU- és EMS-tagság is kedvező hatást gyakorolt. Ezen az alapon többen (*Eichengreen 1998, Prammer 2004, Barry 1991, Bradley – Whelan 1997*) kétségbe vonják, hogy a dán és ír fiskális kiigazítások nem-keynesi jellegűek voltak.



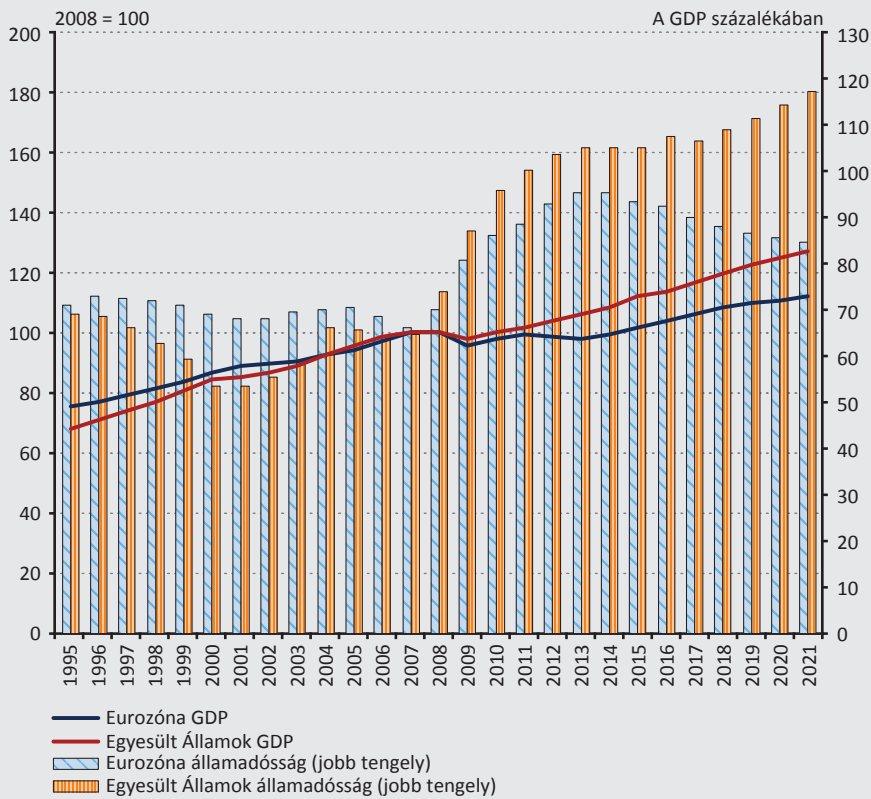
jelentős különbségek vannak minden fontos dimenzióban, például gazdasági fejlettségben, nyitottságban, eladósodottságban, monetáris politikai és árfolyamrendszerben, nominális és reálmerevségekben. Jelentős eltérést találtak a fejlett és kevésbé fejlett országok között az OECD és a Világbank adatbázisai alapján *Giavazzi és szerzőtársai (2000)*. A fejlett országokon belül is előjelében eltérő eredmények adódtak az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság között (*Jones et al. 2015*), ami az USA egyedülálló jellemzőivel függhet össze. Ezek alapján egységes fiskális recept még az aggregált fiskális stabilizáció esetében sem képzelhető el (nemhogy a fiskális intézkedések szerkezetére vonatkozóan, amiről az utolsó fejezetben szólunk részletesebben).

Módszertani problémát jelent, hogy a becslés során milyen módon vehető figyelembe a fiskális politika és a többi változó közötti kapcsolat. A DSGE-modell alapján végzett szimulációk (*Coenen et al. 2012*) során a változók között részletes – mikro-gazdasági döntéseket is tartalmazó – összefüggések érvényesülnek, azonban nem tudják kezelni a multiplikátorok állapotfüggő (aszimmetrikus és nemlineáris) jellemzőit. Az empirikus becslések (regresszió, VAR, SVAR) általában szintén lineárisak, így az állapotfüggő jelleget csak speciális esetben tudják megragadni (*Auerbach – Gorodnichenko 2012a és 2012b*). További módszertani probléma, amire később még visszatérünk, hogy a diszkrecionális intézkedéseket gyakran a ciklikusan igazított (elsődleges) deficit változásával azonosítják, ami torzításhoz vezet, hiszen a pénzügyi ciklusok hatását nem szűrik ki. Az exogén fiskális sokkok megfelelő meghatározása más okokból sem valósul meg ebben a keretben. *Romer és Romer (2010)* például négyféle okot különböztet meg az adóintézkedések esetében. Ebből az első kettő endogén (a kibocsátást érintő egyéb hatásokkal összefügg), nevezetesen a kiadásokat, illetve a közeli jövőben a kibocsátást érintő egyéb hatásokat ellentételező intézkedések. Ezzel szemben exogén intézkedésnek tekinthetők a felhalmozódott adósság leépítése és a hosszú távú célok elérése érdekében hozott lépések. Az utóbbiak meghatározása érdekében jött létre az egyedi adóintézkedések közvetlen becslésére épülő narratív módszer. Ez egy másik módszertani problémára is felhívja a figyelmet, ugyanis figyelembe kell venni az intézkedések szerkezetét, vagyis hogy milyen adók és milyen kiadások változnak. *Baksa és szerzőtársai (2014)* a „Létezik „a” költségvetési multiplikátor?” című tanulmányukban megállapítják, hogy nem létezik egységes fiskális multiplikátor, és a fiskális expanzió különböző formái (a vizsgált formák: áfa, szja, szociális járulékok, pénzügyi transzferek, kormánykiadások) különböző multiplikátorokkal rendelkeznek. A modellalapú megközelítések általában megegyeznek abban, hogy az indirekt adók, transzferek és kormányzati fogyasztás permanens változása csak rövid távú hatást gyakorol a kibocsátásra, és ez öt éven belül el is tűnik (*Coenen et al. 2012*). Ezzel szemben az állami beruházások vagy társasági adók tartós változtatásának akár tartós hatása lehet, és öt éven túlmezőn is fennállhat, mert a gazdaság tőkeállományára hat (*Coenen et al. 2012*). Ha általános keresletbővítésről beszélünk, akkor ezeknek a tartósabb tételeknek a súlya sokkal alacsonyabb, mint a rövid távon ható tételeké, ezért azoknak a hatása lesz a meghatározó.

### 3. Egy kellemetlen aritmetika illusztrációja

A következőkben egy egyszerű illusztrációt készítünk a multiplikátorok jelentőségéről. A 2. ábrán látható, hogy az államadósság 1995-ben és 2007-ben nagyon hasonló volt az euroövezetben és az USA-ban, ezt követően folyamatosan nő a különbség közöttük, hasonlóan a GDP esetében. Az illusztráció során megvizsgáljuk, hogy mekkora lenne az euroövezet adóssága abban a scenárióban, amikor egy általános keresletbővítő fiskális politika folyamatosan 3 százalékos növekedést biztosítana 1995 és 2019 között. 3 százalékos növekedés esetén a 1995 és 2007 évi szétnyílás megszűnne az USA és az euroövezet között, 2008 után pedig nem csupán a növekedési ütem nem nyílna szét, de még az USA-ban jelentkező egyszeri szintbeli csökkenés sem jelentkezne. E rögzített növekedési ráta elérése annál nagyobb deficit- és adósságnövekedést követel meg, minél kisebb a multiplikátor, és megfordítva, a nagyobb multiplikátor kevésbé meredek hiánypályát igényel. Hogy kiderüljön, hogy a folyamatos aggregált lazítás csodaszer vagy csupán a bűnbak szerepét tölti be, a multiplikátor lehetséges és lehetetlen értékeire egyaránt készítettünk szimulációkat.

**2. ábra**  
Az USA és az euroövezet gazdasági növekedése és adósságrátája



Forrás: AMECO

A szimuláció során különféle feltételezésekkel éltünk, ha döntési lehetőség volt, akkor az optimistább, kisebb adósságrátát eredményező változatot fogadtuk el. Kivétel ez alól a multiplikátorok megválasztása, hiszen itt célunk éppen az eltérő scenáriók bemutatása. Az alapszenárió egy újkeynesi hatásra épült, aminek öt évig a következő multiplikátorai vannak: 0,5; 0,7; 0,5; 0,3; 0,1; utána végig nulla. Számoltunk egy újklasszikus szintézisnek megfelelő változatot is, ami az előzőnél 0,1-gyel alacsonyabb multiplikátort feltételez az egész időhorizonton, így érzékenységvizsgálatnak is felfogható. A multiplikátor nulla közeli középtávú értékének az intuitív hátere a következő: Adott a GDP 1 százalékának megfelelő nominális keresletbővítés. Ebből 37 százalék visszatérül a költségvetésbe (ez volt az euroövezet adócentralizációs értéke 2008-ban). A nettó impulzus tehát 0,63, aminek mondjuk a fele a deflátorokban (kormányzati fogyasztás deflátor, CPI) jelenik meg, a másik fele a reálváltozókban. Nyitott gazdaság esetén a reálhatás fele növeli a reál-GDP előállítását, vagyis nagyjából 0,16. Különböző ellensúlyozó mechanizmusok következtében ez középtávon nullához közeli érték lehet.

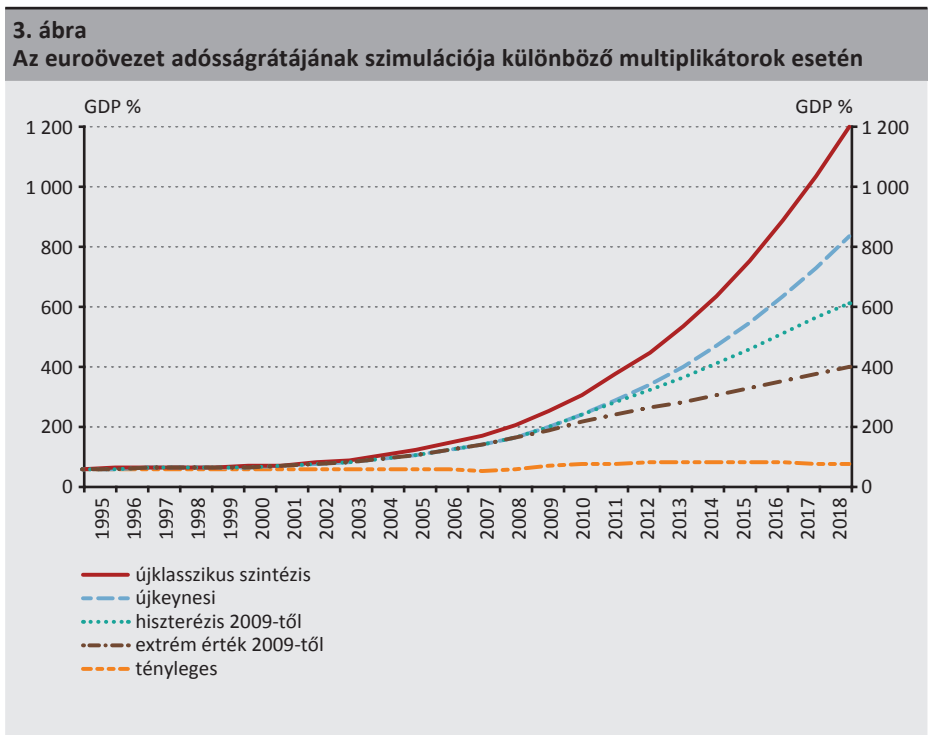
E két pálya mellett 2009 és 2018 között feltételeztünk egy hiszterézis-szenáriót is, ahol a multiplikátor az egész időhorizonton 0,63-dal magasabb. Annak érdekében, hogy a lehetséges maximális növekedési és legkisebb adósságráta-hatást bemutassuk, erre a teljes időszakra azt feltételeztük, hogy a hiszterézishez szükséges feltételek teljesülhetnek. Mivel az adótaralommal csökkentett, nettó impulzus 0,63, ezért ez a multiplikátorérték olyan, középtávon érvényesülő szélsőértéknek minősíthető, ahol az impulzus 100 százalékban hat, más szóval a nyitottságon, semlegesítő csatornákon és deflátoron keresztül jelentős mértékű elszívárgást teljes mértékben és hosszú időn keresztül ellensúlyozzák a tőkeállományt vagy a munkanélküliséget érintő pozitív hatások (utóbbi korlátaitól is eltekintettünk). Ez optimista feltételezés, ha figyelembe vesszük, hogy nem célzott intézkedésről, hanem általános keresletbővítésről beszélünk, amikor olyan szereplők is részesülnek az impulzusból, akiknek nincsen rá szüksége, így aktivitásukat nem érinti. Érzékenységvizsgálat céljából készítettünk egy ennél is sokkal optimistább, extrémnek nevezhető scenáriót, ahol a multiplikátor 2009-től 1,7-del magasabb, mint az alappálya volt.

Létezik egy középtávú multiplikátor, ahol önfinanszírozó a lazítás, ezt pedig a (13) képlet alapján az adócentralizációból lehet meghatározni. Ha az egyéb változók (nyitottság, fogyasztási határhajlandóság) hatását ellensúlyozhatják is más tényezők, a deficit szempontjából az számít, hogy mennyi adóbevétele térül vissza. Ez az érték a 37 százalékos adócentralizáció esetén 2,7, ami kívül áll a reálisan számításba vehető multiplikátorok körén. Ebben az esetben a nominális adósság nem változik, de a magasabb GDP miatt az adósságráta csökken. Ennek hatását is figyelembe véve – változatlan adósságrátát elérve – az önfinanszírozó középtávú multiplikátor 2,55.

Amennyiben egy 1 százalékos impulzus nem eredményez középtávon majdnem háromszor akkora GDP-szintet, akkor az adóból nem térül annyi vissza, hogy önfinanszírozó legyen. Ebben az esetben az egyes évek impulzusai deficitekkel kumulálódnak,

a deficittek pedig adóssággá. A deficit eredményeképpen magasabb a GDP, ez azonban a deficittek kumulálásából adódó adósságráta növekedését csak mérsékelni képes. Az eredmény, mint az ábrán látható, exponenciálisan növekvő adósság.

Az illusztratív számítás során a tényleges hiány- és adósságpályához hozzáadtuk azt a növekvő deficitet, amely a 3 százalékos folyamatos növekedés fenntartásához szükséges,<sup>8</sup> azaz a felhalmozódó adósság kamatát a tényleges kamatfizetés és tényleges adósság alapján számított implicit kamatrátával. Egy adósságszinten túl irreális, mégis azt feltételezzük, hogy a magasabb adósság miatt a kamatprémium nem emelkedik, ami azt jelenti, hogy számításunk abszolút mértékben alsó becslésnek tekinthető a hiányt és adósságot illetően. Az így kapott nominális adósságot a tényleges és a 3 százalékos növekedéssel kapott GDP különbségével korrigáljuk, hiszen a magasabb GDP *ceteris paribus* csökkenti az adósságrátát.



<sup>8</sup> A szükséges impulzus mértéke:

$$kiadás_t = \left\{ 1,03 \cdot gdp_{t-1} - \left( 1 + \sum_{i=1996}^t kiadás_i \cdot multiplikátor_{t-i} \right) \right\} \frac{gdp_{t-1}}{multiplikátor_0},$$

ahol *multiplikátor<sub>0</sub>* az intézkedés azonnali hatását jelenti. Ennek eredményeképpen az adósságráta aránya *t* évben az 1995-ös rátához képest:

$$adósságráta_t = \frac{1 + \sum_{i=1996}^t (1 - adócentralizáció) \cdot kiadás_i}{\sum_{i=1996}^t (1 + kiadás_i \cdot multiplikátor_{t-i})}.$$

Az eredmények szerint az adósságráta 1995 és 2008 között a tényleges pályához képest a gyenge újkeynesi hatás mellett a GDP 107 százalékaival nőtt volna (amiből 9 százalékpont a kamat), az újklasszikus szintézis esetében pedig 148 százalékkal (kamat: 14 százalékponttal). A hiszterézis-szenárióban az adósságráta változása 2008 és 2018 között több mint 442 százalékpont (kamat ebből 72 százalékpont) és az extrém értékek mellett is meghaladja a 228 százalékpontos növekményt (ebből 49 százalékpont a kamat). Ez azt mutatja, hogy a lazítás költségei idővel viszonylag hamar meghaladják az így keletkező hasznot, más szóval a tartós keresletélénkítés nem tekinthető csodaszernek. Megalapozott tehát a diszkrecionális intézkedés optimális jellemzőire vonatkozó konszenzus, ami az átmeneti jelleget hangsúlyozza.

Az illusztratív számítás alapján megállapítható, hogy a huzamos ideig tartó, számottevő mértékű és általános keresletbővítést a középtávon is jelentős költségek akkor is korlátoznák, ha az időnként túl szigorúnak ítélt maastrichti hiány- és adósságszabályok nem léteznének. Meg kell jegyezni, hogy az EU fiskális keretrendszere e két korlátnál sokkal összetettebb, így nehezebben ítélnél meg, hogy megfelelő stabilizációs és fenntarthatósági célokat tűz-e ki, azok elérése érdekében adekvát paramétereket alkalmaz-e, és adott esetben hogyan kezeli a célok között jelentkező átváltást. A keretrendszer folyamatos változása során egyrészt a fenntarthatósági szempont erősödésével párhuzamosan felértékelődött az eredetileg másodlagos jelentőségű állományi mutató (adósság) szerepe, másrészt a stabilizációs funkció érvényesülése a strukturális egyenlegcél (MTO) hangsúlyosabbá tevését igényelte. Az egyes tagállamok számára meghatározott MTO szokásos (nem kiugró) mértékű ciklikus ingadozás esetén elegendő biztonsági sávot (*safety margin*) biztosít ahhoz, hogy a hiány ne lépje túl a maastrichti 3 százalékos határértéket.<sup>9</sup> Amíg korábban a maastrichti deficitráta és adósságráta határértékének konzisztenciáját vizsgálták, ma az MTO mint a gyakorlatban érvényesülő, nulla közelében levő cél és az adósság határértéke vethető össze. Ez alapján a jelenleg érvényesülő, trendjében alacsonyabb nominális GDP-növekedés is elegendő ahhoz, hogy a határértéken stabilizálja az adósságrátát (vö. *Lehmann et al. 2020: 3. ábra*).

#### 4. Automatikus stabilizátorok és diszkrecionális fiskális intézkedések

Az automatikus stabilizátorok hatásának érvényesülése nem látványos, ezzel kapcsolatban azt az elvet fogalmazták meg, hogy „hagyjuk az automatikus stabilizátorokat működni.” Ez más szóval azt jelenti, hogy ne hozzunk ellentétes irányú intézkedéseket. A fiskális politika döntéshozói értelemszerűen éppen ez utóbbi, konkrét diszkrecionális intézkedésekre koncentrálnak. A konkrét lépésekre összpontosító narratív módszer kivételével azonban a többi elemzés és kutatás a diszkrecionális

<sup>9</sup> A tagállam számára ezenfelül mentesítő feltételt jelent, ha rendkívüli esemény vagy tartós és jelentős gazdasági visszaesés következik be. Ezt negatív növekedési ütemként, illetve a kibocsátásnak a potenciális növekedéstől való több év alatt felhalmozódó elmaradásaként határozták meg.

intézkedés összegének becsléseként – a ciklikusan igazított (elsődleges) egyenleg változását veszi alapul. Ezzel a megközelítéssel egyrészt tartalmi probléma van, hiszen a ciklikus komponens kiszűrése révén kihagyják az automatikus stabilizátorokat, amelyeknek pedig van hatása (egyébként értelmük sem lenne). Másrészt módszertani értelemben is számos kritika érte a ciklikus igazítást, többek között a pénzügyi ciklus hatását csak részben szűri ki. Így a ki nem szűrt rész maradékalapon belekerül a „diszkrecionális intézkedés” kategóriájába, ezáltal a fiskális politika hatásának becslésénél szisztematikus torzítást okozhat (Guajardo et al. 2011).

A következőkben először az automatikus stabilizátorokkal foglalkozunk, ezután pedig azzal, hogy a ciklikusan igazított (elsődleges) egyenleg módszertanilag miért nem jó közelítése a diszkrecionális fiskális intézkedésnek.

A (6) képlet az egyszerűség kedvéért feltételezte, hogy az adórendszer nem progresszív. A valóságban megfigyelhető progresszív adórendszerek esetében a magas marginális adóráták csökkentik a multiplikátorhatást és ezen keresztül a gazdaság sokkokra való érzékenységét. Musgrave (1959) a progresszív adórendszer ilyen működését automatikus stabilizátornak (*built-in stabilizers*) nevezte. Az ilyen értelemben vett szűkebb definíció szerint úgy jelentkezik az automatikus stabilizátorok hatása, hogy a munkanélküliek támogatása ( $U$ ) és az progresszív adók ( $T$ ) automatikusan és egységnyit meghaladó mértékben követik a gazdasági teljesítmény ( $GDP$ ) ingadozását (a két tétel egyenlege legyen  $T^* = T - U$ ). A stabilizáló képesség időben változó, ahogyan az adórendszer és a szociális támogatások, valamint a demográfia trendje változik (Duesenberry et al. 1960). Fontos megjegyezni, hogy az adók és támogatások nem közvetlenül a GDP alakulását, hanem az adóalapok és munkanélküliség alakulását követik. Mindezek legnagyobb része (pl. lakossági adók és járulékok) időbeni késéssel követik a GDP visszaesését, amennyiben azt a külső kereslet vagy beruházás miatti sokk okozza. Így megfelelő időzítéssel jelentkezik a szűk automatikus stabilizátorok hatása, ami leginkább a lakosság rendelkezésre álló jövedelmének változásán keresztül érvényesül. Ezen hatás mellett az újraelosztási csatorna is szerepet kaphat, nevezetesen, ha a kiadásait elköltő háztartások jövedelme nő meg az adófizető/megtakarító háztartások rovására, akkor az aggregált kereslet még inkább nőni fog (Blinder 1975). A progresszív lakossági adóknak emellett stabilizációt biztosító ösztönzési hatása is lehet a munkakináltra (Christiano 1984).

A fenti három csatorna közül most azzal a meghatározó jelentőségű kérdéssel foglalkozunk, hogy mekkora lehet a szűk automatikus stabilizátoroknak az aggregált keresleten keresztül gyakorolt hatása.

Legyen az adóbevétel rugalmassága  $\varepsilon$ , vagyis  $\varepsilon = \frac{\Delta T}{T^*} : \frac{\Delta Y}{Y_{-1}}$  így a (12) képlet átalkakítható:

$$\frac{FI}{Y_{-1}} = \left( \frac{\Delta G}{G_{-1}} - n \right) \frac{G_{-1}}{Y_{-1}} - (\varepsilon - 1) \frac{\Delta Y}{Y_{-1}} \frac{T^*}{Y_{-1}} \quad (14)$$

Az automatikus stabilizátorok szűk definíciója alapján ez az impulzus azzal egyenlő, amennyivel ezek a tételek az egységnyit meghaladó ( $\varepsilon - 1$ ) mértékben követik a GDP ingadozását.

Az EU egészét tekintve a szűk automatikus stabilizátorok által biztosított fajlagos (egy százalékos GDP változásra eső) fiskális impulzus hivatalos becslése jelenleg 0,229, amiből az adók progresszivitása 0,171, a munkanélküli támogatás 0,057<sup>10</sup>.

Térjünk át az automatikus stabilizátorok teljes definíciójára. Ez a kamatkiadástól eltekintve minden bevétel és kiadás hatását magában foglalja. Ennek magyarázata, hogy a semleges fiskális politikának is van automatikus stabilizátor hatása. Ha az elsődleges egyenlegből levonjuk a ciklusra reagáló adóbevételt és munkanélküli kiadást, akkor munkanélküli támogatás nélküli elsődleges kiadást és a nem adójellegű bevételeket kapjuk. Ezeket a költségvetés diszkrecionális módon növeli, semleges esetben a potenciális/trend GDP-növekedési ütemével.<sup>11</sup> Levezethető, hogy a ciklikus komponens akkor egyezik meg a teljes automatikus stabilizáló hatással, amennyiben az elsődleges egyenleg egyensúlyban van.<sup>12</sup> Ez az EU szintjén nagyjából igaz, így elvben teljesülhetne, hogy a ciklikus komponens alakulása az automatikus stabilizátor hatáshoz nagyon közel legyen.<sup>13</sup> Az EU-ra vonatkozó hivatalos becslések szerint a GDP egy százalékos elmozdulása 0,537 százalékponttal változtatja a ciklikus komponens (Mourre et al. 2019). Ez azonban két okból sem tekinthető megfelelőnek. Egyrészt nem az elsődleges egyenleg tételeit veszi alapul, mert nem korrigálja a kamatkiadással. Másrészt az adókat a privát szektor adóival kellene azonosítani (Jedrzejowicz et al. 2009). Ez nemcsak a ciklikus komponens csökkenti, hiszen adóknál és kiadásoknál történő párhuzamos korrekció miatt egyidejűleg kisebb lesz a szűkebb stabilizátoroknál ((14) képlet) szereplő hatás és a kiadást is figyelembe vevő teljes stabilizációs hatás. Ez azt jelenti, hogy az EU-szintű fajlagos stabilizátor hatás nem a hivatalosan becsült 0,537, hanem körülbelül 0,450 lehet, vagyis a GDP 1 százalékát elérő sokk esetén 45 százalékot ellentételez az államháztartás:<sup>14</sup> egyrészt az állami adókkal történő nettósítás a szűken vett automatikus stabilizátorok becsült mértékét (0,229) érinti, annak fajlagos mértékét körülbelül 0,190-re csökkentve, másrészt az adókkal szintén nettózott semleges tételek a 0,450-ből még fennmaradó 0,260-os értéket magyarázzák.

<sup>10</sup> Mourre et al. (2019) függeléke I. részének táblái alapján

<sup>11</sup> Az adók esetében nem csupán kulcsok, hanem számos más paraméter is létezik, amelynek változtatása intézkedésnek tekinthető. Ebben a keretben problémát jelent az adórendszer nominális elemeinek (sávok, plafonok stb.) éves valorizációja. Semleges esetben ugyanis a valorizálásra sor kerül, de ez nem intézkedés, hiszen az adóterhelés ezáltal nem változik. A valorizálás elmaradása ugyanakkor adóterhelést növelő intézkedés.

<sup>12</sup> P. Kíss (2011:30): 5. keretes írás: „A ciklus fiskális hatása vs. a fiskális politika stabilizáló hatása”

<sup>13</sup> Az EU-nak 2018-ban a GDP 1 százalékát kismértékben meghaladó elsődleges többlete volt, ami minimális torzítást jelent az egyensúly feltételezéséhez képest.

<sup>14</sup> Az EU szintjén a GDP 33 százalékára tehető az adó és járulékbérvétel, ennek negyede/ötöde eredhet állami kiadásból.

Az eddigiekben azt feltételeztük, hogy a ciklikus igazítás megfelelő módon kiszűri a különböző ciklikus ingadozások bevételekre gyakorolt hatását. Ez azonban módszertani okokból nincsen így. A ciklikus igazítás elvégzése után ugyanis egy jelentős és volatilis meg nem magyarázható rész marad (Morris et al. 2009).<sup>15</sup> Az USA esetében is kimutatható, hogy a ciklikus igazítás nem kezeli az eszközárak ingadozásának hatását (CBO 2013). Az eszközárak az OECD-országok szintjén is torzító hatást gyakorolnak (Price – Dang 2011). Mindez a fiskális politika hatásának becslésénél szisztematikus torzítást okozhat (Guajardo et al. 2011). Az eszközárak pozitív hatását ugyanis nem szűrte ki a ciklikus igazítás, így az egyenlegjavító intézkedésnek látszott, amennyiben az intézkedés meghatározása céljából a ciklikusan igazított elsődleges egyenleg változását vette alapul egy elemzés (ahogy a legtöbben tették). Ha az eszközárak növekedését a kibocsátás növekedése követte, akkor a látszólagos egyenlegjavítás és a növekedés között találhattak összefüggést. Ebben a helyzetben a ciklikus igazítás hagyományos módszereit felválthatta volna a „pénzügysemleges” kibocsátási rés módszere (Borio et al. 2013). A hagyományos „inflációsemleges” módszerek ugyanis több tényezőnek köszönhetően, például a Phillips-görbe torzítása miatt nem működnek megbízhatóan az alacsony inflációs környezetben. Olyan módszertant javasolnak, amely alacsony inflációs környezet mellett is értékelhető és kis revíziójú adatokat eredményez. A szerzők az USA és más országok historikus adataira lényegesen pontosabb adatokat kaptak, mint korábban az OECD, illetve a Nemzetközi Valutaalap. A világgazdasági válság előtt a valós idejű adatok azt mutatták, hogy az USA, az Egyesült Királyság és Spanyolország gazdaságát a választott módszertantól függően negatív, vagy legfeljebb zárt kibocsátási rés jellemezte, az ex post felülvizsgálatok azonban rávilágítottak a hagyományos módszertanok hiányosságaira. A Borio és szerzőtársai (2013) által kidolgozott modell, mely az ingatlanárak és a hitelaggregátumok növekedésén keresztül a pénzügyi ciklusok felépülését is számításba veszi, jelentős pozitív kibocsátási részt mutat mind a valós idejű adatokat, mind a visszatekintő módszert figyelembe véve. Emellett az utólagos revízió mértéke is minimálisra csökken. Értékelésük szerint, míg az üzleti ciklusok legfeljebb 8 évig tartanak, addig a pénzügyi ciklusok jellemzően 16-20 évente változnak. A Borio és szerzőtársai (2013) által jegyzett kutatás eredményeire is építve Bernhofer és szerzőtársai (2014) is azt találták, hogy a kibocsátási rés hagyományos (inflációsemleges) módszerei nem tudják jelezni a pénzügyi ciklusok miatti felledülést. A korábbi kutatáshoz képest újdonság, hogy a szerzők a GDP trendjét és ciklikus változását is különválasztják a modellben, illetve két országcsoportot, egy fejlődőt és egy fejlettet is vizsgálnak. Az új módszertannal számolva a GDP ciklikus komponense az országok többségében számottevően magasabb volt a válságot

---

<sup>15</sup> A profitadók 1999–2000-ben és 2004–2007-ben extra adóbevételt (windfall), 2001–2003-ban pedig extra adókiesést okozott (shortfall) Németországban, Spanyolországban, Franciaországban, Olaszországban és Hollandiában. Ennek oka a veszteségleírások mellett az átértékelődésből eredő profit alakulása volt. A ciklikus igazítás nem terjed ki a lakásberuházásra, így az indirekt adókból csak a fogyasztás ciklusa került kiszűrésre. Ez Írországban és Spanyolországban okozott meg nem magyarázott maradékot.



megelőző időszakban, mint a hagyományos módszerekkel számított ciklikus komponens értéke. A potenciális érdemben meghaladó valós kibocsátást országtól függően az ingatlanárak növekedése, a hitelezési folyamatok felfutása, vagy a két tényező együtt eredményezte. A következő fejezetben bemutatjuk a kibocsátási rés torzított becslésének következményeit.

## 5. A potenciális/trend GDP valós idejű bizonytalansága

Láttuk, hogy az  $n$  egyensúlyi paraméter a (10) képlet meghatározó tényezője és így az automatikus stabilizátorok teljes definíciójának, valamint az így számított semleges pályához képest definiált diszkrecionális intézkedésnek is kulcseleme.

Több vizsgálat (*Forni – Momigliano 2005, Cimadomo 2008, Borio et al. 2013, Bernhofer et al. 2014*) kimutatta, hogy a kibocsátási rés becslése valós időben, tehát amikor a fiskális politikai döntéseket meghozták, jelentősen eltért attól, amit a később bekövetkező folyamatok alapján lehetett becsülni. A kibocsátási rés későbbi revíziói abból eredtek, hogy a potenciális növekedésről alkotott kép utólag rosszabb lett, így egy korábban pozitívnak tűnő kibocsátási rés utólag már negatívnak bizonyult (1. táblázat). Ennek következménye ez lett, hogy számos országban az 1994 és 2006 között anticiklikusnak szánt fiskális politikáról utólag bizonyosodott be, hogy az prociklikus lehetett (*Caudal et al. 2013, Forni – Momigliano 2005, Cimadomo 2008, P. Kiss 2017*). A potenciális GDP becslését a válság előtt felfelé torzíthatta, hogy az üzleti ciklusok mellett megjelent a pénzügyi ciklus is (*Borio et al. 2013, Bernhofer et al. 2014*). *Rogoff (2016)* felhívja a figyelmet arra, hogy a pénzügyi ciklus következtében jelentős volt a tőkeáttétekkel kísért lakásbuborék és kipukkanásának nagysága, valamint a válság előtti és utáni eszközárváltozások mértéke. *Boone és Buti (2019)* mellett *Benoît Coeuré (2017)* is rámutat arra, hogy a potenciális GDP becslése lefelé történő revíziójának a hiszterézis jelenségétől függetlenül is trendje van.<sup>16</sup>

<sup>16</sup> „These effects have been taken by many as evidence for hysteresis. But the discussion is arguably more complex than this. For sure, potential output estimates are chronically unreliable and often subject to substantial revisions ex post. [...] P(p)otential output growth had been slowing in the euro area well before the crisis, mainly reflecting a long-term slowdown in total factor productivity (TFP).” (*Cœuré 2017*)

## 1. táblázat

Adott év kibocsátási részének becslése megelőző évben és 2019-ben (a GDP százalékában)

Év	2000		2001		2002		2003	
	1999	2019	2000	2019	2001	2019	2002	2019
Ausztria	0,6	1,6	-0,5	0,4	-1,1	-0,1	-0,4	-1,3
Belgium	-2,0	1,8	0,8	0,5	-0,3	0,0	-0,4	-1,0
Dánia	-2,9	2,7	0,0	1,4	0,4	0,2	-0,1	-0,7
Finnország	-2,2	2,9	1,0	1,3	1,8	-0,4	-0,3	-1,6
Franciaország	-2,7	2,2	1,8	2,2	-0,6	1,6	-0,3	0,7
Németország	-0,1	1,4	-0,1	1,7	-1,5	0,3	-1,4	-1,6
Görögország	-0,2	1,3	1,3	1,3	2,2	1,2	1,8	2,2
Írország	0,3	4,5	1,5	2,2	0,2	1,4	-1,4	-1,2
Olaszország	-2,3	1,9	-2,4	2,4	-0,9	1,5	-1,3	0,7
Luxemburg	-2,1	5,9	-1,1	3,4	-3,0	2,9	0,0	0,3
Hollandia	-3,3	2,4	2,0	1,6	-1,1	-0,6	-1,8	-2,4
Portugália	0,1	3,0	-1,0	2,1	-1,5	0,8	-2,8	-1,5
Spanyolország	-3,2	3,0	0,1	3,5	-0,9	2,9	-1,5	2,3
Svédország	-0,9	1,7	0,3	0,0	0,7	-0,8	-0,1	-1,4
Egyesült Királyság	-0,8	1,1	1,2	0,9	-1,0	0,2	-0,9	0,7

Megjegyzés: Kék szín: az előjelet eltalálták, piros szín: az előjelet sem találták el.

Forrás: EC (1999, 2000, 2001, 2002) és AMECO

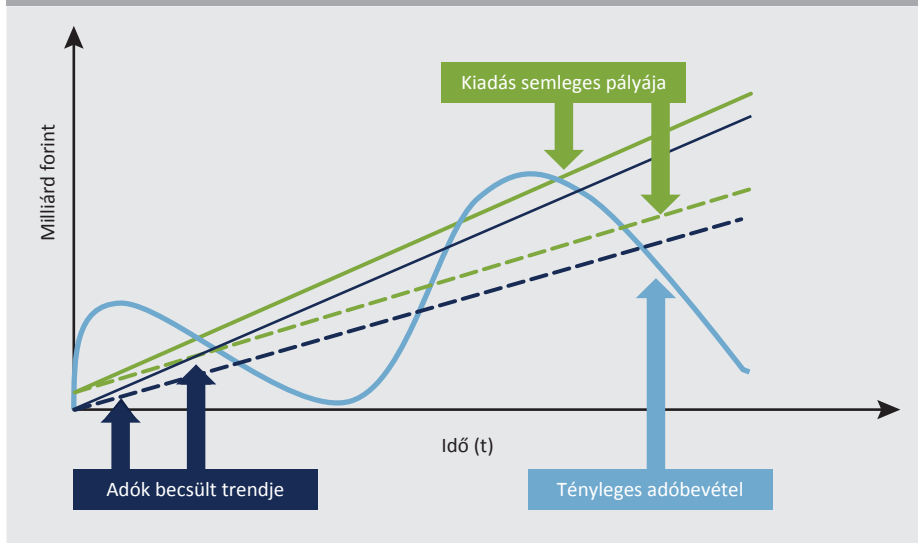
A 4. ábra azt szemlélteti, hogy a kibocsátási rés valós idejű bizonytalansága milyen problémát okoz a fiskális politika megfelelő irányultságának kialakításában, még abban az esetben is, ha a cél csak annyi lenne, hogy „hagyjuk az automatikus stabilizátorokat működni”. Az ábrán valós időben a kiadás semleges ütemű („no-policy-change”) növekedése megegyezik az adóbevétel trendjével, ami intézkedés nélkül a gazdasági növekedés ütemét követi.<sup>17</sup> Amennyiben egy jelentős visszaesést követően utólag kiderül, hogy a növekedés és így az adóbevételek trendjét lefelé kell korrigálni (szaggatott kék vonal), akkor az ezzel konzisztens semleges kiadási pálya (szaggatott zöld vonal) is változik. Ekkor válik csak nyilvánvalóvá, hogy a semlegesnek szánt kiadás végig expanzív volt; az expanzió kumulált mértéke a szaggatott és teljes zöld vonalak különbsége (a szándékkal ellentétben nem hagyták az automatikus stabilizátorokat működni). A magasabb ciklikusan igazított hiány ebben az esetben azt jelzi, hogy a kiadás magasabb a semleges szintnél, ezért valamikor – lehetőség szerint nem a válság idején – ki kell majd igazítani. Ha a válság idején további

<sup>17</sup> A diszkrecionális kiadás definíciójához viszonyítási alapként szükség van a semleges kiadási növekedés meghatározására. A tényleges kiadási pálya így minden időpontban kettéválasztható egy semleges és diszkrecionális részre.

anticiklikus, lazító intézkedések is történnek, akkor ez a fellendülés idejére halasztott kiigazítás még nagyobb lesz. Itt azonban, ahogy a bevezetésben is említettük, a fenntarthatóság szempontja – magas adósságráta esetén – ellentétbe kerülhet a stabilizációs funkcióval.

4. ábra

A növekedés trendjének lefelé történő revíziójának hatása a bevételekre és kiadásokra



## 6. Stabilizáció egy monetáris unióban; automatikus stabilizátor és diszkrecionális intézkedés

Egy monetáris unió tagállamainak a saját fiskális politika áll rendelkezésre gazdasága stabilizálásához, hiszen az árfolyam-alkalmazkodás a monetáris unióon belül már nem lehetséges, a relatív árak korrekciója pedig lassabb folyamat. Egyedi, egyes országokat érő negatív sokkok esetén a monetáris unióon belüli kockázatmegosztás is hozzájárulhat a stabilizáláshoz. Ennek egyik eleme a helyi szintű jövedelem és fogyasztás közötti kapcsolat gyengítése az integrált tőkepiacon keresztül, a másik pedig a helyi hitelkínálat és a helyi bankok tőkéje közötti kapcsolat megbontása a bankszektor integrációjával. E két tényező az Egyesült Államokban a helyi sokkok 70 százalékát, míg az euroövezetben csak 25 százalékát semlegesíti (Nikolov 2016). Az euroövezetben korábban még prociklikusság is jelentkezett, a jó időkben országok közötti hitelnyújtást, rossz időkben visszafizetést eredményezve (Albertazzi – Bottero 2014). Az Öt Elnök Jelentése (Juncker et al. 2015) ezért jelölte meg időben második célként a pénzügyi unió megteremtését, aminek részeként egységes bankfelügyelet, egységes bankszanálás (Single Resolution Fund, Single Resolution Mechanism),

egységes betétbiztosítás (European Deposit Insurance Scheme) és tőkepiaci unió jöhet létre. A makroprudenciális politika azért is fontos, mert amennyiben megfelelően célzott, akkor csökkentheti az alacsony kamatok mellékhatásait (*Draghi 2019*).

Ezen tényezők potenciális stabilizáló hatásához képest a tagállamok közötti fiskális transzferek jelentősége nagyságrenddel kisebb lehet. Még az olyan jelentős fiskális föderalizmust kialakító országokban is, mint az Egyesült Államok, csak a sokkok 10 százalékát semlegesítik az államoknak nyújtott fiskális transzferek (*Nikolov 2016*). *Dreyer és Schmid (2015)* megmutatta, hogy az USA rendszeréhez hasonló mértékű stabilizáció és újraelosztás sokkal nagyobb transfert igényelne az euroövezet országai között. Az Öt Elnök Jelentése (*Juncker et al. 2015*) időben harmadik célként tűzte ki a költségvetési unió létrehozását. Olyan – automatikus stabilizációnak nevezett – eszközt vezetnének be az euroövezetben, amelynek célja nem a teljes övezet szintjén történő stabilizáció, hanem *általában* a sokkok hatásának enyhítése. Ez azonban nem eredményezheti azt, hogy állandó jellegű, egyirányú transzferek keletkezzenek tagállamok között, mert nem lehet az országok közötti jövedelemkiegyenlítés eszköze. Nem váltaná fel az európai stabilitási mechanizmust (ESM), ami fennmarad válságkezelési eszköznek, hanem annak igénybevételének megelőzésére szolgálna. Az azóta született javaslatok kormányok közötti transzfereket használnának. Olyan alapba fizetnének be a tagállamok, amiből automatikusan kaphatnak transfert a makrogazdasági változók alakulásának függvényében. A forrásfelhasználásban eltérnek a javaslatok, van, amelyik a háztartásoknak adna transfert (munkanélküli ellátás), és van, amelyik állami beruházásra fordítaná. Az előbbi egy gazdasági visszaesésre azonnal tudna reagálni, azaz a munkanélküliség növekedésével párhuzamosan tudna forrást juttatni a háztartásokhoz. Az utóbbi késve tud csak reagálni egy visszaesésre, mivel a gazdasági mutatók mérése időben eltolódhat, illetve az állami beruházások előkészítése hosszan tartó folyamat lehet.

A 4. fejezetben szereplő definíciók szerint csak a munkanélküli ellátás minősíthető automatikus stabilizátornak, a többi diszkrecionális intézkedésnek. Szűk értelemben a progresszív adórendszer és a munkanélküli támogatások, teljesebb értelemben a stabilan tartott kiadások jelentenek automatikus stabilizátort, utóbbi elem az euroövezet egészét érő sokkokat semlegesítené, nem az egyes tagállamok szintjén jelentkező sokkokat.

Az EU közös költségvetése a bevételi oldalon nem progresszív, és nem követi automatikusan a ciklust<sup>18</sup>, míg a kiadások jelentősebb részét kitevő strukturális támogatások nem simák. A hétéves programoknak megfelelően ingadoznak, így véletlenszerű, hogy anticiklikus vagy prociklikus hatású diszkrecionális intézkedésnek felelnek meg. A közös költségvetés mérete az EU GDP-jének 1 százaléka körül van, így jelenleg sem elvben, sem gyakorlatban nem tekinthető stabilizációs tényezőnek.

---

<sup>18</sup> A GNI előző évi alakulása alapján azonban alkalmaznak korrekciókat a tagállamok befizetésében.

Tegyük egy gondolkísérletet arra, hogy a jövőben esetleg mi változhatna. Egyrészt a közös költségvetés centralizálhatna már létező tagállami kiadásokat (az azokat fedező bevétellel együtt). A legnagyobb tagállami tételek az adminisztráció, oktatás, egészségügy, nyugdíjak, munkanélküli- és családtámogatás, valamint a vállalati támogatások. Ezek közül egyik tétel központosítása sem indokolt. A védelmi kiadások központosítása sem reális, de itt minimális összeg elképzelhető. A környezetvédelmi és K+F-támogatásoknál nem zárható ki egy részleges centralizáció, de az egész összeg reálisan a GDP 1 százaléka alatt maradna. Másrészt a közös költségvetés találhatna addicionális kiadásokat, ehhez azonban addicionális források is szükségesek, vagyis az EU szintjén növelni kellene az adókat hozzá.<sup>19</sup> Folytatva a gondolkísérletet, ezek a kiadások lehetnének a korábban említett, stabilizációs célú támogatások, amihez talán egy GDP 1 százaléka körüli összeg elegendő lehet. Összességében maximum 3 százalékra nőne a közös költségvetés, amiből a stabil kiadások a GDP 1 százalékat érnék el, másik 1 százalék a hétéves támogatási programnak megfelelően ingadozna, és az addicionális 1 százalékos stabilizációs támogatás lehetne anticiklikus. Ennek megfelelően, amíg az EU-tagállamok szintjén 1 százalékos visszaesés esetére 0,537-os fajlagos stabilizátor hatás becsülhető (lásd 4. fejezet), addig a közös költségvetés 1 százalékos anticiklikus részének stabilizációs hatása 0,010 lenne. Gondolkísérletünk eredményének tehát láthatóan nem lenne érzékelhető stabilizációs szerepe. Egy EU-szinten 1 százalékos diszkrecionális stabilizációs kiadás ugyanakkor a támogatásban részesülő országok szintjén akár a GDP 4-5 százalékának megfelelő anticiklikus intézkedést is fedezhetne.

## 7. Fiskális politikai koordináció és strukturális reformok

Az eddigiekben azzal az aggregált stabilizációs politikával foglalkoztunk, amely a kereslet általános bővítésén vagy szűkítésén keresztül valósul meg. A következőkben a célzott intézkedéseket tárgyaljuk, beleértve azt a speciális esetet, amikor egyenlegsemleges módon, a bevétel-kiadás szerkezetet változtatva valósulnak meg. A célzott intézkedések kapcsolódhatnak strukturális reformokhoz is, amelyekről szintén lesz majd szó.

Bevezetésképpen a koordináció kérdését vizsgáljuk. Az európai szemeszter célja az volt, hogy erősítse a tagállamok közötti gazdaságpolitikai koordinációt, ahogyan azonban az Öt Elnök Jelentése (*Juncker et al. 2015*) is rámutatott, a számos előírás és eljárás túl bonyolult volt, és nem eléggé hatékony. Az ajánlásoknak azokra a strukturális reformokra kellene irányulniuk, amelyek az egységes piac hatékonysága és a potenciális gazdasági növekedés növelése érdekében szükségesek. Az államháztartási

<sup>19</sup> Egy európai közös munkanélküli ellátó rendszer, amely kiegészítené a nemzeti munkanélküli ellátó rendszereket stabilizációs szempontból jól működő lehetne, azonban az eltérő rendszereket működtető tagállamok szintjén torzításokhoz vezethetne. Nemcsak az addicionális összegek lennének arányaiban eltérők, hanem az ellátás időtartama is jelentősen különbözhetne.

egyenleg és az annak változásán keresztül megvalósuló aggregált stabilizációs politika jelentősége tehát több okból csökken. A strukturális reformok mellett egyre inkább a fiskális politika szerkezete kerül előtérbe, továbbá a makro-egyensúlytalansági eljárás keretében olyan szempontok is megjelentek, mint az ingatlanbuborékok megelőzése, valamint a versenyképesség csökkenésének, a magán- és államadósság növekedésének és a beruházások elégtelen mértékének korai felismerése, amelyek célzott reformokat igényelhetnek.

Fontos az okok felismerése, hiszen például a konkrét lépések attól függenek, hogy egy gazdasági visszaesés hátterében milyen tényezők állnak. A Magyar Nemzeti Bank 2015. évi növekedési jelentése (*MNB 2015*) áttekintette a válság hátterében álló potenciális okokat. Ezek közül a pénzügyi tényezők jellemzően átmeneti – bár elhúzódó – hatást gyakorolnak a gazdasági növekedésre. Ezeknek a problémáknak az enyhítése érdekében általános vagy célzott keresletbővítésre lehet szükség (2. táblázat).

<b>2. táblázat</b>	
<b>Fiskális reakció a gazdaság ciklikus problémáira</b>	
<b>Mérlegválság</b>	<b>Anticiklikus fiskális politika</b>
lehetséges pénzügyi okok: – hitelezés felfutása – túlzott eladósodás – mérlegek kiigazítása – szektorális reallokáció	lehetséges fiskális lépések: – általános keresletbővítés – célzott keresletbővítés: <ul style="list-style-type: none"> <li>• tőketranszferok</li> <li>• állami beruházások</li> </ul>
<i>Forrás: MNB (2015) alapján szerkesztve</i>	

A 2015. évi növekedési jelentés arra is felhívta a figyelmet, hogy tartós, reálgazdasági problémák is lehetnek a válság hátterében. A 3. táblázat összefoglalja a lehetséges okokat, és a kezelésükre alkalmas célzott intézkedéseket.

<b>3. táblázat</b>	
<b>Fiskális reakció a tartós stagnálás esetére</b>	
<b>Tartós stagnálás</b>	<b>Tartós fiskális reformok</b>
lehetséges reálgazdasági okok: – kedvezőtlen demográfia – elégtelen innováció – mérséklődő beruházás – a kevésbé termelékeny szolgáltatási szektor súlya nő – munkajövedelmek súlya csökken, egyenlőtlenség nő	lehetséges fiskális lépések: – családtámogatás, munkapiaci intézkedések – állami szerepvállalás, támogatás – állami beruházás és privát beruházás támogatása – oktatás – jövedelem-újraelosztás
<i>Forrás: MNB (2015) alapján szerkesztve</i>	

A koordináció részeként az EU makro-egyensúlytalansági eljárása (MIP) többek között a szektorok pozíciójával és a kereskedelmi többlet problematikus mértékével is foglalkozik (EC 2016). Az okok feltárása érdekében azonban elemzéseikben a pusztá azonosságok mögé néznek, így tettek például különbséget Németország és Svédország között.<sup>20</sup>

Az euroövezet szintjén az infláció természetes rátájának csökkenése azonos okok és következmények melletti közös kihívás, ami szintén az országok közötti koordinációt igényli. Ahogy Draghi (2019) fogalmaz, a monetáris politika az infláció természetes rátáját adottságként kezeli, ezért az alacsony rátát szintén a fiskális és strukturális politika emelheti. A strukturális politika felgyorsíthatja az erőforrások allokációjának változását és az innovációt, ami a teljes tényezőhatékonyságot (TFP) növeli. A fiskális politikának a szerkezete számít, az oktatási és hatékony állami beruházási kiadás a termelékenységet növeli, egyes intézkedések pedig a jövedelemegyenlőtlenséget csökkentik, és a foglalkoztatottságot növelik. Becslések szerint mindez megelőzheti az infláció természetes rátájának csökkenését (Rachel – Summers 2019). A produktív kiadások (infrastrukturális beruházás, K + F és oktatás) aránya szinte minden euroövezeti országban csökkent a válság óta (EFB 2019). EKB-becslések szerint egy koordinált beruházási kiadásnak hatszor akkora lenne a szétterjedő hatása az euroövezetre, ha válaszként a jegybank nem emeli a kamatokat (Alloza et al. 2019).

Az EU költségvetési szabályai és makro-egyensúlytalansági eljárása egyaránt fontos szerepet tulajdonít az állományi változóknak. Válság esetén problémaként jelentkezhet ugyanis, hogy nincsen költségvetési mozgástér abban a szűkebb értelemben, hogy az adósság (és deficit) nem növelhető. Fenntarthatósági probléma esetén nincs lehetőség hiánynövelő, anticiklikus fiskális politikára, sőt, hiánycsökkentő intézkedésekre lehet szükség. A részletek (célzottság/hatékonyság) fontossága azonban éppen ekkor mutatkozik meg a legnyilvánvalóbb módon. A mozgástér legáltalánosabb definíciója (Heller 2005) szerint a szándékolt kiadásnövelő vagy adócsökkentő intézkedések nem csupán a hiány/adósság terhére valósíthatók meg. Forrásuk lehet adóemelés (pl. tax shift), az adóbeszedés hatékonyságának javítása, alacsony prioritású kiadások csökkentése, seigniorage-bevétel vagy külföldi (pl. EU-) transzferek. Szembeállítható az aggregált stabilizációs politika és a célzott intézkedések, azon belül is az egyenlegsemleges reformok esete.

<sup>20</sup> 2014-ben ugyanis mindkét országban jelentős és hasonló mértékű külkereskedelmi többlet volt. Svédországban ugyanakkor a nettó nemzetközi befektetési pozíció kiegyensúlyozottabb volt, mint Németországban, így utóbbi esetben a folyó fizetési mérleg többletét makro-egyensúlytalanságnak minősítették, szemben az előbbi esettel.

Az egyik álláspont szerint a tartósan alacsony kereslet idején az általános keresletbővítés jó eszköz; költségeik miatt nem érdemes választani a strukturális reformokat. Magas adósság mellett van kockázata a lazításnak, de ez megváltozik komolyabb válságidőszak esetén. Ilyenkor igaz lehet, hogy egy monetáris unión belül az eladósodott országok bekapcsolása a koordinált lazításba az előnyök oldalán negatív hatású, de a költségek oldalán még nagyobb ez a negatívum, vagyis kihagyásuk költsége magasabb, mint a bevonásuk kockázatából származó költség. Becslés szerint e két hatás eredőjeként a kihagyásuk a GDP-re gyakorolt első éves pozitív hatást kétharmadával csökkentené (*Triggs 2018*). Azok a strukturális reformok, amelyek az inflációt csökkentik, ezzel szemben rövid távú gazdasági költségekkel járhatnak válság idején, mert azt a ZLB (zero lower bound) idején a monetáris politika nem tudja ellensúlyozni (*Eggertsson et al. 2014*).

A másik vélemény szerint a tartósan alacsony kereslet idején inkább célzott intézkedésekre van szükség, adott esetben egyenlegsemleges módon, valamint a strukturális reformok közötti prioritás felállítására (*OECD 2016, Boone – Buti 2019*). Egyrészt hatékony lehet az olyan infrastrukturális beruházás, amely összhangban van az EU fiskális keretrendszerével (*OECD 2016, Boone – Buti 2019*), másrészt olyan növekedést segítő fiskális reformokra van szükség, amelyeknek rövid távú pozitív hatása is lehet, ilyen például a lakástámogatás, az álláskereső régiók és szakmák közötti elősegítése, vagy a szolgáltatási szektorba történő belépés akadályainak lebontása (*OECD 2016, OECD 2019b*).

Végül a hiány szempontjából kismértékű mozgástérrel rendelkező országok alacsony költségű reformokat (*OECD 2016*) hajthatnak végre, vagy akár egyenlegsemleges fiskális lépéseket olyan módon, hogy azok csak az adók összetételét és a kiadási szerkezetet változtatják, miközben a deficit változatlan marad. Ez összhangban van azzal a megfigyeléssel, hogy a különböző diszkrecionális intézkedések multiplikatóra nagyon eltérő. A francia jegybank több országot tartalmazó DSGE-modelljének szimulációi szerint a beruházások növelése kevésbé torzító adókkal mind a rövid, mind a hosszú távú növekedést emeli, ezáltal javítja a fenntarthatóságot. Azt is találták, hogy az egyenlegsemleges reformoknak az országok közötti szétterülő hatása nem nagy, amennyiben azonban koordinált és a monetáris politika nem reagál, akkor növekedhet a hatás (*Bussière et al. 2017*).

Modellszámítások rendelkezésre állnak a 2010-et követő egyenlegsemleges magyar intézkedések hatására vonatkozóan is. Az adóreform része volt a munkát terhelő adók csökkentése, a családpolitikai célokat szolgáló családi adókedvezmény és a vállalkozások támogatását célzó adócsökkentés. A fogyasztási adók emelése és a pénzügyi, kiskereskedelmi, telekommunikációs és energiaszektorra érintő válságadók kivetése révén az adók súlypontja áthelyeződött a termelésről a fogyasztásra. Az adócsökkentést részben a kiadási oldalon ellentételezték; a táppénzt, a korhatár alatti és a rokkantnyugdíjakat mérsékeltek. A munkaerőpiaci aktivitás



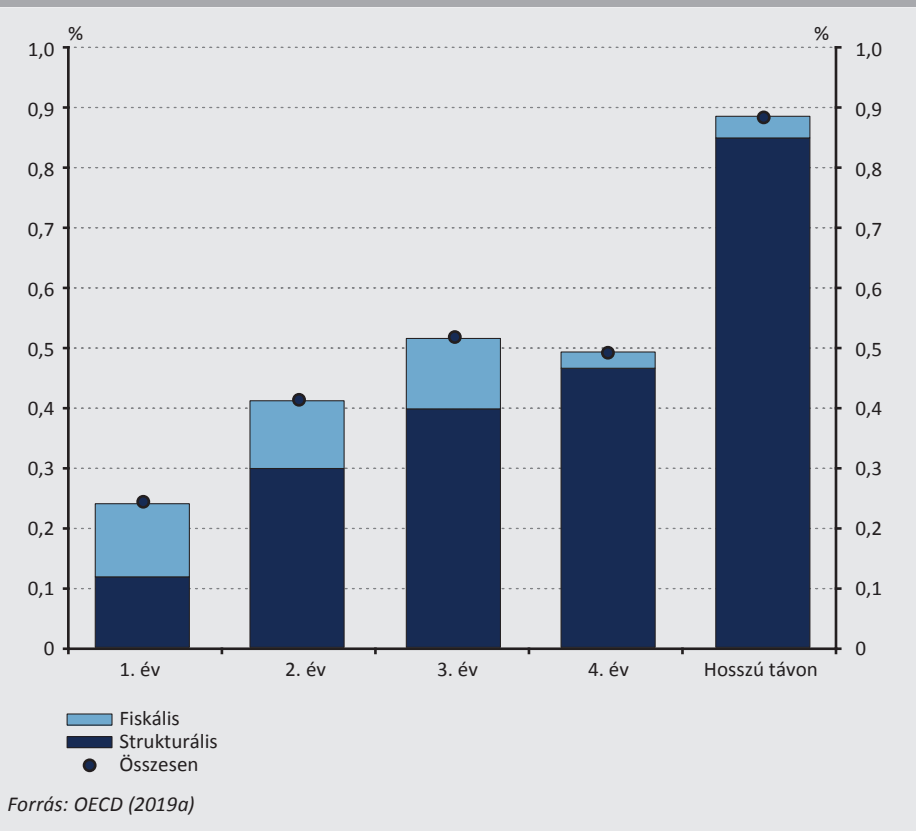
emelkedéséhez hozzájárult az is, hogy a munkanélküli ellátások helyett munkalehetőséget biztosítottak.<sup>21</sup> Becslések szerint az adócsökkentő és adóemelő intézkedések hosszabb távon pozitív hatást gyakorolnak a gazdaságra (*Palotai 2017, Baksay – Csomós 2014*). Egy másik, nagyobb adóintézkedéseket és a transzferváltozásokat vizsgáló szimuláció (*Szoboszlai et al. 2018*) szerint a 16 százalékos szja bevezetése hosszú távon 3 százalékkal növelte az effektív munkakínálatot, amit nagyobb részben az intenzív oldali alkalmazkodás okoz, 0,6 százalék pedig a foglalkoztatásbővülés eredménye. Ennek következtében a negatív költségvetési hatás hosszú távon ötödére csökkenhet. A szuperbruttó adóalap kivezetése hasonló mértékben csökkentette az adóterhelést, ez az intézkedés hosszú távon 1,5 százalékkal növelheti a foglalkoztatást, így a hiányra gyakorolt azonnali negatív hatás ebben az esetben kétharmadára csökkenhet. A nagyobb adó- és transzferintézkedéseket 2008 és 2013 között vizsgálta *Benczúr et al. (2018)*. 2008–2010 között azt találták, hogy a hosszú távú GDP és foglalkoztatottság nőhetett, de intenzív oldali alkalmazkodás nélkül. 2010–2013 között ezzel szemben jelentős pozitív hatást eredményezhetett az intenzív oldali alkalmazkodás, a foglalkoztatottság növekedését azonban inkább a munkanélküli támogatás csökkenésével kapcsolták össze.

Az euroövezet egészét tekintve az OECD becslése szerint 2007 és 2017 között 0,2 százalékkal volt kisebb a TFP hozzájárulása a potenciális növekedéshez, mint a válság előtti időszakban. Ezért olyan intézkedéseket javasoltak, amelyek öt éven keresztül évi 0,2 százalékkal növelnék a TFP-t, és az 1 százalékkal magasabb szint ezt követően állandó maradna. Az 5. ábra azt mutatja, hogy az euroövezetben ezek a strukturális lépések és a koordinált fiskális politika hogyan hatna a GDP-re az OECD NiGEM-modell segítségével készített becsülésének eredményei alapján. Ez az alappályához mért szintbeli eltérést mutatja, és látható, hogy a szűk értelemben vett fiskális politika hatásossága csekély és átmeneti a strukturális politikához képest (*OECD 2019a: 1.4. keretes írás*).

---

<sup>21</sup> 2010-et követően a foglalkoztatottak száma mintegy 740 ezer fővel nőtt, ezáltal a foglalkoztatási ráta az EU-átlag közelébe került.

**5. ábra**  
**A strukturális lépések és a koordinált fiskális politika hatása a GDP-re**



## 8. Következtetések

Korábban a gazdaságpolitika két alappillérenek a hagyományos eszköztárral rendelkező monetáris politikát és az aggregált fiskális keresletbővítést tekintették. A válságot követően nem csupán a monetáris politika eszköztára bővült, hanem újabb pillérek is megjelentek, nemcsak állami szinten, hanem az EU-n és euroövezeten belüli koordinációban is. A stabilizálás feladata mellett ugyanis a potenciális gazdasági növekedés és az egységes piac hatékonyságnak növelésére is szükség van. Mindezt célzott fiskális intézkedések mellett strukturális és versenyképességi reformok, továbbá makro- és mikroprudenciális eszközök támogatják. Az EU makro-egyensúlytalansági eljárásának keretében megjelentek célzott reformokat igénylő szempontok is, mint az ingatlanbuborékok megelőzése, valamint a versenyképesség csökkenésének, a magán- és államadósság növekedésének és a beruházások hiányának korai felismerése.

Egy monetáris unió esetében a saját fiskális politika (általános keresletbővítés vagy célzott intézkedés) stabilizálhatja a tagállamok gazdaságát, hiszen árfolyam-alkalmazkodásra nincs mód, a relatív árak korrekciója pedig lassú. A stabilizációs célú fiskális politika hatékonyságát jelentősen rontja, hogy a kibocsátási rés becslése valós időben, tehát amikor a döntéseket meghozzák, jelentősen eltért attól, ami később a tények teljes körének ismeretében látszik. Megmutattuk, hogy a revízió következményeképpen 2000 és 2003 között az EU-tagállamok felében okozhatott problémát a kibocsátási rés előjelének megváltozása, vagyis egy anticiklikusnak szánt fiskális politikából prociklikus lehetett.

Szimulációval bemutattuk, hogy egy tartós és nagymértékű általános fiskális keresletbővítés a rövid távú előnyök ellenére költséges, vagyis adósságrátát növelő lehet, akár gyenge keynesiánus, akár újklasszikus multiplikátorokat feltételezünk. Sajátos helyzetben (hiszterézis) tartósan magasabb multiplikátorok adódhatnak, azonban ezek szélsőértékei sem elegendők ahhoz, hogy a lazítás ne emelje nagymértékben az adósságrátát, vagyis az önfinanszírozás a magasabb GDP-vel sem lehetséges. Ilyen értelemben mondhatjuk, hogy tartós és jelentős problémák esetén az általános keresletbővítés nem csodaszer. Az OECD szimulációi szerint ennek alternatívája, a strukturális reform alkalmasabb eszköz a GDP tartós növelésére, vagyis kevésbé költséges lehet. Hasonló eredményeket kaptak a célzott intézkedésekre vonatkozó magyar tapasztalatokat feldolgozó szimulációk.

## Felhasznált irodalom

- Albertazzi, U. – Bottero, M. (2014): *Foreign Bank Lending: Evidence from the Global Financial Crisis*. *Journal of International Economics*, 92(Supplement 1): S22–S35. <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2014.01.002>
- Alloza, M. – Cozmanca, B. – Ferdinandusse, M. – Jacquinet, P. (2019): *Fiscal spillovers in a monetary union*. *ECB Economic Bulletin*, Issue 1. [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201901\\_02~5a37c33119.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201901_02~5a37c33119.en.html)
- Auerbach, A.J. – Gorodnichenko, Y. (2012a): *Fiscal multipliers in recession and expansion*. In: Alesina, A. – Giavazzi, F. (eds.): *Fiscal Policy after the Financial Crisis*. Chicago, University of Chicago Press, pp. 63–98. <https://doi.org/10.7208/chicago/9780226018584.003.0003>
- Auerbach, A. J. – Gorodnichenko, Y. (2012b): *Measuring the Output Responses to Fiscal Policy*. *American Economic Journal: Economic Policy*, 4(2): 1–27. <https://doi.org/10.1257/pol.4.2.1>
- Baksa Dániel – Benk Szilárd – Jakab M. Zoltán (2014): *Létezik „a” költségvetési multiplikátor? Fiskális és monetáris reakciók, hitelesség és költségvetési multiplikátorok Magyarországon*. *Sigma*, 45(1–2): 57–84.

- Baksay Gergely – Csomós Balázs (2014): *Az adó- és transzferrendszer 2010 és 2014 közötti változásainak elemzése viselkedési mikroszimulációs modell segítségével*. *Köz-Gazdaság*, 9(4): 31–60.
- Barry, F. (1991): *Irish Recovery 1987–90: Economic Miracle?* *Irish Banking Review*, 1991(Winter): 23–40. <https://core.ac.uk/download/pdf/16338738.pdf>. Letöltés ideje: 2020. március 5.
- Batini, N. – Eyraud, L. – Forni, L. – Weber, A. (2014): *Fiscal Multipliers: Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections*. IMF Technical Notes and Manuals 14/04, International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781498382458.005>
- Benczúr, P. – Kátay, G. – Kiss, Á. (2018): *Assessing the economic and social impact of tax and benefit reforms: A general-equilibrium microsimulation approach applied to Hungary*. *Economic Modelling*, 75(November): 441–457. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2018.06.016>
- Bernheim, B.D. (1989): *A Neoclassical Perspective on Budget deficits*. *Journal of Economic Perspectives*, 3(2): 55–72. <https://doi.org/10.1257/jep.3.2.55>
- Bernhofer, D. – Fernández-Amador, O. – Gächter, M. – Sindermann, F. (2014): *Finance, Potential Output and the Business Cycle: Empirical Evidence from Selected Advanced and CESEE Economies*. *Focus on European Economic Integration*, 2014/2: 52–75.
- Bi, H. – Shen, W. – Yang, S. (2014): *Fiscal limits, external debt, and fiscal policy in developing countries*. IMF Working Paper 14/49, International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781475521665.001>
- Blinder, A.S. (1975): *Distribution effects and the aggregate consumption function*. *Journal of Political Economy*, 83(3): 447–475. <https://doi.org/10.1086/260337>
- Boone L. – Buti, M. (2019): *Right here, right now: The quest for a more balanced policy mix*. *Vox*, CEPR Policy Portal, 18 October. <https://voxeu.org/article/right-here-right-now-quest-more-balanced-policy-mix>. Letöltés ideje: 2020. március 11.
- Borio, C. – Disyatat, P. – Juselius, M. (2013): *Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle*. BIS Working Papers No. 404. <https://www.bis.org/publ/work404.pdf>. Letöltés ideje: 2020. március 9.
- Bradley, J. – Whelan, K. (1997): *The Irish expansionary fiscal contraction: A tale from one small European economy*. *Economic Modelling*, 14(2): 175–201. [https://doi.org/10.1016/S0264-9993\(96\)01036-X](https://doi.org/10.1016/S0264-9993(96)01036-X)
- Bussière, M. – Ferrara, L. – Juillard, M. – Siena, D. (2017): *Can Fiscal Budget-Neutral Reforms Stimulate Growth? Model-Based Results*. Banque de France, Working Paper No. 625. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2955120>

- Caudal, N. – Georges, N. – Grossmann-Wirth, V. – Guillaume, J. – Lellouch, T. – Sode, A. (2013): *A budget for the euro area*. Trésor-Economics, No. 120. <https://www.tresor.economie.gouv.fr/Articles/7060c4e6-02c3-4e7b-a088-c6627826d8d7/files/febacdd8-8f92-4a02-9c0b-4c1c7dad5c38>. Letöltés ideje: 2020. március 9.
- Cœuré, B. (2017): *Scars or scratches? Hysteresis in the euro area*. Speech at the International Center for Monetary and Banking Studies, Geneva, 19 May. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170519.en.html>. Letöltés ideje: 2020. március 3.
- CBO (2013): *The Effects of Automatic Stabilizers on the Federal Budget as of 2013*. Technical report, Congressional Budget Office. <https://www.cbo.gov/publication/43977>. Letöltés ideje: 2020. március 3.
- Chand, S.K. (1977): *Summary Measures of Fiscal Influence*. IMF Staff Papers, 24(2): 405–449. <https://doi.org/10.2307/3866579>
- Chand, S.K. (1993): *Fiscal Impulse Measures and Their Fiscal Impact*. In: Blejer, M.I. – Cheasty, A. (eds): *How to Measure Fiscal Deficit*. International Monetary Fund, pp. 85–102.
- Christiano, L.J. (1984): *A reexamination of the theory of automatic stabilizers*. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 20(1): 147–206. [https://doi.org/10.1016/0167-2231\(84\)90044-7](https://doi.org/10.1016/0167-2231(84)90044-7)
- Cimadomo, J. (2008): *Fiscal Policy in Real Time*. ECB Working Paper No 919, European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp919.pdf>
- Coenen, G. – Erceg, C.J. – Freedman, C. – Furceri, D. – Kumhof, M. – Lalonde, R. – Laxton, D. – Lindé, J. – Mourougane, A. – Muir, D. – Mursula, S. – de Resende, C. – Roberts, J. – Roeger, W. – Snudden, S. – Trabandt, M. – in't Veld, J. (2012): *Effects of Fiscal Stimulus in Structural Models*. American Economic Journal: Macroeconomics, 4(1): 22–68. <https://doi.org/10.1257/mac.4.1.22>
- Cottarelli, C. – Keen, M. (2012): *Fiscal Policy and Growth: Overcoming the Constraints*. In: Canuto, O. – Leipziger, D.M. (eds): *Ascent after Decline: Regrowing Global Economies after the Great Recession*, January, pp. 87–133. [https://doi.org/10.1596/9780821389423\\_CH03](https://doi.org/10.1596/9780821389423_CH03)
- DeLong, J.B. – Summers, L. (2012): *Fiscal Policy in a Depressed Economy*. Brookings Papers on Economic Activity, 43(1): 233–297. <https://doi.org/10.1353/eca.2012.0000>
- Domar, E.D. (1944): *The “Burden of the Debt” and the National Income*. American Economic Review, 34(4): 798–827.
- Draghi, M. (2019): *Stabilisation policies in a monetary union*. Speech at the Academy of Athens, 1 October.

- Dreyer, J.K. – Schmid, P.A. (2015): *Fiscal federalism in monetary unions: hypothetical fiscal transfers within the Euro-zone*. *International Review of Applied Economics*, 29(4): 506–532. <http://doi.org/10.1080/02692171.2015.1016407>
- Duesenberry, J.S. – Eckstein, O. – Fromm, G. (1960): *A Simulation of the United States in Recession*. *Econometrica*, 28(October): 749–809. <https://doi.org/10.2307/1907563>
- Eggertsson, G. – Ferrero, A. – Raffo, A. (2014): *Can structural reforms help Europe?* *Journal of Monetary Economics*? 61(January): 2–22. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2013.11.006>
- Eichengreen, B. (1998): *Comment on: Alesina, A. – Perotti, R. – Tavares, J. (1998): The political economy of fiscal adjustments*. *Brooking Papers on Economic Activity*. <https://doi.org/10.2307/2534672>
- EC (1999): European Commission: *The EU economy: 1999 review*. No 69. [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication1732\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication1732_en.pdf)
- EC (2000): European Commission: *The EU economy: 2000 review*. No 71. [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication1716\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication1716_en.pdf)
- EC (2001): European Commission: *The EU economy: 2001 review Investing in the future*. No 73. [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication1708\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication1708_en.pdf)
- EC (2002): European Commission: *The EU economy: 2002 review*. No 6. [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication489\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication489_en.pdf)
- EC (2016): European Commission: *The Macroeconomic Imbalance Procedure, Rationale, Process, Application: A Compendium*. Institutional Paper 039. [https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/macroeconomic-imbalance-procedure-rationale-process-application-compendium\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/macroeconomic-imbalance-procedure-rationale-process-application-compendium_en). Letöltés ideje: 2020. március 12.
- EFB (2019): European Fiscal Board: *Assessment of the EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation*. [https://ec.europa.eu/info/publications/assessment-eu-fiscal-rules-focus-six-and-two-pack-legislation\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/assessment-eu-fiscal-rules-focus-six-and-two-pack-legislation_en). Letöltés ideje: 2020. március 12.
- Forni, L. – Momigliano, S. (2005): *Cyclical Sensitivity of Fiscal Policies Based on Real-Time Data*. *Applied Economics Quarterly*, 50(3): 299–326.
- Giavazzi, F. – Jappelli, T. – Pagano, M. (2000): *Searching for non-linear effects of fiscal policy: evidence from industrial and developing countries*. *European Economic Review*, 44(7): 1259–1289. [https://doi.org/10.1016/S0014-2921\(00\)00038-6](https://doi.org/10.1016/S0014-2921(00)00038-6)
- Guajardo, J. – Leigh, D. – Pescatori, A. (2011): *Expansionary Austerity: New International Evidence*. IMF Working Paper No. 158, International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Expansionary-Austerity-New-International-Evidence-25021>. Letöltés ideje: 2020. március 6.

- Guest, R. – Makin, A.J. (2011): *In the Long Run, the Multiplier is Dead: Lessons from a Simulation*. Agenda: A Journal of Policy Analysis and Reform, 18(1): 13–21. <https://doi.org/10.22459/AG.18.01.2011.02>
- Hayashi, F. (1987): *Tests for Liquidity Constraints: A Critical Survey and Some New Observations*. In: Bewley, T. (ed.): *Advances in Econometrics Fifth World Congress, 2*, Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CCOL0521345529.005>
- Heller, P. (2005): *Back to basics – Fiscal Space: What It Is and How to Get It*. Finance and Development, 42(2). <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2005/06/basics.htm>. Letöltés ideje: 2020. március 3.
- Horváth Ágnes – Jakab M. Zoltán – P. Kiss Gábor – Párkányi Balázs (2006). *Tények és talányok: Fiskális kiigazítások makrohataásai Magyarországon*. MNB Occasional Papers no. 52, Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/elemzesek-tanulmanyok-statisztikak/mnb-tanulmanyok/mnb-tanulmanyok/op-52-horvath-agnes-jakab-m-zoltan-p-kiss-gabor-parkanyi-balazs-tenyek-es-talanyok-fiskalis-kiigazitasok-makrohataasai-magyarorszagon>. Letöltés ideje: 2020. március 11.
- Huidrom, R. – Kose, M.A. – Lim, J.J. – Ohnsorge, F.L. (2016): *Do fiscal multipliers depend on fiscal positions?* Policy Research Working Paper Series 7724, The World Bank.
- IMF (2015): *Fiscal policy and long-term growth*. International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/Policy-Papers/Issues/2016/12/31/Fiscal-Policy-and-Long-Term-Growth-PP4964>. Letöltés ideje: 2020. március 11.
- Jedrzejowicz, T. – P. Kiss, G. – Jirsakova, J. (2009): *How to measure tax burden in an internationally comparable way?* National Bank of Poland Working Papers No. 56, National Bank of Poland, Economic Institute. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1752229>
- Jones, P.M. – Olson, E. – Wohar, M.E. (2015): *Asymmetric tax multipliers*. Journal of Macroeconomics, 43(March): 38–48. <http://doi.org/10.1016/j.jmacro.2014.08.006>
- Juncker, J.-C. – Tusk, D. – Dijsselbloem, J. – Draghi, M. – Schulz, M. (2015): *Az európai gazdasági és monetáris unió megvalósítása*. Európai Bizottság. [https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report\\_hu.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report_hu.pdf). Letöltés ideje: 2020. március 10.
- Lehmann Kristóf – Nagy Olivér – Szalai Zoltán – H. Váradi Balázs (2020): *Gazdaságpolitikai ágak közötti koordináció(?) az euroövezetben*. Hitelintézeti Szemle, 19(1): 37–64. <http://doi.org/10.25201/HSZ.19.1.3764>
- MNB (2015): *Növekedési Jelentés*. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/novekedesi-jelentes/2015-12-07-novekedesi-jelentes-2015-december>. Letöltés ideje: 2020. március 2.

- Mankiw, N.G. (2000): *The Savers-Spenders Theory of Fiscal Policy*. NBER working paper No 7571. <http://doi.org/10.3386/w7571>
- Matolcsy György (2015): *Egyensúly és növekedés*. Magyar Nemzeti Bank, Kairosz Kiadó, Budapest.
- Morris, R. – Braz, C.R. – de Castro, F. – Jonk, S. – Kremer, J. – Linehan, S. – Marino, M.R. – Schalck, C. – Tkacevs, O. (2009): *Explaining government revenue windfalls and shortfalls an analysis for selected EU countries*. ECB Working papers No 1114. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1114.pdf>. Letöltés ideje: 2020. március 5.
- Mourre, G. – Poissonnier, A. – Lausegger, M. (2019): *The Semi-Elasticities Underlying the Cyclically-Adjusted Budget Balance: An Update & Further Analysis*. European Commission Discussion paper 098/May.
- Musgrave, R.A. (1959): *Theory of Public Finances*. McGraw-Hill, New York.
- Nikolov, P. (2016): *Cross-border risk sharing after asymmetric shocks: evidence from the euro area and the United States*. Quarterly Report on the Euro Area, 15(2). [https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/ip030\\_en\\_1.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/ip030_en_1.pdf). Letöltés ideje: 2020. március 9.
- OECD (2016): *Economic Policy Reforms 2016: Going for Growth Interim Report*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/growth-2016-en>
- OECD (2019a): *OECD Economic Outlook*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/b2e897b0-en>
- OECD (2019b): *Economic Policy Reforms 2019: Going for Growth*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/aec5b059-en>
- Palotai Dániel (2017): *Beérték a 2010–2013 közötti adóreform kedvező hatásai*. MNB szakmai cikk, Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/palotai-daniel-adoreform-gyomolcsei-mnb-honlapra.pdf>. Letöltés ideje: 2020. március 12.
- Perotti, R. (1996): *Fiscal Consolidation in Europe: Composition Matters*. The American Economic Review, 86(2), Papers and Proceedings of the Hundredth and Eighth Annual Meeting of the American Economic Association San Francisco CA, January 5–7, 1996, pp. 105–110. [https://www.jstor.org/stable/2118105?seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/2118105?seq=1#metadata_info_tab_contents). Letöltés ideje: 2020. március 11.
- P. Kiss Gábor (2011): *Mozgó célpont? Fiskális mutatók jegybanki szemszögből*. MNB tanulmányok (MT92), Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/mt92-vegleges.pdf>. Letöltés ideje: 2020. március 6.
- P. Kiss Gábor (2017): *Mi nulla? Mi mennyi? Amit mindig tudni szeretnél volna a kiegyensúlyozott költségvetésről*. Köz-Gazdaság, 12(4): 167–199.



- Prammer, D. (2004): *Expansionary Fiscal Consolidations? An Appraisal of the Literature on Non-Keynesian Effects of Fiscal Policy and case Study for Austria*. OeNB, Monetary Policy & the Economy Q3/2004. [https://econpapers.repec.org/scripts/redir.pf?u=https%3A%2F%2Fwww.oenb.at%2Fdam%2Fjcr%3Ac476adcc-3bb8-42b4-bddc-6e00eb41194a%2Fmop\\_20043\\_analyses3\\_tcm16-21309.pdf](https://econpapers.repec.org/scripts/redir.pf?u=https%3A%2F%2Fwww.oenb.at%2Fdam%2Fjcr%3Ac476adcc-3bb8-42b4-bddc-6e00eb41194a%2Fmop_20043_analyses3_tcm16-21309.pdf);h=repec:onb:oenb:mp:y:2004:i:3:b:3. Letöltés ideje: 2020. március 5.
- Price, R. – Dang, T.-T. (2011): *Adjusting Fiscal Balances for Asset Price Cycles*. OECD Economics Department Working Papers No. 868. <https://doi.org/10.1787/5kgc42t3zqkl-en>
- Rachel, L. – Summers, L. (2019): *On Secular Stagnation in the Industrialized World*. NBER Working Paper No 26198. <https://doi.org/10.3386/w26198>
- Rogoff, K. (2016): *Debt Supercycle, Not Secular Stagnation*. Progress and Confusion: The State of Macroeconomic Policy. Cambridge: MIT Press, pp. 19–28. <https://doi.org/10.7551/mitpress/10678.003.0003>
- Romer, C.D. – Romer, D.H. (2010): *The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks*. American Economic Review, 100(3): 763–801. <http://doi.org/10.1257/aer.100.3.763>
- Strulik, H. – Trimborn, T. (2013): *The Dark Side of the Fiscal Stimulus*. CEGE discussion paper no. 150, January. <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/70210/1/734961634.pdf>. Letöltés ideje: 2020. március 4.
- Szoboszlai Mihály – Bögöthy Zoltán – Mosberger Pálma – Berta Dávid (2018): *A 2010–2017 közötti adó- és transferváltozások elemzése mikroszimulációs modellel*. MNB tanulmányok (MT135), Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-tanulma-ny-135-vegleges.pdf>. Letöltés ideje: 2020. március 12.
- Tanzi, V. – Zee, H. (1997): *Fiscal Policy and Long-Run Growth*. IMF Staff Papers, 44(2): 179–209.
- Triggs, A. (2018): *The economic and political case for coordinating fiscal stimulus*. Global Economy & Development working paper 121, November. [https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2018/11/Triggs\\_Case-for-coordination-fiscal-stimulus.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2018/11/Triggs_Case-for-coordination-fiscal-stimulus.pdf). Letöltés ideje: 2020. március 12.

# Az intertemporális befektetői preferenciák változásainak hatása az európai tőzsdei vállalatok tőkekeresletére\*

Schepp Zoltán – Ulbert József – Tóth-Pajor Ákos

*A tanulmányban az intertemporális befektetői preferenciák és a tőkekereslet kapcsolatát vizsgáljuk az európai tőzsdei vállalatok gyakorlatában. Arra a kérdésre keressük a választ, hogy az intertemporális befektetői preferenciák hogyan befolyásolták az európai vállalatok tőkekeresletét a 2004–2016-ig terjedő időszakban. A hozamelvárások és a vállalati tőkekereslet kapcsolatának vizsgálata olyan makroszintű sokkok hatásaira világít rá, mint a recesszió, a kamatkörnyezet változása vagy a tőkekeresleti prémium változása a tőkepiacokon. A kutatásunk fókuszába helyezett kérdés megválaszolása érdekében megbecsültük a vizsgált vállalatokra jellemző, implicit intertemporális diszkonttöbbletet, így meghatározva a befektetői intertemporális preferenciákat leíró, tőke költségen felüli addicionális diszkontrátát. Ezután a hozamelvárások és a tőkekereslet kapcsolatát vizsgáltuk meg regressziós modellek segítségével. Megállapítottuk, hogy az európai tőzsdei vállalatok gyakorlatában a tőkekereslet csökkenése és az ennek következtében kialakuló beruházási restrikció az intertemporális diszkonttöbblet növekedésére vezethető vissza. Ha ugyanis a befektetők a tőkepiacokon a rövid távú érdekeiket helyezik előtérbe és a vállalatok igazodnak a befektetők intertemporális preferenciáihoz, akkor az a hosszú távú tulajdonosi értékteremtés ellenében hat. Az intertemporális diszkonttöbblet növekedése a fentiekén túl, illetve azokkal összefüggésben a monetáris politikai lazítások hatásait is késleltetheti.*

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** G31, E22, E52

**Kulcsszavak:** tőkekereslet, beruházási döntések, intertemporális preferenciák, intertemporális diszkonttöbblet, hiperbolikus diszkontálás

---

\* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

Schepp Zoltán a Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Karának egyetemi tanára.

E-mail: [schepp@ktk.pte.hu](mailto:schepp@ktk.pte.hu)

Ulbert József a Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Karának egyetemi docense.

E-mail: [ulbert@ktk.pte.hu](mailto:ulbert@ktk.pte.hu)

Tóth-Pajor Ákos a Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Karának egyetemi tanársegéde.

E-mail: [toth-pajor.akos@ktk.pte.hu](mailto:toth-pajor.akos@ktk.pte.hu)

A kutatást az Emberi Erőforrások Minisztériumának Felsőoktatási Intézményi Kiválósági Programja finanszírozta, a Pécsi Tudományegyetem 4. tématerületi, „A hazai vállalatok szerepének növelése a nemzet újraparításában” programja keretében (szerződés száma: 20765-3/2018/FEKUTSTRAT).

A magyar nyelvű kézirat első változata 2020. március 5-én érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <http://doi.org/10.25201/HSZ.19.2.88106>

## 1. Bevezetés

A tanulmány célja az intertemporális befektetői preferenciák vállalati tőkekeresletre gyakorolt hatásainak vizsgálata az európai tőzsdei vállalatok gyakorlatában. A tanulmányban azt vizsgáljuk meg, hogy a kamatkörnyezetben bekövetkező változások és a tőkepiaci folyamatok hogyan befolyásolták a befektetők intertemporális preferenciáit, és ezzel milyen változásokat eredményeztek az európai vállalatok tőkekeresletében a 2004–2016-ig terjedő időszakban.

A vállalatok tőkekeresletét a vállalatok által megvalósított beruházások bekerülési költségeinek aggregátumaként értelmezhetjük. A tőkekeresletet így a vállalatok beruházási döntései alakítják. Az intertemporális befektetői preferenciák a tőkeköltség-csatornán keresztül befolyásolják a vállalatok beruházási döntéseit, ilyen módon közvetve a vállalatok tőkekeresletére is hatással vannak.

A sajáttőke-költséget az eszközárzás egyensúlyi alapmodelljében, a tőkepiaci eszközárzási modellben a kockázatmentes hozam, a vállalatok piaci kockázata, illetve a tőkekockázati prémium alakulása határozza meg. A sajáttőke-költségen keresztül nyomon követhetjük a kamatváltozások és a tőkepiaci folyamatok hatásait, amelyek a vállalatok makrokörnyezetének változásaira reagálnak.

A kutatás során a *Blundell-Wignall – Roulet (2013)* által alkalmazott, a vállalati tőkekereslet és a sajáttőke-költség kapcsolatát leíró modellkeretet bővítjük ki a *Davies et al. (2014)* és *Miles (1993)* munkája alapján meghatározható intertemporális diszkonttöbblettel, ami a tőkepiaci befektetők implicit intertemporális preferenciáit írja le. *Davies et al. (2014)* munkájával szemben az általunk használt eszközárzási modellben a kockázati prémium nem állandó, megengedjük a tőkekockázati prémium változását. Így esetünkben az intertemporális diszkonttöbblet mértékét a kamatkörnyezet változásán felül a tőkepiaci folyamatok is befolyásolhatják.

Kutatásunk rámutat, hogy az implicit intertemporális diszkonttöbblet növekedése a vállalati tőkekereslet csökkenését vetíti előre, így a monetáris politikai lazítások tőkekereslet-élénkítő hatásait is késleltetheti.

A tanulmányban elsőként a befektetői intertemporális preferenciák és a tőkekereslet kapcsolatát vizsgáló szakirodalmat tekintjük át, és megfogalmazzuk az ennek alapján fontosnak tartott, empirikusan tesztelhető kutatási kérdéseinket. Ezután leíró jelleggel bemutatjuk a vizsgált vállalati mintát és az ahhoz kapcsolódó leíró statisztikákat. Ezt követően kutatási kérdésenként bontva ismertetjük a kutatási kérdések megválaszolása során alkalmazott módszereket, és értékeljük a kutatási kérdésekhez kapcsolódó eredményeket. Végül az eredmények alapján levonjuk a következtetéseket.

## 2. A tőkepiaci befektetők intertemporális preferenciái

*Blundell-Wignall – Roulet (2013), Campbell et al. (2012) és Simmons-Süer (2016)* megmutatja, hogy a tulajdonosi hozamelvárások és a vállalati tőkekereslet között fordított arányosság figyelhető meg. Ha nő a sajáttőke-költsége, az a vállalatok tőkekeresletének csökkenését jelzi előre. *Vörös (2020)* a termelési volumen és a szervezeti tanulás kapcsolatát vizsgálva amellet érvel, hogy diszkrét esetben a hozamelvárások növekedése a nagyobb termelési volumen miatt keletkezett termelési tapasztalat jelenértékét csökkenti, így magas diszkontráta esetén a vállalatok kisebb termelési volument, alacsony diszkontráta esetén pedig nagyobb termelési volument választanak. Ily módon – a neoklasszikus beruházásmélet alapvetéséből kiindulva, a termelési volumen és a tőkekereslet között pozitív kapcsolatot feltételezve – magasabb hozamelvárások esetén a vállalatok tőkekereslete ugyanúgy csökken.

*Fazzari és munkatársai (1988)* kimutatják, hogy az alacsony osztalékot fizető vállalatok azért forgatják vissza a profitjukat, mert számukra a külső források bevonása a belső források költségeihez képest relatíve költséges. A saját tőke és a kamatozó kölcsöntőke költségei között megfigyelhető különbség növekedése a tulajdonosi kifizetéseknek kedvez. *Mankins és szerzőtársai (2017)* arra mutatnak rá, hogy míg a 80-as és 90-es években a tőke szűkös erőforrás volt, addig napjainkban a nagy mennyiségű, olcsó tőke keres profitábilis beruházási lehetőségeket. A döntéshozók által meghatározott küszöbértékek nem tükrözik a tőkeköltséget, ami sokszor a beruházások elutasításához vezet.

*Simmons-Süer (2018)* szerint a tőzsdéi vállalatok esetében megfigyelhetünk olyan időszakokat, amelyekben a vállalatok alacsony tőkekereslete sem a kamatkörnyezetnek, sem a növekedési kilátásoknak nem tulajdonítható. Ezekben az időszakokban a hozamelvárások nem tükrözik a tőkeköltséget, ami Miller–Modigliani irrelevanciahipotézisét is cáfolja. *Davies és szerzőtársai (2014)* levezetik, hogy a tőkepiacokon a rövid távú befektetői érdekek a tőkeköltség-csatornán keresztül a beruházások visszaesését eredményezhetik, és beruházási restriktiót okozhatnak. A sajáttőke-költség és a beruházások között negatív kapcsolat figyelhető meg, így, ha nőnek a tulajdonosi hozamelvárások, az a tőkeállomány bővülési ütemének csökkenésével jár.

Elsőként *Miles (1993)*, majd *Davies és társai (2014)* találtak bizonyítékot a rövid távú befektetői érdekek érvényesülésére a tőkepiacokon, és rámutattak arra, hogy a rövid távú befektetői szemléletmód hosszabb távon tulajdonosi értéket rombol. Amennyiben a tőzsdéi vállalatok a rövid távú befektetői érdekeket szolgálják ki a tőkepiacokon, úgy a negyedéves jelentésekre koncentrálnak, és a tulajdonosi kifizetéseket részesítik előnyben, ezzel növelve a befektetésből rövid távon realizálható hozamokat. *Stein (1989)* amellet érvel, hogy a menedzserek olyan beruházásokat preferálnak, amelyek rövid távon növelik az eredményességet. Ezt a piac azonnal lereagálja és beárazza. A rövid távú befektetői érdekek elsődlegessége miatt a rövid

és hosszú táv közötti mérlegelések egyensúlya felborul (Martin 2015, Summers 2017, Favaro 2014, Mauboussin – Rappaport 2016).

Asker és társai (2014) amellett érvelnek, hogy a tőzsdei vállalatokkal szemben sokkal nagyobb mértékben érvényesülnek a rövid távú befektetési érdekek, mint a nem tőzsdei vállalatokkal szemben. Feldman és szerzőtársai (2018) arról írnak, hogy a tőkepiacok megkönnyítik a fedezet nélküli, kutatás-fejlesztésbe irányuló beruházásokat. Hackbarth és szerzőtársai (2018) szerint, ha a vállalatok kiszolgálják a befektetők rövid távú érdekeit, akkor az költségesebbé teszi a hosszú távú értéktermelést. A tulajdonosok az egyensúlyt keresik a rövid távon realizálható pénzáramok és a hosszú távon realizálható pénzáramok között.

A szakirodalom tehát egyértelműen állást foglal amellett, hogy a döntéshozók intertemporális preferenciáit sok esetben nem ragadhatjuk meg az exponenciális diszkontálás szabályrendszerének keretei között, konstans diszkontrátát feltételezve. Az intertemporális preferenciák nem stacioner jellege és időbeli inkonzisztenciája időben változó diszkontráták, vagy a hiperbolikus diszkontálás eszközrendszerének használatával vehetők figyelembe (Janssens et al. 2017). Ezért jelen tanulmányban a befektetők intertemporális preferenciáinak vizsgálatára és az intertemporális döntések modellezésére a hiperbolikus diszkontálás módszerét alkalmazzuk, ami lehetővé teszi a rövid távú gondolkodás hatásainak vizsgálatainkba történő bevonását.

Phelps és Pollak (1968) ezt a módszert a generációk közötti intertemporális döntések modellezésére alkalmazta először, ahol megmutatták, hogy a döntéshozók nagyobb súllyal veszik figyelembe a saját generációjuk jólétét, mint a jövőbeli generációk jólétét. Laibson (1997) amellett érvel, hogy a döntéshozók saját jövőbeli lehetőségeiket korlátozzák, ha nagyobb súllyal veszik figyelembe a rövid távú kimeneteket. Rasmusen (2008) arról ír, hogy a hiperbolikus diszkontálás lényege a relatív időkezelés, és levezeti a helyettesítés határrátáját a különböző függvényformák eseteiben. Bölcskei (2009) is rámutat, hogy az intertemporális preferenciák sokszor a jelen felé torzítanak. A döntéshozók a rövid távú érdekeiket helyezik előtérbe. Neszevda – Dezső (2012) is amellett érvel, hogy hiperbolikus diszkontálás segítségével az intertemporális preferenciák jobban leírhatók. A tőkepiacokon a befektetők intertemporális preferenciáinak modellezésére Davies és szerzőtársai (2014) és Miles (1993) is hasonló diszkontfüggvényeket használnak.

A befektetők intertemporális preferenciáit Davies és szerzőtársai (2014) munkáját követve kvázi-hiperbolikus diszkontfüggvényekkel modellezhetjük. A szerzőket a hiperbolikus diszkontálás alkalmazására a rövid távú befektetési szemlélet bemutatása motiválta. Az intertemporális preferenciák a diszkontfüggvényben egy intertemporális preferenciákat leíró diszkontfaktorként jelennek meg, amit a (1) egyenletben az  $x$  változó jelöl. Az intertemporális diszkonttöbbletet egy addicionális, intertemporális

preferenciákat leíró diszkontrátaként értelmezhetjük, így az  $x$  intertemporális preferenciákat leíró diszkontfaktor az intertemporális diszkonttöbblet függvénye.

Ha  $x < 1$ , akkor a döntéshozóra rövid távú szemlélet jellemző, mivel nagyobb súllyal veszi figyelembe a rövid távon realizálható pénzáramokat, és a tőkekölségnél nagyobb hozamelvárásokat fogalmaz meg.

Ha  $x > 1$ , akkor a döntéshozóra hosszú távú szemléletmód jellemző, mert a hosszú távon realizálható pénzáramokat veszi nagyobb súllyal figyelembe, és a tőkekölségnél kisebb hozamelvárásokat fogalmaz meg.

$$D_I(T) = \frac{x^T}{(1+r)^T}, \quad (1)$$

ahol  $D_I(T)$  a döntéshozó intertemporális preferenciáit leíró diszkontfüggvényt,  $r$  a tőkekölséget,  $T$  a lejáratot és  $x$  az intertemporális preferenciákat leíró diszkontfaktort jelöli.

*Davies et al. (2014)* empirikus vizsgálatokkal is bizonyítja a rövid távú érdekek érvényesülését az intertemporális tőkeallokációs döntések vonatkozásában. Az 1995-től 2004-ig terjedő időszakban Anglia és az Egyesült Államok tőkepiacait vizsgálva *Davies et al. (2014)* szerint az intertemporális preferenciákat leíró diszkontfaktor mértéke  $x = 0,938$ . Az intertemporális diszkonttöbbletet így a (2) egyenlet alapján határozhatjuk meg.

$$itp = x^{-1} - 1, \quad (2)$$

ahol  $itp$  az intertemporális preferenciákat leíró diszkonttöbblet.

A (2) egyenlet alapján az implicit, intertemporális diszkonttöbblet 1995 és 2004 között átlagosan 6,6 százalék volt. A befektetők ekkora addicionális hozamot vártak el a vállalatok tőkekölsége felett.

*Davies és munkatársai (2014)* továbbá levezetik, hogy a befektetői, rövid távú szemléletmód a beruházások helyett a tulajdonosi kifizetések irányába mozdítja a vállalati tőkeallokációt. Ezek a vizsgálatok megmutatták, hogy a tőkepiacokon a döntéshozók intertemporális preferenciái nem stacionáriusak, a befektetők a rövid távú érdekeiket helyezik előtérbe az intertemporális tőkeallokációs döntéseik során, ami a tőkekölség csatornán keresztül a vállalati beruházások visszafogását eredményezi. Az implicit, intertemporális preferenciák és a tőkekereslet kapcsolatának vizsgálata új szempontokra mutat rá a hozamelvárások és a beruházások kapcsolatát elemző tanulmányokban.

A szakirodalom áttekintését követően két, empirikusan tesztelhető kutatási kérdést vizsgálunk meg. Egyrészt arra keressük a választ, hogy hogyan változott az

intertemporális diszkonttöbblet a 2004–2016 közötti időszakban. Másrészt pedig arra, hogy ez a változás milyen hatással volt a vállalatok tőkekeresletére, és hogyan befolyásolta a monetáris politikai intézkedések gazdaságélénkítő hatását. Előzetes várakozásaink alapján az alábbi állításokat fogalmazzuk meg:

1. Az intertemporális diszkonttöbblet a vizsgált időszakban (2004–2016) növekedett.
2. Növekedése a tulajdonosi hosszú távú értékteremtési törekvéseket a beruházási restrikción keresztül háttérbe szorította, ezzel a monetáris politikai lazítások tőkekereslet-élénkítő hatásait is késleltethette.

### **3. Minta és leíró statisztikák**

A kulcsváltozók kiszámításához szükséges beszámoló adatokat a *Refinitiv* adatbázisból gyűjtöttük össze a 2004–2017-ig terjedő időszakra vonatkozóan. Az így létrehozott paneladatbázis Európában bejegyzett tőzsdei vállalatok mérleg-, eredményki-mutatás- és cash-flow-kimutatás adatait tartalmazza. A vállalati beszámolók adatain felül az adatállomány piaci információkat is tartalmaz. Az adatok az intertemporális diszkonttöbblet becslését 2004–2016 között tették lehetővé, így a leíró statisztikákat is erre az időszakra közöljük.

A minta tisztítása:

- kizárásra kerültek a negatív saját tőkével rendelkező, és
- a zérus árbevétellel rendelkező vállalatok,
- követelmény volt továbbá, hogy csak a vizsgálat teljes időszakában tőzsdén jegyzett vállalatok maradjanak a mintában,
- a 27 országbeli vállalati beszámolók adatait és piaci információit a Refinitiv által számított EUR értéken szerepeltetjük.
- a pénzügyi szektort, a közszolgáltatókat, valamint az ingatlanszektort a global industry standards (GICS) besorolás alapján kizártuk a mintából a számviteli szabályozások különbözősége miatt, így 55 különböző iparág vállalatai szerepelnek a mintában.

Átlagosan 30 éve tőzsdén jegyzett vállalatok alkotják az empirikus kutatás alapjául szolgáló adatállományt, így a minta érett tőzsdei vállalatok vizsgálatát teszi lehetővé. A Refinitiv adatbázisában 2 984 Európában bejegyzett tőzsdei vállalat szerepelt, amelyek esetében a kulcsváltozók kiszámításához szükséges adatok rendelkezésre álltak. A szelekciós kritériumok szerinti szűrést követően a kutatás során összesen 14 üzleti évet vizsgáltunk és 527 tőzsdei vállalat maradt a mintában. Ez a rendelkezésre álló vállalatok 17,66 százalékát jelenti.

A kulcsváltozók tekintetében az extrém értékeket az interkvartilis távolság módszerével szűrtük ki. Amennyiben a mutatószám adott értéke az interkvartilis távolság 3-szorosánál nagyobb távolságra helyezkedett el a 25. és a 75. percentiliszhez viszonyítva, úgy az értékeket az 5. és 95. percentiliszhez tartozó értékekkel helyettesítettük (Hastings et al. 1947, Dixon 1960, Tukey 1977). A minta megfelelően reprezentálja Európa tőkepiacait, így alkalmas a tőkekereslet és az intertemporális preferenciák kapcsolatának vizsgálatára.

Az 1. táblázatban a vállalati tőkekereslet és a sajáttőke-költség közötti kapcsolatot vizsgáló modellekben és az implicit, intertemporális diszkonttöbblet becslésénél használt változók számítási módját mutatjuk be. A tőkekereslet ( $I$ ) mértékét a bruttó tőkekiadások (CAPEX) definiálja, amely a tárgyi eszköz-beszerzések és az immateriális javakba történő beruházások összegeként kerül meghatározásra a tőzsdei vállalatok cash-flow-kimutatásában. A tőkereslet így a tárgyi eszköz-beruházások és az immateriális javakba történő beruházások bekerülési költségeként értelmezhető.

Hasonlóan Blundell-Wignall – Roulet (2013) munkájához a tőkekeresletet az árbevétel ( $S$ ) arányában vizsgáljuk, így összehasonlíthatóvá válnak a különböző méretű vállalatok.

1. táblázat		
A kulcsváltozók definíciói		
Változó	Jelölés	Számítási mód
Tőkekereslet az árbevétel arányában	$I_{i,t}/S_{i,t}$	Bruttó tőkekiadások (CAPEX) $_{i,t}$ / Az értékesítés nettó árbevétele $_{i,t}$
Tőkeintenzitás	$K_{i,t}/S_{i,t}$	(Immateriális javak $_{i,t}$ + Tárgyi eszközök $_{i,t}$ ) / Az értékesítés nettó árbevétele $_{i,t}$
Sajátőke-költség	COE $_{i,t}$	$r_{ft} + \beta_i ERP_{i,t}$
	$r_{ft}$	10 éves EKB zéró kupon hozam
	$\beta_i$	CAPM Béta (Refinitiv által becsült)
	ERP $_{i,t}$	Tőkekockázati prémium
Egy részvényre jutó osztalék (EUR)	DPS $_{i,t}$	Fizetett osztalék $_{i,t}$ / Részvények száma $_{i,t}$
Egy részvényre jutó adózott eredmény (EUR)	EPS $_{i,t}$	Adózott eredmény $_{i,t}$ / Részvények száma $_{i,t}$

A hosszú távon megcélzott működéshez szükséges tőkeállományt a vállalatok kibocsátása határozza meg. Hosszú távon a vállalat kibocsátása és tőkeállománya arányos egymással. Ezt az arányt nevezzük tőkeintenzitásnak. A tőkeintenzitás azt méri, hogy egységnyi árbevétel ( $S$ ) megtermeléséhez a vállalatnak mennyi tőkére van szüksége. A tőkeintenzitás meghatározza a hosszú távon megcélzott működéshez szükséges tőkeállományt. A tőkeállományt ( $K$ ) az immateriális javak és a tárgyi eszközök összegeként határozzuk meg. A sajáttőke-költségét ( $COE$ ) a 10 éves EKB



zéró kupon hozam ( $r_f$ ) és a vállalatokra jellemző kockázati prémium összegeként definiáljuk. Azért választottuk a 10 éves EKB zéró kupon hozamot, mert a mintában szereplő országok között legnagyobb arányban az eurozóna országok vannak jelen. Így az EKB zéró kupon hozam jól reprezentálja a mintában szereplő országok kockázatmentes hozamát.

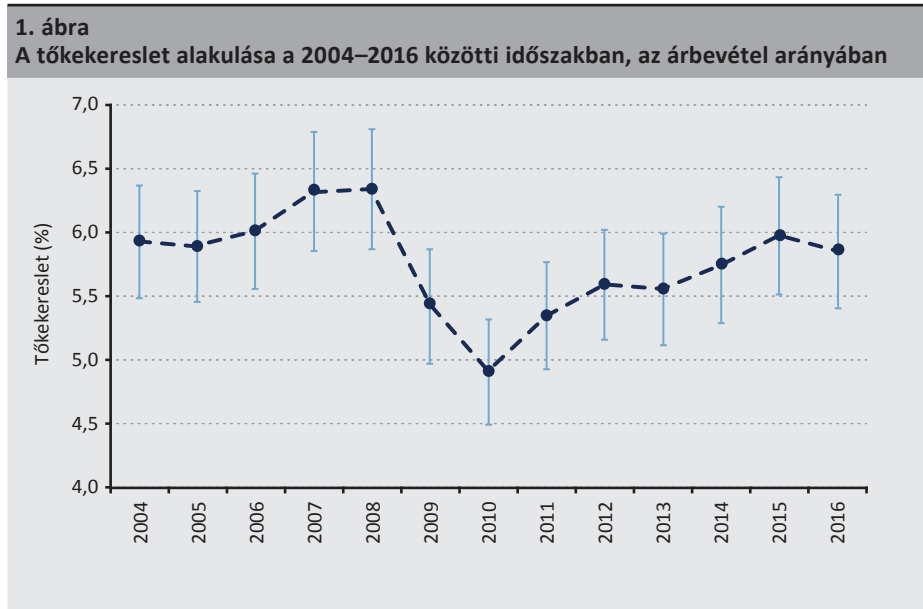
A kockázati prémiumot a vállalat székhelye szerinti ország tőkepiacán megfigyelhető, Damodaran (2019) munkája alapján becsült, implicit tőkekockázati prémium (ERP) és a vállalatra jellemző piaci kockázat ( $\beta_i$ ) szorzataként határoztuk meg. A piaci kockázat mérőszámaként a Refinitiv által becsült vállalatokra jellemző bétákat használtuk. A definíció szerint a sajáttőke-költség változását a kamatkörnyezet és a tőkepiaci kockázati prémium változása eredményezi. A vállalatok részvényhozamai és a piaci hozam közötti együttmozgás intenzitását a vizsgált időszakban állandónak feltételezzük. Így a saját tőke költségének változásán keresztül a makroszintű sokkok hatásait követhetjük nyomon.

A részvényárat ( $P$ ), az egy részvényre jutó adózott eredményt ( $EPS$ ) és az egy részvényre jutó osztalékot ( $DPS$ ) euróban szerepeltetjük. Az üzleti éveket  $t$ -vel, a vállalatokat  $i$ -vel indexáljuk.

2. táblázat						
A kulcsváltozók leíró statisztikái a teljes minta alapján						
Változó	Átlag	Szórás	Minimum	Medián	Maximum	Megfigyelések száma
$I_{i,t}/S_{i,t}$	0,058	0,052	0	0,041	0,224	6 851
$K_{i,t}/S_{i,t}$	0,353	0,316	0,005	0,247	1,317	6 851
$COE_{i,t}$	0,077	0,024	0,004	0,076	0,184	6 851
$r_{f,t}$	0,032	0,012	0,009	0,037	0,044	6 851
$\beta_i$	0,81	0,392	-0,082	0,809	2,312	6 851
$ERP_{i,t}$	0,056	0,011	0,045	0,05	0,2	6 851
$DPS_{i,t}$	0,578	0,809	0	0,263	4,077	6 851
$EPS_{i,t}$	1,221	1,9	-4,97	0,569	9,699	6 851
$P_{i,t}$	22,451	30,288	0,01	10,54	170,309	6 851

A 2. táblázat a kulcsváltozók leíró statisztikáit szemlélteti a teljes minta alapján. A vállalatokról elmondható, hogy a 2004–2016 közötti időszakban évente átlagosan 5,8 százalékkal bővítették a tőkeállományukat, az árbevétel arányában. A tőkeintenzitást tekintve egységnyi árbevétel megtermeléséhez átlagosan 0,353 egység tőkére volt szükségük. A piaci kockázatot mérő béta értéke átlagosan 0,81. A sajáttőke-költség 7,7 százalék körül mozog, míg a tőkekockázati prémium átlagosan 5,6 százalék.

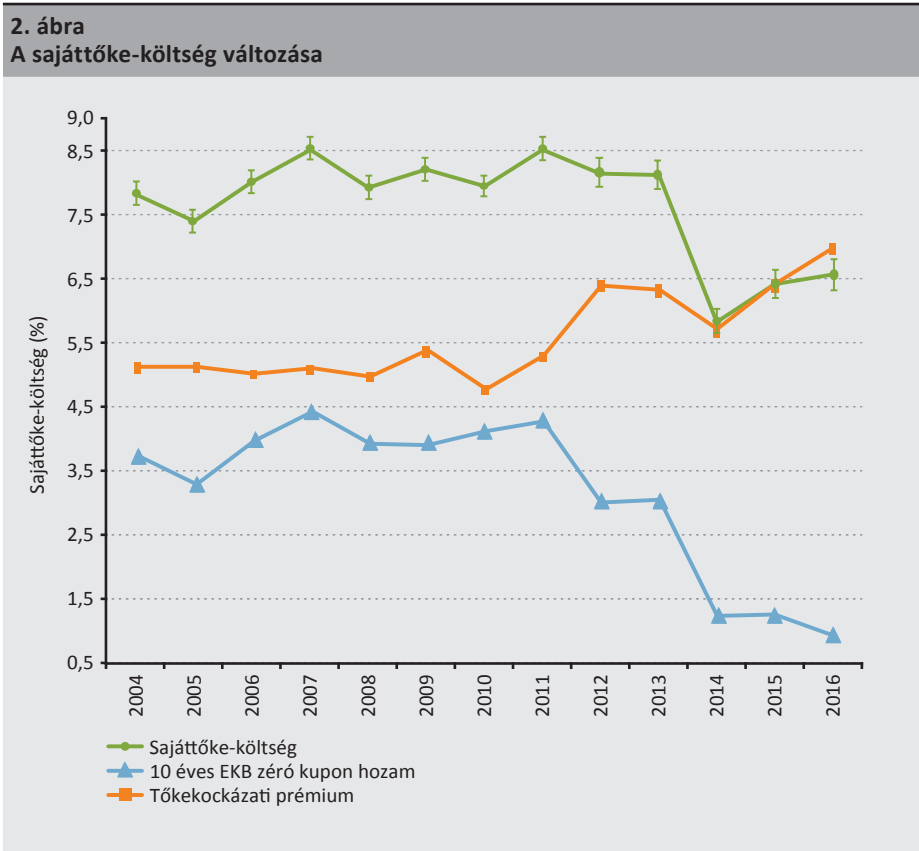
Az egy részvényre jutó adózott eredmény átlaga 1,22 EUR. Az egy részvényre jutó osztalék átlagos értéke 0,578 EUR. A 10 éves EKB zéró kupon hozam átlagosan 3,2 százalék volt a vizsgált üzleti években.



Az 1. ábrán a tőkekereslet üzleti évek szerinti átlagának alakulása látható a vizsgált időszakban, az árbevétel arányában. Míg 2007-ben a vállalatok átlagosan a tőkeállományukat 6,3 százalékkal bővítették, addig a válságévek folyamán a tőkeakkumulációs ráta 5 százalék alá esett vissza, majd az alacsony kamatkörnyezetben 5,8 százalékra kapaszkodott vissza 2016-ra. Duchin et al. (2010) érvel amellett, hogy a beruházások visszaesését a válság miatt megfigyelhető külső forráskínálati sokk eredményezte. A 2009–2010-es beruházási sokk nagy visszaesést eredményezett a tőkeállomány bővítésének ütemében.

Az intertemporális preferenciák vizsgálatához a kockázatmentes hozamok trendje, a tőkekockázati prémium trendje, valamint a saját tőke költségének változása hordoz fontos információkat. A 2. ábrán jól látható, hogy a 10 éves EKB zéró kupon hozam mintaátlaga egészen 2011-ig 3–4,5 százalék között ingadozott. A 2011-es üzleti évet követően az eurozóna adósságválságának lecsengésével párhuzamosan a 10 éves EKB zéró kupon hozam csökkenését figyelhetjük meg. A vállalatok székhelyei szerinti tőkepiacokon megfigyelhető Damodaran (2019) munkája alapján becsült, implicit tőkekockázati prémiumot vizsgálva látható, hogy a válságot követően a tőkekockázati prémium mintaátlaga 5-ről 7 százalékra növekedett. A kockázatmentes

hozam és a tőkekockázati prémium eredőjeként a sajáttőke-költség mintátlaga csak 2014-re csökkent le. A 2. ábra jól összefoglalja, hogy a kamatkörnyezet változása és a tőkepiacon megfigyelhető folyamatok milyen hatással voltak az európai tőzsdéi vállalatok sajáttőke-költségére.



#### 4. Az intertemporális diszkonttöbblet változása a 2004–2016 közötti időszakban

Az implicit, intertemporális diszkonttöbblet becslését *Davies et al. (2014)* munkájára alapozzuk. A szerzők egy eszközárzási modellben alkalmaznak kvázi-hiperbolikus diszkontfüggvényeket annak érdekében, hogy megbecsüljék az intertemporális diszkonttöbblet mértékét. A becslések során alkalmazott eszközárzási modellt egy intertemporális preferenciákat leíró diszkonttényezővel egészítik ki.

Az általunk használt eszközárzási modell annyiban különbözik *Davies et al. (2014)* modelljétől, hogy a sajáttőke-költségét tekintve a vállalatokra jellemző kockázati

prémiumot az implicit tőkekockázati prémiumok és a vállalatra jellemző béta szorzataként határoztuk meg. A sajáttőke-költség ilyen módon történő definiálása a tőkepiaci eszközárzási modellre (CAPM) épül. A piaci portfólió és a vállalati részvények együttmozgását a vizsgált időszakban állandónak tekintettük. Így, ellentétben *Davies et al. (2014)* munkájával, esetünkben a sajáttőke-költséget nem csak a kamatváltozás, de a kockázati prémium időbeli változása eredményezi, míg a vállalatok közötti heterogenitást csak a piaci kockázat befolyásolja. *Davies et al. (2014)* munkájával szemben az általunk alkalmazott eszközárzási modellben a kockázati prémium változhat a vizsgált időszakban, így az intertemporális diszkonttöbblet mértékét a kamatkörnyezet változásán túl a tőkepiaci folyamatok is befolyásolhatják. Az intertemporális preferenciák becsléséhez alkalmazható eszközárzási modellt *Davies et al. (2014)* munkája alapján a (3) egyenlet segítségével határozhatjuk meg:

$$P_{i,t} = \sum_{j=1}^N \frac{E_t(DPS_{i,t+j})x_t^j}{(1 + COE_{i,t+j})^j} + \frac{E_t(P_{i,t+N})x_t^N}{(1 + COE_{i,t+N})^N}, \quad (3)$$

ahol  $i$ -vel a vállalatokat,  $j$ -vel a tartási periódus éveit,  $t$ -vel az üzleti éveket indexáljuk, valamint  $P_{i,t}$  a részvényárat,  $N$  a tartási periódust,  $DPS_{i,t}$  az egy részvényre jutó osztalékot,  $COE_{i,t} = r_{f,t} + \beta_i ERP_{i,t}$  a saját tőke költségét és  $x_t$  az adott évre vonatkozó implicit, intertemporális diszkonttényezőt jelöli.

A (3) egyenletben szereplő várható értékeket tekintve *Wickens (1982)* amellett érvel, hogy a várható értékek megegyeznek a realizált érték és az előrejelzési hiba különbségével. Ebben az esetben az  $N$  periódussal későbbi részvényár  $t$  időpontbeli várható értékét a (4) egyenlet segítségével határozhatjuk meg.

$$E_t(P_{i,t+N}) = P_{i,t+N} - U_{i,t+N}, \quad (4)$$

ahol  $U_{i,t+N}$  az előrejelzési hibát jelöli.

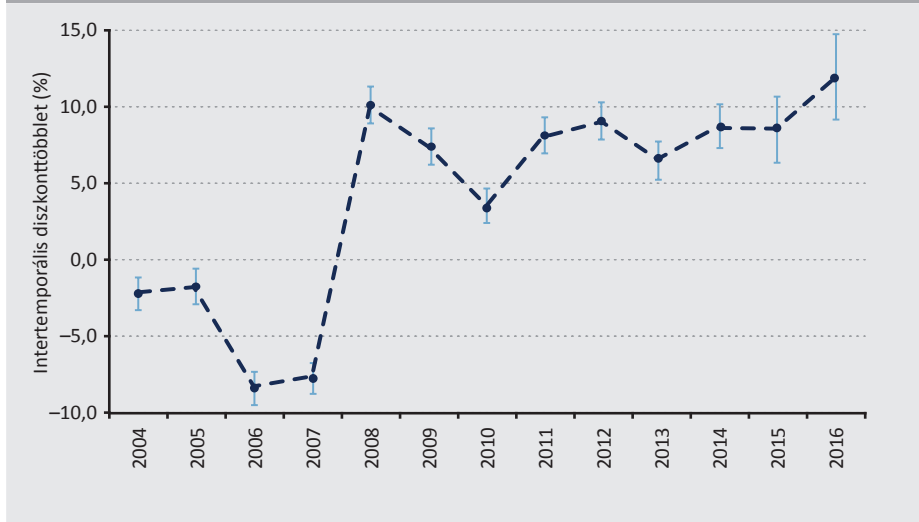
Ebben az esetben az  $x$  paraméter becslése olyan instrumentális módszerekkel történhet, ahol az instrumentumok korrelálnak a  $P_{i,t+N}$  részvényárral, de az előrejelzési hibával nem. A (3) egyenletben az  $x$  paraméter becslése így nem lineáris, két lépcsős legkisebb négyzetek módszerével lehetséges. Instrumentumokként az egy részvényre jutó adózott eredmény, az egy részvényre jutó osztalék késleltetett értékei alkalmazhatók a jövőbeli egy részvényre jutó osztalék és a jövőbeli részvényárak esetében. Az  $x$  intertemporális preferenciákat leíró diszkontfaktor, így minden üzleti évre megbecsülhető, és ezzel nyomon követhető a befektetők intertemporális preferenciáinak változása a tőkepiacokon. *Neszveda – Dezső (2012)* amellett érvel, hogy a kvázi hiperbolikus diszkontfüggvények hosszú távon nagyságrendekkel eltérnek az általánosított hiperbolikus diszkontálás eredményeitől. Ennek okán az általunk felépített modellben az  $N$  tartási periódusnak 5 évet határoztunk meg, kivéve azokban az években, amikor már nem volt elég megfigyelés az 5 éves tartási periódushoz. Ennek megfelelően 2012 után, minden évben eggyel rövidült a tartási

periódus. Így modellünk egy középtávú befektetési időhorizontot vizsgál. A 2017-es üzleti évre a rendelkezésre álló adatok alapján már nem lehet megbecsülni az intertemporális diszkonttöbbletet.

A 3. ábra az implicit intertemporális diszkonttöbblet alakulását követi nyomon a 2004–2016-os időszakban. A (3) egyenlet alapján ismertetett eszközarázási modell segítségével először az  $x$  intertemporális preferenciákat leíró diszkontfaktort becsültük meg, majd ebből fejeztük ki az implicit intertemporális diszkonttöbbletet a (2) egyenletben ismertetett képlet alapján. Az  $x$  paramétert az előrejelzési hibák miatt nemlineáris, kétlépcsős legkisebb négyzetek módszerével becsültük meg minden üzleti évre.

A keretmetszeti regressziós modellek esetében az  $R^2$  72 és 95 százalék között ingadozik. A megbecsült intertemporális diszkontfaktor minden évben 1 százalékos szinten szignifikáns. A paraméterbecslést követően *Wald-próba* segítségével megvizsgáltuk, hogy az intertemporális diszkontfaktor szignifikánsan különbözik-e 1-től, hiszen ha  $x = 1$ , akkor az implicit intertemporális diszkonttöbblet 0. A *Wald-próbák* eredményei minden évben szignifikáns eltéréseket mutattak. A Hansen-J-statisztikák alapján egyik esetben sem vetettük el a null-hipotézist, miszerint az alkalmazott instrumentum-halmaz megfelelő. A 3. ábrán a pontbecslések mellett a *White (1980)* munkáján alapuló, heteroszkedaszticitást is számításba vevő standard hibák alapján számolt 95 százalékos konfidencia-intervallumot jelenítjük meg.

**3. ábra**  
Az implicit, intertemporális diszkonttöbblet változása a 2004–2016 közötti időszakban



A 3. ábra alapján látható, hogy 2008 előtt az implicit, intertemporális diszkonttöbbség értéke negatív volt. Így ebben az időszakban a befektetők hozamvárásai a tőkepiacon átlagosan a sajáttőke-költség alatt voltak. Ez arra utal, hogy a befektetőket 2008 előtt hosszú távú szemléletmód jellemezte, könnyebben cserélték el a jelenbeli jövedelmüket egy jövőbeli hozamígéretre. A legnagyobb negatív intertemporális diszkonttöbbség 2006-ban figyelhető meg, amikor a befektetők átlagosan 8,4 százalékkal alacsonyabb hozamvárásokat támasztottak a sajáttőke-költséghez képest. 2008-tól az intertemporális diszkonttöbbség értéke pozitív, ami arra utal, hogy a befektetők hozamvárásai átlagosan a sajáttőke-költség fölé kerültek. Ebben az esetben a befektetők a rövid távú érdekeiket helyezik előtérbe a tőkepiacokon, ezért nehezebben cserélik el a jelenbeli jövedelmüket egy jövőbeli hozamígéretre. 2008-ban az intertemporális diszkonttöbbség 10,1 százalék volt. Átlagosan ennyivel magasabb hozamvárást fogalmaztak meg a befektetők a tőkepiacokon a tőke-költség felett.

## 5. Az intertemporális diszkonttöbbség növekedésének hatása az európai tőzsdei vállalatok tőkekeresletére

A befektetői hozamvárások a tőkeköltség-csatornán keresztül a vállalatok tőkekeresletére is hatnak, mivel a hozamvárások a vállalatok szemszögéből vizsgálódva tőkeköltségként értelmezhetők. Az implicit, intertemporális diszkonttöbbség növekedése a beruházási döntések során alkalmazott diszkontráta növelésén keresztül csökkentheti a vállalatok tőkekeresletét.

Az intertemporális diszkonttöbbség becslését követően megvizsgáltuk az intertemporális preferenciák tőkekeresletre gyakorolt hatásait. *Blundell-Wignall – Roulet (2013)* amellett érvelnek, hogy a hozamvárások és a vállalatok tőkekereslete között fordított arányosság figyelhető meg. Megmutatják továbbá, hogy a saját tőke költsége és a tőkekereslet között negatív kapcsolat van. A sajáttőke-költség jó viszonyítási pont a hozamvárások tekintetében, de a döntéshozók általában ettől eltérő küszöbértékeket alkalmaznak a beruházási döntések során, amit a sajáttőke-költség alkalmazása kevésbé jól ragad meg. Ezért tartjuk fontosnak az implicit, intertemporális diszkonttöbbség vizsgálatát, amely a küszöbértékek és a sajáttőke-költség közötti különbségeket ragadja meg.

Az intertemporális diszkonttöbbség-növekedés hatásainak vizsgálata során *Blundell-Wignall – Roulet (2013)* modelljéhez hasonló modellt alkalmazunk, amelyet az implicit intertemporális diszkonttöbbség és az intertemporális preferenciákat leíró diszkontfaktor hatásait figyelembe véve bővítünk ki. Modellünk segítségével jobban megragadhatjuk a befektetők hozamvárásait.

Az alapmodellt az (5) egyenlet szemlélteti.

$$\frac{I_{i,t}}{S_{i,t}} = \beta_1 COE_{i,t-1} + \beta_2 \frac{K_{i,t}}{S_{i,t}} + \mu_i + \varepsilon_{i,t}, \quad (5)$$

ahol  $I_{i,t}/S_{i,t}$  az egységnyi árbevételre jutó tőkekeresletet,  $COE_{i,t-1}$  a saját tőke költségét,  $K_{i,t}/S_{i,t}$  a tőkeintenzitást,  $\mu_i$  az egyedhatásokat,  $\varepsilon_{i,t}$  a hibtagot és  $\beta$  a regressziós modell paramétereit jelöli.

Az alapmodellbe további magyarázóváltozókként az intertemporális preferenciákat leíró diszkontfaktor ( $x$ ) és az intertemporális diszkonttöbbslet ( $itp$ ) trendjét vonjuk be. A két különböző trendváltozó használatával lehetőségünk nyílik megmutatni, hogy biztosan az intertemporális preferenciák hatásait ragadjuk meg, és nem csak az idő múlása jelenik meg a trendváltozóknak. Előzetesen arra számítunk, hogy a tőkekereslet és a diszkontfaktor trendje között pozitív kapcsolatot, míg az intertemporális diszkonttöbbslet esetében negatív kapcsolatot figyelhetünk meg. A modellekbe a trendváltozók késleltetett értékeit vonjuk be, mert a trendváltozók prediktív tulajdonságait szeretnénk vizsgálni.

A (6) egyenletben a modellt az intertemporális preferenciákat leíró diszkontfaktor trendjével egészítettük ki.

$$\frac{I_{i,t}}{S_{i,t}} = \beta_1 x_{t-1} + \beta_2 COE_{i,t-1} + \beta_3 \frac{K_{i,t}}{S_{i,t}} + \mu_i + \varepsilon_{i,t}, \quad (6)$$

ahol  $x_{t-1}$  az intertemporális preferenciákat leíró diszkontfaktor késleltetett trendjét jelöli.

A (7) egyenletben az alapmodellbe az implicit intertemporális preferenciákat leíró diszkonttöbbslet trendjét vonjuk be magyarázó változóként.

$$\frac{I_{i,t}}{S_{i,t}} = \beta_1 itp_{t-1} + \beta_2 COE_{i,t-1} + \beta_3 \frac{K_{i,t}}{S_{i,t}} + \mu_i + \varepsilon_{i,t}, \quad (7)$$

ahol  $itp_{t-1}$  az intertemporális preferenciákat leíró diszkonttöbbslet trendjét jelöli.

A modellek segítségével szeretnénk megmutatni, hogy az intertemporális diszkonttöbbslet növekedése a vállalatok tőkekeresletét csökkenti, ami arra utal, hogy a befektetők rövid távú érdekeinek előtérbe helyezése a tőkeköltség csatornán keresztül beruházások elutasításához vagy elhalasztásához vezet, és ezzel értéket rombol a vállalatok számára. A befektetési rövid távú érdekek kiszolgálása a hosszú távú tulajdonosi értékteremtés ellenében hat.

A 3. táblázatban a hozamvárások és a tőkekereslet kapcsolatát vizsgáljuk meg. A becsléshez szükséges adatok a vizsgált minta tekintetében 527 vállalatra voltak elérhetőek és 12 üzleti évet tudtunk megvizsgálni a késleltetések miatt. A modelleket

„within” transzformációval becsültük meg. A táblázatban a *Newey-West standard hibákat* közöljük. A C1 modellt a (5) egyenlet alapján, a C2 modellt a (6) egyenlet alapján, míg a C3 modellt a (7) egyenlet alapján becsültük meg.

A C1 modellben látható, hogy a sajáttőke-költségének 1 százalékos növekedése a vállalatok tőkekeresletét 0,1 százalékkal csökkenti. Így megfigyelhető a fordított arányosság a tőkekereslet és a sajáttőke-költsége között. Nem meglepő eredmény továbbá, hogy a tőkeintenzitás növekedése a tőkekeresletet növeli. A C2 modellben  $x_{t-1}$  változó az intertemporális preferenciákat leíró diszkontfaktor trendjét jelöli. Míg 2009 előtt  $x_{t-1}$  értéke 1 felett van, addig 2009-től az érték 1 alá kerül, ami a befektetők rövid távú érdekei előtérbe kerülését jelzi. Az intertemporális preferenciákat leíró diszkontfaktor trendjéhez tartozó pozitív paraméter arra utal, hogy a befektetők rövid távú érdekeinek előtérbe kerülése a vállalatok tőkekeresletének csökkenését vetíti előre.

A C3 modellben ugyanerre a következtetésre juthatunk, ha az intertemporális diszkonttöbbség trendjének késleltetett értékével egészítjük ki a modellt. Az  $itp_{t-1}$  változó negatív paramétere arra utal, hogy az intertemporális diszkonttöbbség növekedése a tőkeköltség csatornán keresztül csökkentette a vállalatok tőkekeresletét. Az intertemporális diszkonttöbbség 1 százalékos növekedése a tőkekeresletet 0,048 százalékkal csökkenti.

<b>3. táblázat</b>			
<b>A hozamelvárások és a tőkekereslet kapcsolata</b>			
$I_{i,t} / S_{i,t}$	<b>C1</b>	<b>C2</b>	<b>C3</b>
$x_{t-1}$		0,049*** (0,006)	
$itp_{t-1}$			-0,048*** (0,005)
$COE_{i,t-1}$	-0,100*** (0,038)	-0,187*** (0,038)	-0,186*** (0,038)
$K_{i,t} / S_{i,t}$	0,092*** (0,006)	0,092*** (0,006)	0,092*** (0,006)
R <sup>2</sup>	0,118	0,131	0,131
Korrigált R <sup>2</sup>	0,037	0,052	0,052
Wooldridge próba: p-érték	0,000	0,000	0,000
Megfigyelések száma	6 324	6 324	6 324
Vállalatok száma	527	527	527
Üzleti évek száma	12	12	12
<i>Megjegyzés: Zárójelben a standard hibák. ***p &lt; 0,01, **p &lt; 0,05, *p &lt; 0,1</i>			



Az intertemporális preferenciák és a tőkekereslet kapcsolatát vizsgálva jól látható, hogy az implicit intertemporális diszkonttöbblet növekedése a tőkeköltség csatornán keresztül a tőkekereslet csökkenését eredményezi. A rövid távú befektetési érdekek kiszolgálása pozitív nettó jelenértékű beruházások elutasításához vagy elhalasztásához vezet, ezért tulajdonosi értéket rombol.

A modellek alapján ezen felül azt is láthatjuk, hogy a sajáttőke-költség csökkenése a tőkekereslet növekedését jelzi előre. Ahogy azt a 2. ábrán megmutattuk 2009-es beruházási sokkot követően a vizsgált mintában a monetáris politikai lazítások hatása csak 2014-re csökkentette érdemben a sajáttőke-költségét, annak ellenére, hogy a kamatok csökkentése már az eurozóna adósságválságának lecsengésével párhuzamosan 2011-ben elkezdődött. Ez arra utal, hogy a válságot követő tőkepiaci folyamatok késleltethették a monetáris politika válságkezelő intézkedéseinek beruházásélénkítő hatását. Ezen felül az intertemporális diszkonttöbblet növekedése is a monetáris lazítások ellenében hatott.

## **6. Következtetések**

A kutatás során megmutattuk, hogy az implicit, intertemporális diszkonttöbblet a 2004–2016-ig terjedő időszakban növekedett. 2008 előtt az intertemporális preferenciákat leíró diszkontfaktor értéke 1 felett volt, ezt követően 1 alá került. Míg 2008 előtt a befektetőket hosszú távú szemléletmód jellemezte, addig a válságot követően a befektetők a rövid távú érdekeiket helyezik előtérbe. A befektetési hozamvárások és a tőkeköltség közötti különbség megnövekedett. A válságot követően a befektetők nehezebben cserélik el a jelenbeli jövedelmüket egy jövőbeli hozamígéretre. Ha az implicit, intertemporális diszkonttöbblet beépül a vállalatok tőkeköltségébe, akkor az a tőkekeresletet csökkenti és pozitív nettó jelenértékű beruházások elutasításához vagy elhalasztásához vezet. Ezzel a tulajdonosi hosszú távú értékteremtési törekvéseket a beruházási restrikción keresztül háttérbe szorítja. A sajáttőke-költség és a tőkekereslet kapcsolatának vizsgálata olyan makroszintű sokkok hatásaira is rávilágít, mint a recesszió, a kamatkörnyezet változása, vagy a tőkekockázati prémium változása a tőkepiacokon. A vizsgált mintában 2014-ben látható egy jelentős csökkenés a sajáttőke-költségében, amely a kamatok csökkenésének és a tőkekockázati prémium változásának köszönhető. Ez arra utal, hogy sajáttőke-költség változásait és az intertemporális diszkonttöbblet növekedését tekintve a válságot követő tőkepiaci folyamatok késleltethették a monetáris politikai lazítások tőkekereslet élénkítő hatását.

## Felhasznált irodalom

- Asker, J. – Farre-Mensa, J. – Ljungqvist, A. (2014): *Corporate Investment and Stock Market Listing: A Puzzle?* Review of Financial Studies, 28(2): 342–390. <http://doi.org/10.1093/rfs/hhu077>
- Blundell-Wignall, A. – Roulet, C. (2013): *Long-term investment, the cost of capital and the dividend and buyback puzzle*. OECD Journal: Financial Market Trends, 2013(1): 39–52. <http://doi.org/10.1787/fmt-2013-5k41z8t05l8s>
- Bölcsei Vanda (2009): *Az intertemporális döntések viselkedési közgazdaságtani modelljeinek áttekintése*. Közgazdasági Szemle, 56(november): 1025–1040.
- Campbell, J.L. – Dhaliwal, D.S. – Schwartz, W.C. (2012): *Financing Constraints and the Cost of Capital: Evidence from the Funding of Corporate Pension Plans*. Review of Financial Studies, 25(3): 868–912 <http://doi.org/10.1093/rfs/hhr119>
- Damodaran, A. (2019): *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2019 Edition*. <http://doi.org/10.2139/ssrn.3378246>
- Davies, R. – Haldane, A. G. – Nielsen, M. – Pezzini, S. (2014): *Measuring the costs of short-termism*. Journal of Financial Stability, 12(June): 16–25. <http://doi.org/10.1016/j.jfs.2013.07.002>
- Dixon, W.J. (1960): *Simplified Estimation from Censored Normal Samples*. The Annals of Mathematical Statistics, 31(2): 385–391. <http://doi.org/10.1214/aoms/1177705900>
- Duchin, R. – Ozbas, O. – Sensoy, B.A. (2010): *Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis*. Journal of Financial Economics, 97(3): 418–435. <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.12.008>
- Favaro, K. (2014): *Long-Termism Is Just as Bad as Short-Termism*. Harvard Business Review, September 25.
- Fazzari, S. – Hubbard, R. G. – Petersen, B. (1988): *Financing Constraints and Corporate Investment*. Brookings Papers on Economic Activity, 1988(1): 141–206. <http://doi.org/10.2307/2534426>
- Feldman, N. – Kawano, L. – Patel, E. – Rao, N. – Stevens, M. (2018): *The Long and Short of It: Do Public and Private Firms Invest Differently?* Finance and Economics Discussion Series, 2018–068. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System. <http://doi.org/10.17016/feds.2018.068>
- Hackbarth, D. – Rivera, A. – Wong T.Y. (2018): *Optimal Short-Termism*. ECGI Finance Working Paper no. 546/2018. European Corporate Governance Institute. <http://people.bu.edu/dhackbar/HRW-2018.pdf>. Letöltés ideje: 2020. május 8.

- Hastings, C. – Mosteller, F. – Tukey, J. W. – Winsor, C.P. (1947): *Low Moments for Small Samples: A Comparative Study of Order Statistics*. The Annals of Mathematical Statistics, 18(3): 413–426. <http://doi.org/10.1214/aoms/1177730388>
- Janssens, W. – Kramer, B. – Swart, L. (2017): *Be patient when measuring hyperbolic discounting: Stationarity, time consistency and time invariance in a field experiment*. Journal of Development Economics, 126(May): 77–90. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2016.12.011>
- Laibson, D. (1997): *Golden Eggs and Hyperbolic Discounting*. The Quarterly Journal of Economics, 112(2): 443–478. <https://doi.org/10.1162/003355397555253>
- Mankins, M. – Harris, K. – Harding, D. (2017): *Strategy in the Age of Superabundant Capital*. Harvard Business Review, March-April.
- Martin, R.L. (2015): *Yes, Short-Termism Really Is a Problem*. Harvard Business Review, October.
- Mauboussin, M.J. – Rappaport, A. (2016): *Reclaiming the Idea of Shareholder Value*. Harvard Business Review, July.
- Miles, D. (1993): *Testing for Short Termism in the UK Stock Market*. The Economic Journal, 103(421): 1379–1396. <https://doi.org/10.2307/2234472>
- Neszveda Gábor – Dezső Linda (2012): *A kvázi- és általánosított hiperbolikus diszkontálás hosszú távon*. Szigma, 43(3–4): 163–177.
- Phelps, E.S. – Pollak, R.A. (1968): *On Second-Best National Saving and Game-Equilibrium Growth*. The Review of Economic Studies, 35(2): 185–199. <https://doi.org/10.2307/2296547>
- Rasmusen, E.B. (2008): *Some Common Confusions About Hyperbolic Discounting*. SSRN Electronic Journal. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1091392>
- Simmons-Süer, B. (2016): *Cost of capital and US investment: Does financing matter after all?* The Quarterly Review of Economics and Finance, 60(May): 86–93. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2015.11.008>
- Simmons-Süer, B. (2018): *How relevant is capital structure for aggregate investment? A regime-switching approach*. International Review of Economics & Finance, 53(January): 109–117. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2017.10.002>
- Stein, J. (1989): *Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior*. Quarterly Journal of Economics, 104(November): 655–669. <https://doi.org/10.2307/2937861>

Summers, L.H. (2017): *Is Corporate Short-Termism Really a Problem? The Jury's Still Out*. Harvard Business Review, February.

Tukey, J.W. (1977): *Exploratory Data Analysis*. Addison-Wesley.

Vörös, J. (2020): *Production dynamics in case of organizational learning*. Mimeo, University of Pécs.

White, H. (1980): *A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity*. *Econometrica*, 48(4): 817–838. <http://doi.org/10.2307/1912934>

Wickens, M.R. (1982): *The Efficient Estimation of Econometric Models with Rational Expectations*. *The Review of Economic Studies*, 49(1): 55–67. <https://doi.org/10.2307/2297140>

# Az uzsorahitelezés nagyságrendi és területi becslése\*

El-Meouch Nedim Márton – Fellner Zita – Marosi Anna – Szabó Beáta – Urbán Ákos

A pénzügyi mélyüléssel párhuzamosan egyre nagyobb figyelmet kap a lakosság azon szegmense, amely nem vesz részt a formális pénzügyi közvetítésben. E háztartások egy része jellemzően rossz jövedelmi helyzettel rendelkezik, így alacsony hitelképességük miatt hitelkeresletük kielégítetlen marad. Tanulmányunkban – a hazai szakirodalomban első alkalommal – az uzsorahitelezés elterjedtségének nagyságrendi becslésére teszünk kísérletet. A sérülékeny, így potenciálisan érintett háztartások nagyságrendjének meghatározásához az Eurostat Survey on Income and Living Conditions felmérésére adott hazai válaszokat használtuk fel. Eredményeink alapján 3–13 százalék közé becsüljük azon hazai háztartások arányát, amelyek pénzügyi és lakhatási helyzetükből adódóan olyan mértékben sérülékenyek, hogy ki lehetnek téve – legalább az eseti – uzsorahitelezés kockázatának. Azon területek azonosításához pedig, amelyekben feltételezhetően elterjedt a helyi közösséget átszövő uzsorahitelezés, a gazdasági-lakhatási szempontból elmaradott települések és az alacsony (formális) hitelpenetrációjú járásközpontok metszetét vettük alapul a Központi Statisztikai Hivatal és a Magyar Nemzeti Bank aggregált adatai alapján. Az uzsorahitelezéssel leginkább érintett területek Borsod-Abaúj-Zemplén, Szabolcs-Szatmár-Bereg és Hajdú-Bihar megye országhatárhoz közeli települései lehetnek, amely eredményünket a rendelkezésre álló hivatalos, uzsora-bűncselekményekre vonatkozó statisztikák regionális eloszlása is alátámasztja.

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** D14, E26, E51, O17, R20

**Kulcsszavak:** eladósodás, uzsora, hitelkereslet, pénzügyi sérülékenység

## 1. Bevezetés

A világgazdasági válságot követően a hazai háztartási szektor hitelfelvételei 2012-ben érték el mélypontjukat, ezt követően viszont egyre bővülő hitelkibocsátásról beszélhetünk, ami mind a lakáshiteleket, mind a fogyasztási hiteleket érintette.

\* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

El-Meouch Nedim Márton a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: elmeouchn@mnb.hu

Fellner Zita a Magyar Nemzeti Bank közgazdasági elemzője. E-mail: fellnerz@mnb.hu

Marosi Anna a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: marosia@mnb.hu

Szabó Beáta a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: szabobea@mnb.hu

Urbán Ákos a tanulmány írásakor a Magyar Nemzeti Bank elemzője volt. E-mail: akosh.urban@gmail.com

A magyar nyelvű kézirat első változata 2019. december 16-án érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <http://doi.org/10.25201/HSZ.19.2.107132>

Az új hitelek bővülését azonban a válság előtt felvett hitelek törlesztései sokáig ellensúlyozták, így a nominális hitelállomány a gazdaság méretéhez viszonyítva csak 2018 folyamán kezdett emelkedni. A hitelciklus előrehaladtával, a pénzügyi közvetítés ciklikus mélyülésével egyre fokozottabb figyelem terelődik azokra a lakossági szegmensekre, amelyek egyelőre nem vonódtak be a formális intézményrendszer által nyújtott pénzügyi közvetítésbe (azaz nem veszik igénybe a pénzügyi közvetítőrendszer egyik szolgáltatását sem).

A banki látókörből kieső rétegek jellemzően vagy alacsony jövedelemmel rendelkeznek, vagy egyáltalán nem tudnak igazolható jövedelmet bemutatni, emiatt pedig a jelenleg hatályos makroprudenciális (adósságfék) szabályozás szerint nem számítanak hitelképesnek.<sup>1</sup> Bevonódásuk hiánya egyrészt hosszú távon a pénzügyi mélyülés korlátját jelenti, másrészt akut szociális problémákat okozhat, lévén sem a felügyelet, sem a fogyasztóvédelem látóterébe nem kerülnek be. E háztartások körében – éppen rosszabb anyagi helyzetük miatt – fokozottan lehet jelen a likviditási célú külső forrásbevonás iránti kereslet, adott esetben informális csatornák igénybevétele. Ennek leggyakoribb hazai előfordulása az uzsorahitel, amely magánszemélytől felvett, a hitelpiaci viszonyokhoz képest jellemzően irreálisan magas kamatozású, rövid futamidejű adósságot jelent.

Mivel az uzsorahitelezés törvényileg tiltott tevékenység, nemzetgazdasági szintű méretének megismerhetősége korlátozott: mind a hitelezők, mind az adósok elhallgatják a statisztikai célú felmérések alkalmával, és a „szerződés” nem kerülnek elérhető módon rögzítésre.<sup>2</sup> Kutatásunk emiatt a nem banki pénzügyi közvetítésnek *potenciálisan* kitett lakosság vizsgálatára vonatkozott – a *tényleges* érintettség volumenének megállapítása leküzdhetetlen módszertani akadályokba ütközött. A nagyságrendi becsléshez az Eurostat Survey on Income and Living Conditions (EU-SILC) felmérésére adott hazai válaszokat, a területi lehatároláshoz pedig a Központi Statisztikai Hivatal (KSH) településszintű és a Központi Hitelinformációs Rendszer járási szintű adatait használtuk fel.

A tanulmány a következőképpen épül fel: A *2. fejezetben* bemutatjuk azokat az aggregált adatokat, amelyek alapján ma Magyarországon azonosítható egy kielégítetlen hiteligeny, amit kiegészítünk az uzsorahitelezésre vonatkozó hazai szakirodalom főbb megállapításaival és a bankrendszerhez való kapcsolódás két jelentős korlátjával, az intézményi bizalom és a szolgáltatásokhoz való hozzáférés hiányával. Ezt követi a kutatáshoz használt adatokat, módszereket és az eredményeket bemutató két fejezet. Először a *3. fejezetben* az eseti uzsorahitelezésnek potenciálisan kitett, sérülékeny háztartások nagyságrendjére vonatkozó becslést ismertetjük, majd

<sup>1</sup> A hatályos adósságfék-szabályokról lásd az *1. mellékletet*.

<sup>2</sup> A megismerés azon módjai is korlátozottak, amelyek antropológiai módszerekkel, terepmunkával közelítik meg a kérdést – sőt, ezen kvalitatív, lokális kutatások esetében kutatásaitikai dilemmák is felmerülnek az eredmények közzététele kapcsán (*Durst 2017*).

a 4. fejezetben a helyi közösséget átszövő, széles körben elterjedt uzsorakölcsönzés területi elhelyezkedésére adunk becslést. Ez utóbbi eredményeket a bűnügyi statisztikákkal validáljuk. Végül pedig összegezzük a fő megállapításokat és a további kutatás lehetőségeit, valamint korlátait.

## 2. Háttér – A kielégítetlen hitelkereslet forrásai a hivatalos statisztika és a szakirodalom alapján

A KSH tájékoztatója szerint (*KSH 2017*) a 2000-es évekre tehető a szegénység, tágabb értelemben a társadalmi kirekesztődés nemzetközileg standardizált mutatóinak (*laekeni indikátorrendszer*) kidolgozása. Ebben a folyamatban vált általánossá az a nézet, hogy a jövedelem mellett a kirekesztettség olyan dimenziói, mint az anyagi javakkal való ellátottság vagy a munkaerőpiaci helyzet, alapjaiban meghatározzák az életminőséget. Ezek alapján a szegénység vagy társadalmi kirekesztődés kockázatának kitettek arányát megragadó (*AROE: At Risk of Poverty or Social Exclusion*) részindikátorok:

1. relatív jövedelmi szegénységben élők aránya,<sup>3</sup>
2. súlyos anyagi deprivációban (nélkülözésben) élők aránya,<sup>4</sup>
3. nagyon alacsony munkaintenzitású háztartásban élők aránya (munkaszegénység).<sup>5</sup>

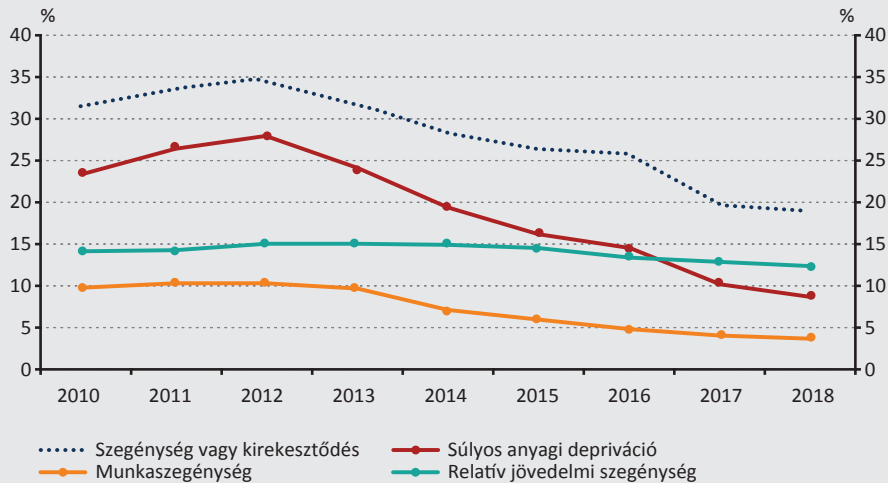
A legfrissebb, 2018-ra vonatkozó adatok alapján (*KSH 2019*) a relatív jövedelmi szegények aránya hazánkban 12 százalék, a súlyos anyagi deprivációban élők aránya 9 százalék, a nagyon alacsony munkaintenzitású háztartások aránya pedig 4 százalék – mindezek eredőjeként a szegénység vagy a társadalmi kirekesztődés kockázatának kitettek aránya hazánkban 19 százalék (*1. ábra*).

<sup>3</sup> Relatív jövedelmi szegények: a relatív szegénységi küszöb alatti jövedelemmel rendelkezők. Relatív szegénységi küszöb: az adott évben a nemzeti ekvivalens nettó háztartásjövedelem mediánjának 60 százaléka. (2018-ban egyfős háztartás esetén évi 1 millió 120 ezer forint, 2 felnőtt esetén 2 millió 351 ezer forint.)

<sup>4</sup> A következő kilenc tétel közül legalább négy fennállása esetében depriváltként azonosítható a háztartás: 1. képtelen a nem várt kiadásokat fedezni; 2. nem engedhet meg magának évi egy hét nyaralást az otthonán kívül; 3. nem képes a különféle tartozások törlesztésére; 4. nem engedhet meg magának minden másnap egy hús-, csirke- vagy halételt; 5. nem képes az otthonát megfelelően fűteni. A háztartás anyagi okokból kénytelen lemondani 6. a mosógépről, 7. a színes televízióról, 8. a telefonról, 9. a személyes használatú autóról.

<sup>5</sup> Nagyon alacsony munkaintenzitás: a háztartás munkaképes korú tagjai a lehetséges munkaidejük kevesebb mint 20 százalékát töltik munkával.

**1. ábra**  
**Szegénység vagy társadalmi kirekesztődés kockázatának kitettek aránya**



Forrás: KSH (2019)

A KSH (2019) szociodemográfiai tényezők mentén megállapítja, hogy a szegénység vagy társadalmi kirekesztődés kockázatának jobban kitettek a fiatalabbak, a legfeljebb alapfokú végzettségűek, a munkanélküliek, a gyermekes (különösen az egy- és kétgyermekes) háztartások, a községben élők, a romák, területi alapon pedig az észak-magyarországi régió lakói.

A súlyos anyagi deprivációban élők – éppen e helyzetük kapcsán – nyilvánvalóan törekednének a nélkülözés megszüntetésére a fogyasztásuk növelésével abban az esetben, ha erre lehetőségük nyílna. Ezzel párhuzamosan a munkaszegénységgel és jövedelmi szegénységgel jellemezhető háztartások közül kerülhetnek ki azok, amelyek hitelfelvételi korláttal szembesülnek, hiszen ebben a szegmensben lehetnek híján a banki hitelfelvételhez elégséges és igazolható jövedelemnek. Ezek azok a rétegek, amelyek a formális pénzügyi intézményrendszer irányába kielégítetlen hitelkeresletet támasztanak, és emiatt az informális, akár illegális személyközi kölcsönzéshez folyamodnak.



## 2.1. A szakirodalom megállapításai

A szegénységben élők pénzgazdálkodásának mintázatai jelentősen eltérnek a többi társadalmi csoport viselkedésétől, hiszen más eszközökhöz férnek hozzá, ami egyben szükségképpen korlátozottabb lehetőségteret is jelent. *Gosztonyi (2018)* szerint *Frits Bouman*<sup>6</sup> alkotta meg azt a kontextust, amelybe a szegények pénzügyi tranzakciói beágyazódnak, és amelyek szerinte kisléptékűséggel (alacsony jövedelmekhez párosuló alacsony hitelösszegekkel, megtakarításokkal), magas kockázattal és erős kapcsolati függőséggel jellemezhetőek.

Az alacsony jövedelemmel rendelkező háztartások sajátos pénzgazdálkodásuk miatt jellemzően gyengén kapcsolódnak a hagyományos pénzügyi közvetítőrendszerhez: szükség esetén az informális pénzügyi közvetítőkkel lépnek kapcsolatba, amelynek egyik legjelentősebb megjelenési formája az uszora. UzSORának azokat az informális alapon nyújtott hiteleket nevezzük, amelyek után aránytalanul nagy kamatot kell megfizetnie az adósnak. A köznyelvben ma is „kamatos pénz” jelzővel illetik, utalva a hitelkonstrukció extrém magas kamattartalmára.

A gazdaságilag elmaradott térségekben a háztartások legfőbb jövedelemforrását a szociális transferek jelentik. Jellemzően magas a munkanélküliség és az inaktívak száma. A pótlólagos jövedelem, amely az összjövedelmük 22–24 százalékát jelenti, alkalmi munkavállalásból folyik be, mint például mezőgazdasági munkák, építkezések, vas- és fagyűjtések, vagy gyümölcs- és gombaszedés (*Messing – Molnár 2011*). Az alacsony jövedelemszint miatt ezek a háztartások pénzügyileg rendkívül sérülékenyek, így egy váratlan kiadás veszélyeztetheti a család megélhetését. Ebben a kiszolgáltatott helyzetben kényszerülnek rá az uzSORahitel felvételére. Ezen háztartások egyrészt jellemzően nem rendelkeznek bankkapcsolattal, másrészt a családi és baráti körük is hasonlóan nehéz körülmények között él, így legtöbb esetben alternatív megoldások hiányában döntenek az uzSORa felvétele mellett.

A téma külföldi megalapozói, *Collins és szerzőtársai (2009)* kiemelik, hogy az informális pénzügyi közvetítés több szempont szerint is hátrányosan érinti az ügyfeleket a formális intézményrendszerhez képest. Így például kiszámíthatatlan a piaci likviditás, nincs fogyasztóvédelmi szabályozás, nem veszi figyelembe az üzleti titkokat, hiányzik a szerződéses transzparencia, és ebből fakadóan a piacnál nagyobb (szinte kizárólagos) szerep jut a lokális normáknak és a bizalomnak.

Az uzSORát nyújtó egyének a legtöbb esetben helyi lakosok, akik 1–2 hónapos futamidejű kölcsönöket adnak 50–100 százalékos kamatra. Az ügylet írásban nem kerül rögzítésre, továbbá egy bizonyos összeg (kb. 50 ezer forint) felett agressziót is alkalmaznak a behajtás során. Az uzSORás mindenképp igyekszik behajtani a tartozást,

<sup>6</sup> Bouman, F. (1990): *Informal Rural Finance – An Aladdin's Lamp of Information*. *Sociologia Ruralis*, 30(2): 155–173.

azonban nem célja az adósság teljes behajtása, fontos számára a függőségi kapcsolat fenntartása is (Béres – Lukács 2008). Az uzorában érintettek jellemzően nagy családokban (háztartásonként több, mint 4 fő), rossz lakhatási körülmények között, rossz közüzemi ellátottság mellett élnek, és korlátozottan férnek hozzá a közlekedési szolgáltatásokhoz. Alacsony iskolai végzettség és állandósult, tartós munkanélküliség jellemzi őket (Hüse et al. 2008).

Az uzorát jellemzően egyszeri rendkívüli kiadások indokolják (pl. gyógyszerköltség, lakásfelújítás), de gyakori az az eset is, amikor a pénzt az alapszintű szükségleteik kielégítésére használják fel, ez utóbbi esetben az uzorahitelt időről-időre újra fel kell venniük. Ezen túlmenően az okok között megjelenik még a szenvedélybetegségek finanszírozása is (alkohol, szerencsejáték). Az uzorahitelezésben megfigyelhető szezonális is, ugyanis télen sokkal több adósság halmozódik fel, amely nyáron jelentősen mérséklődik. Ez a jelenség erős kapcsolatban áll az alkalmi munkavégzési lehetőségekkel és a fűtési szezonnal (Gosztonyi 2018).

Magyarországon az uzorát felvevők nagy többsége roma, de több tanulmány is alátámasztja, hogy ezt nem az etnikai hovatartozás határozza meg, sokkal inkább a hátrányos helyzet (Messing 2006, Béres – Lukács 2008, Messing – Molnár 2011, Gosztonyi 2018). A szegénység tehát determinálja az uzorát, ezért a megszüntetésére tett törekvéseknek potenciálisan a szegénység felszámolására kell koncentrálniuk.

Az uzorával potenciálisan érintett lakosság tehát a szegény rétegekből kerül ki, ahol gyakran alakulnak ki akut szükséghelyzetek. Ezekben az esetekben fontos szerepet játszik a gyorsan hozzáférhető, adott esetben folyamatosan megújítható hitelfelvételnek. Ezzel eljutunk ahhoz a kérdéshez, hogy mi okozza széles társadalmi csoportok kimaradását a pénzügyi közvetítőrendszerből. A jövedelmi korlátok előtt röviden megvizsgálunk két tényezőt, amely a bankkapcsolat hiányát magyarázza: a pénzügyi bevonódás hajlandóságbeli és képességbeli korlátait.

## **2.2. A bankkapcsolat hiányának két potenciális összetevője: bizalom és hozzáférés**

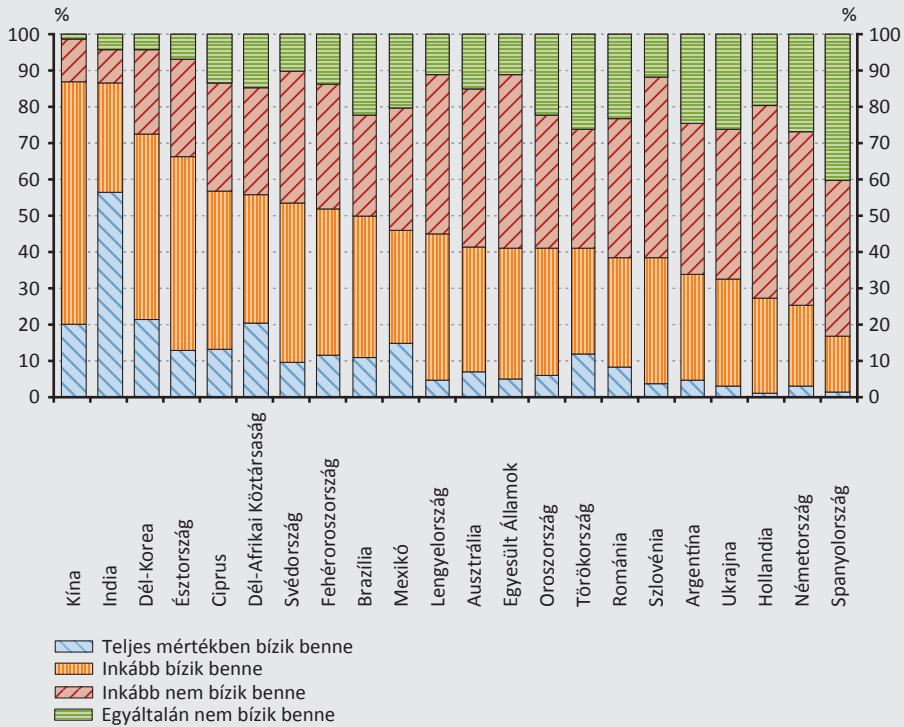
Hazánkban a lakosság mintegy 25 százaléka nem rendelkezik bankkapcsolattal, azaz nincs folyószámlája,<sup>7</sup> így nem tud élni a pénzügyi termékek, a kamatozó megtakarítások és a hitel nyújtotta lehetőségekkel. Emögött több ok is meghúzódhat, amelyeket felbonthatunk hajlandóságbeli (bizalmi) és képességbeli (hozzáférési) tényezőkre.

A bankrendszerbe vetett lakossági bizalom világszerte megsínylette a 2008-as pénzügyi válságot. Ennek ellenére a World Values Survey 2010 és 2014 között lefolytatott, 60 országra kiterjedő kutatása szerint számos országban a lakosság több mint fele bízik a bankokban. Bár ebben a kutatásban Magyarország nem vett részt, markáns régiós különbségek rajzolódnak ki, amelyek indikációt adhatnak a hazai helyzet

<sup>7</sup> A Világbank Global Findex Database 2017. évi adata alapján.

nemzetközi elhelyezkedésére. A legnagyobb fokú bizalom a távol-keleti országokat jellemzi, ezt követik az afrikai és közel-keleti államok, majd Dél-Amerika, Ausztrália és az Egyesült Államok, és a sor végén találhatóak a felmérésben részt vevő európai országok (2. ábra). Így hazánk nemzetközi összehasonlításban vélhetően az alacsony bankrendszeri bizalommal jellemezhető országok közé tartozik. Mindazonáltal a Magyar Nemzeti Bank (MNB) egy 2019. évi felmérése szerint a hazai lakosság negyede általában egyáltalán nem bíz a bankokban (3. ábra).

**2. ábra**  
A lakosság bankokkal szembeni bizalmának foka nemzetközi összehasonlításban

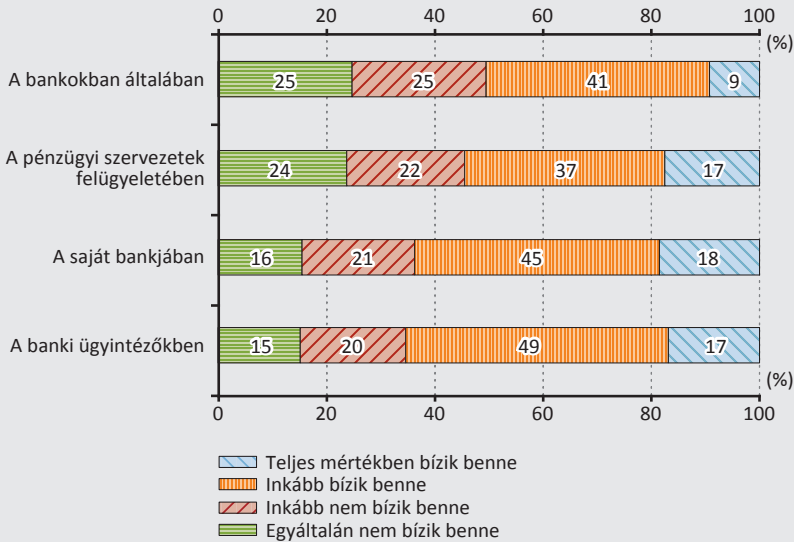


Megjegyzés: Az ábra nem mutatja a felmérésben részt vevő összes ország eredményét.

Forrás: World Values Survey 6. hullám (2010–2014)

**3. ábra**

**A hazai lakosság bizalom a pénzügyi rendszer egyes szereplői iránt**



Megjegyzés: Az adatfelvétel időpontja 2019. február. Véletlenszerűen kiválasztott 1 000 fő kérdőíves megkérdezésén alapuló közvélemény-kutatás CAPI-módszerrel a magyar felnőtt lakosság körében

Forrás: MNB, Századvég felmérése

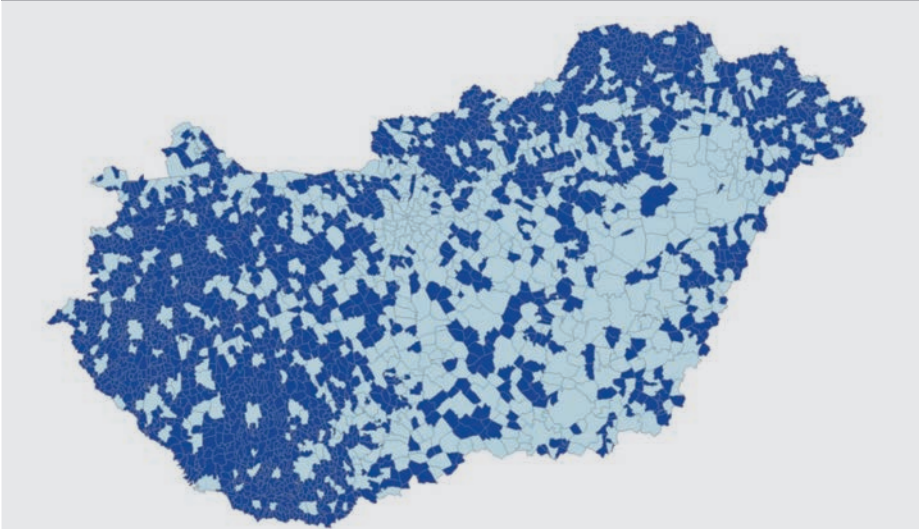
Szintén ezen felmérés alapján tudhatjuk, hogy a bankrendszeri általános intézményi bizalom az idősebbek között, az alapfokú iskolai végzettségűek körében és az észak-alföldi régióban a legalacsonyabb.

A bankrendszerhez való hozzáférés tekintetében érdemes figyelembe venni, hogy jelenleg kevés olyan ATM üzemel, amely készpénz felvételére és befizetésére is alkalmas. Így amennyiben olyan személy szeretne megtakarítás vagy hiteltörlesztés kapcsán egy bank ügyfele lenni, aki nem folyószámlára kapja a jövedelmét, annak az ügyintézés és a rendszeres befizetés a legközelebbi bankfiók felkeresésével érhető el.<sup>8</sup> Ezért a pénzügyi intézményrendszerhez való hozzáférést azzal érzékeltetjük, hogy van-e egy adott településen legalább egy banknak vagy takarékszövetkezetnek fiókja.

<sup>8</sup> Alternatívaként felmerülhet a Magyar Postán nyitott Posta bankszámla is, de ez csak 230 postán intézhető személyesen. Ugyan a KSH (2018) szerint a lakosság 76 százaléka használ gyakran internetet és ezen belül 54 százalék szokott online bankolni, jelenleg legalább az első hitelfelvételhez személyes jelenlét is szükséges, a teljes mértékben online megoldások többnyire már meglévő ügyfelek esetében érhetőek el.

Ez alapján jelentős területi egyenlőtlenségek rajzolódnak ki. Összességében a hazai települések 78 százalékában nem található fiók, de míg Közép-Magyarországon és a Dél-Alföldön szinte mindenhol biztosított az elérés, Észak-Magyarországon, valamint Veszprém, Somogy, Zala és Vas megyékben csak a legnagyobb városokban. Ez azt is jelenti, hogy különösen a nyugat- és dél-dunántúli régióban, de Nógrád és Borsod-Abaúj-Zemplén megyékben is jelentős probléma lehet, hogy miközben a vidéki közlekedési infrastruktúra nem elég rugalmas a nagyobb települések eléréséhez, helyben nincs pénzügyi infrastruktúra kiépítve (4. ábra). A – bankok működési költségét jelentősen növelő – bankfiókok telepítése helyett ezekben a térségekben a pénzügyi hozzáférés javulását a digitális, készpénzmentes megoldások terjedése mellett a gazdaság fehéredése segíthetné, ami azonban túlmutat jelen tanulmány keretein.

**4. ábra**  
Bankfiókkal ellátott települések elhelyezkedése



Megjegyzés: Sötétkéssel azok a települések, amelyeken egy banknak vagy takarékszövetkezetnek sincs fiókja (2019. decemberi adatok alapján).

Forrás: MNB

A továbbiakban az uzsorahitelezéssel potenciálisan érintett hazai lakosságra adott nagyságrendi és területi becslésünk eredményeit mutatjuk be. Fontos hangsúlyozni, hogy a nagyságrendi becslés a sérülékenységből fakadóan legalább eseti jelleggel uzsorával potenciálisan érintett háztartások arányára vonatkozik; míg a területi becslés azokra a településekre irányul, ahol vélhetően szélesebb körben is elterjedt lehet az uzsorahitelezés a települések és járások aggregált adatai alapján. Vizsgálatunk

közvetlen adatforrások híján csak indirekt becslésre terjed ki, ezért a visszamérési lehetőségeink korlátozottak.

### 3. Az uzorával potenciálisan érintett lakosság nagysága – mikroszintű adatok alapján

Az informális pénzügyi közvetítésnek potenciálisan kitett, pénzügyileg sérülékeny csoportokra vonatkozóan nem állnak rendelkezésre konkrét adatok, így a célcsoport azonosításához az Európai Unió háztartási jövedelem és életkörülmény felmérését (SILC – Survey on Income and Living Conditions) használtuk fel, amely 8 142 magyar háztartás részvételével készült.<sup>9</sup> A felmérés vizsgálatunk szempontjából releváns kérdéseket tartalmaz, ugyanis többek között a bevételek és kiadások mérete és szerkezete,<sup>10</sup> a relatív anyagi helyzet, az életkörülmények (lakáshelyzet), a pénzügyi helyzet (hitelek megléte), illetve a bankkapcsolat (folyószámla megléte) is szerepel közöttük.

Először azokat a háztartásokat azonosítottuk, amelyek esetében a bevallott kiadások meghaladják a bevallott bevételeket (*negatív jövedelmi rés*), hiszen esetükben nagy eséllyel léphet fel – elsősorban likviditási – hitelkereslet. A mintában szereplő háztartások 34 százaléka esetében tapasztalható havi deficit ebben az értelemben. Ugyanakkor tekintettel arra, hogy a háztartások valószínűsíthetően felüljelentik a kiadásaikat, viszont aluljelentik a bevételeiket, szükségesnek láttuk további sérülékenységi változók vizsgálatát is.

A sérülékenység meghatározására az intuíció és a szakirodalmi tapasztalatok alapján a felmérésben szereplő változók közül a következő tényezőket választottuk ki:

- (1) A háztartás nem képes arra, hogy 70 ezer forintos váratlan kiadást saját forrásaiból fedezzen.
- (2) A háztartás egyik tagjának sincs folyószámlája.
- (3) A háztartás kétszer vagy többször késett az adatfelvételt megelőző 12 hónapban pénzhiány miatt lakbérrel/közüzemi számla befizetésével/lakáshitel-törlesztő-részlettel.
- (4) – (5) A háztartás szubjektív jövedelmi helyzete kedvezőtlen (két változó):
  - 1) a szokásos kiadásokat nagy nehézségek vagy nehézségek árán tudja fedezni, illetve
  - 2) saját jövedelmi helyzetét az alsó három decilisbe helyezi.

<sup>9</sup> 2017-ben felvett, 2016-ra vonatkozó adatok.

<sup>10</sup> A bevételi és kiadási oldalra vonatkozóan eltérő volt az időkezelés: a jövedelem a 2016. évi háztartásjövedelmet jelentette, a kiadások pedig „egy átlagos hónapra” vonatkoztak, aminek megítélésében a lekérdezéshez közelebbi hónapok nagyobb súllyal szerepelhettek.

- (6) A háztartás kedvezőtlen lakáskörülmények között él: nincs/közös a mellékhelyiség vagy nincs/közös a zuhany vagy nem tudja elég melegen tartani a lakást vagy nincs a lakásban vezetékes víz.

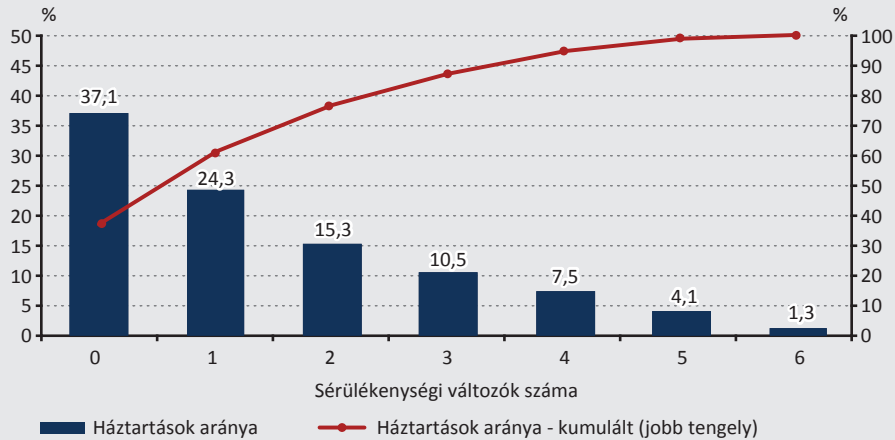
Az egyes változók alapján vegyes kép rajzolódik ki: a minta 9–42 százaléka tekinthető sérülékenynek (1. táblázat). Az elemzésünk szempontjából kiemelten fontos folyószámlahiány szerint a válaszadók nagy része, 28 százaléka nincs banki látókörben. A pénzhiány miatti fizetéselmaradások fordulnak elő a legkisebb arányban, vélhetően ugyanis a prioritások között elől helyezkedik el, hogy a háztartásnak ne legyen lakhatással kapcsolatos tartozása. A kiadási nehézség ellenben váratlanul nagy arányú, 42 százalékos gyakoriságú a mintában, de ebben egyfajta túlzottan negatív percepcióra való hajlam is szerepet játszhat.

1. táblázat	
Az egyes változók szerint sérülékeny háztartások aránya a mintában	
Sérülékenységi változók	A sérülékeny háztartások aránya a teljes mintában (%)
A háztartás kétszer vagy többször késett pénzhiány miatt lakbérrel/közüzemi számla befizetésével/lakáshitel-törlesztőrészlettel	8,9
A háztartás kedvezőtlen lakáskörülmények között él	12,9
A háztartás saját jövedelmi helyzetét az alsó három decilisbe helyezi	18,4
A háztartás egyik tagjának sincs folyószámlája	28,3
A háztartás nem képes arra, hogy 70 ezer forintos váratlan kiadást saját forrásaiból fedezzen	33,9
A háztartás a szokásos kiadásokat nagy nehézségek vagy nehézségek árán tudja fedezni	41,9

*Forrás: Az EU SILC adatai alapján számítva*

Meglátásunk szerint ugyanakkor *önmagában* az egy-egy változó szerinti hátrányos helyzet még nem feltétlenül jelenti a háztartás sérülékenységét. Úgy gondoljuk, hogy a kiszolgáltatottság valószínűsége a sérülékenységi jellemzők számának növekedésével párhuzamosan emelkedik. Ennek megfelelően megnéztük, hogy a mintában szereplő háztartások hogyan oszlanak meg aszerint, hogy hány sérülékenységi változó jellemző rájuk (5. ábra). A háztartások 63 százalékánál jelenik meg legalább az egyik sérülékenységi változó, majd a változók számának növekedésével csökken a részarány.

**5. ábra**  
A háztartások sérülékenységi változók száma szerinti megoszlása



Megjegyzés: N = 8 139.

Forrás: Az EU SILC adatai alapján számítva

Következő lépésben azt kellett meghatároznunk, hogy a sérülékenységi változók száma szerint mely háztartásokat tekintjük kiszolgáltatottnak, azaz hány sérülékenységi változó együttes fennállása esetén tekintjük az adott háztartást sérülékenynek. Ennek meghatározásához ismét a szakirodalomhoz nyúltunk vissza: megvizsgáltuk a sérülékeny háztartások kiadási szerkezetét, amelyhez a felmérés megfelelő alapot biztosított, hiszen fő kiadási kategóriánként tartalmazott adatokat. A sérülékenységi változók száma szerint csoportosított háztartások esetében az adott kiadási kategória teljes kiadáson belüli arányának mediánját a 2. táblázat mutatja.

**2. táblázat**  
Háztartási kiadások jellemző részaránya (%) a sérülékenységi változók száma szerint

Sérülékenységi változók száma	Élelmiszer	Alkohol, cigaretta	Ruházat	Lakásfenntartás	Egészségügy	Közlekedés	Hírközlés	Kultúra	Oktatás	Vendéglátás
0	23,2	2,6	3,4	23,6	3,9	12,4	7,3	5,0	1,8	4,8
1	27,2	3,3	2,6	27,0	5,4	11,2	7,0	3,9	1,5	4,9
2	28,5	3,5	2,1	29,6	5,6	9,4	6,3	3,4	1,4	5,4
3	28,6	4,6	2,0	30,2	5,9	8,4	6,1	3,5	1,4	5,7
4	31,0	4,4	1,8	31,0	5,3	5,2	5,8	3,6	1,2	4,8
5	33,5	6,5	1,7	31,7	5,6	4,5	4,8	3,4	0,7	4,7
6	31,8	7,2	1,2	36,3	4,3	4,9	4,3	4,2	0,9	6,2

Megjegyzés: A sérülékenységi változók száma szerint csoportosított háztartások esetében az adott kiadási kategória teljes kiadáson belüli arányának mediánjait jelenítettük meg.

Forrás: Az EU SILC adatai alapján számítva

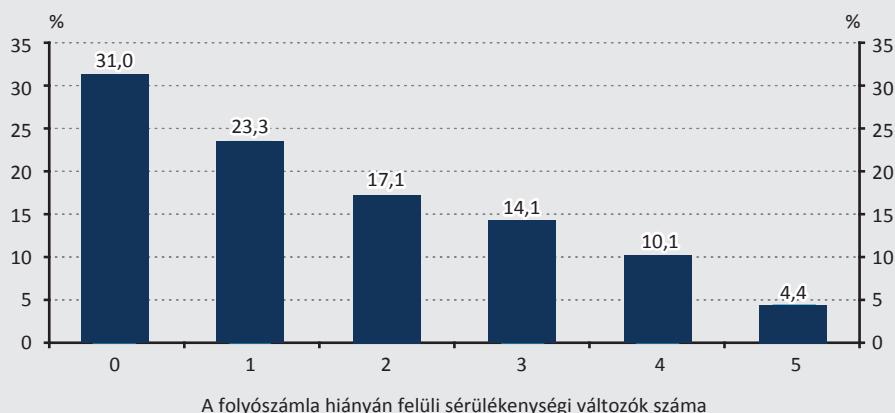


Az eredmények egyfelől megerősítik a szakirodalomban foglaltakat. Látható, hogy minél több szempont szerint sérülékeny egy háztartás, a kiadásainak annál nagyobb részét költi élelmiszerre, alkoholra és dohánytermékre, valamint lakásfenntartásra, míg a ruházatra, és különösen a közlekedésre fordított kiadási részaránya annál alacsonyabb. Másfelől indikációt szolgáltatnak arra is, hogy a sérülékenységi változók száma szerint mely csoportok között húzzuk meg a sérülékenynek tekintett háztartások határát. Az általunk kulcsfontosságúnak tekintett élelmiszer és közlekedés kiadási kategória változóknál látható, hogy – a sérülékenységi változóval nem rendelkező és az egy sérülékenységi változóval rendelkező háztartások közötti különbségeket figyelmen kívül hagyva – a három és négy sérülékenységi változóval jellemezhető háztartások között van a legnagyobb mértékű változás a kiadási részarányokat tekintve. Ennek megfelelően e szempontrendszer szerint azon háztartásokat tekintettük sérülékenynek, amelyek a hat sérülékenységi változónkból legalább *bármely* négy szerint kiszolgáltatottnak tekinthetők. Ezen háztartások a teljes minta 13 százalékát teszik ki. Konzervatív becslésként továbbá azon háztartásokat is megvizsgáltuk, amelyek ezen felül *negatív jövedelmi réssel* is rendelkeznek, mivel azt feltételezzük, hogy azok valószínűsíthetően pénzügyileg még inkább hátrányos helyzetben vannak. Ilyen módon definiálva a háztartások 4,3 százaléka sérülékeny.

Tekintettel arra, hogy elemzésünk fókuszában az áll, hogy mely háztartások nincsenek a bankok látókörében, megvizsgáltuk azt is, hogy azon háztartások körében, *ahol nem rendelkeznek folyószámlával* (ez a teljes minta 28 százaléka) hogyan oszlik meg a sérülékenységi változók száma (6. ábra). Ebben az esetben is a legalább négy sérülékenységi változóval rendelkezőket tekintettük sérülékenynek (melyből értelemszerűen az egyik változó a folyószámlahiány). Azt tapasztaljuk, hogy a folyószámlával nem rendelkezők mintegy 29 százaléka, vagyis a teljes minta 8 százaléka kerül bele az uzsorahitelezésnek legalább eseti szinten potenciálisan kiszolgáltatottak körébe. Alsó korlátként a *negatív jövedelmi réssel* közös metszetet véve a háztartások 3 százalékát kaptuk. Kiemelendő ugyanakkor, hogy hiába sérülékeny egy háztartás, nem rendelkezünk információval a konkrét pénzügyi megküzdési stratégiájáról (család, barátok, munkáltatói kölcsön, uszora).

Az uzsorakölcsönzéssel potenciálisan érintett hazai lakosság nagyságrendjére vonatkozóan tehát az Európai Unió háztartási jövedelem és életkörülmény felmérését felhasználva arra az eredményre jutottunk, hogy a hazai lakosság 3–13 százaléka kitett ennek a kockázatnak, ami a magas költségek miatt a szakirodalom alapján könnyen adósságszpirálba vezethet. A következőkben – más adatforrásra támaszkodva – a lehetséges érintettség területi becslését mutatjuk be.

**6. ábra**  
**A folyószámlával nem rendelkező háztartások sérülékenységi változók szerinti megoszlása**



Megjegyzés: N = 2 305. Az ábrán a nulla jelöli azon, folyószámlával nem rendelkező háztartások arányát, amelyekre más sérülékenységi változó nem áll fenn. Az ábrán az 1 jelöli azon, folyószámlával nem rendelkező háztartások arányát, amelyekre ezenfelül pontosan egy sérülékenységi változó áll fenn.

Forrás: Az EU SILC adatai alapján számítva

#### 4. Az uzorával potenciálisan érintett területek – aggregált adatok alapján

Magyarországon a lakosság életszínvonala földrajzilag heterogén képet mutat. Ebből kifolyólag az informális hitelezés feltérképezéséhez szükséges feltárni azokat a területeket, ahol a lehetőségek korlátozottak a pénzügyi intézményekkel való kapcsolatfelvételhez. Kutatásunkban az ország legelmaradottabb térségeire fókuszálva vizsgáljuk a bankkapcsolat meglétét, ugyanis ennek hiánya egyik eleme lehet az uzorahitelezés megjelenésének és széleskörű elterjedésének az adott térségben.

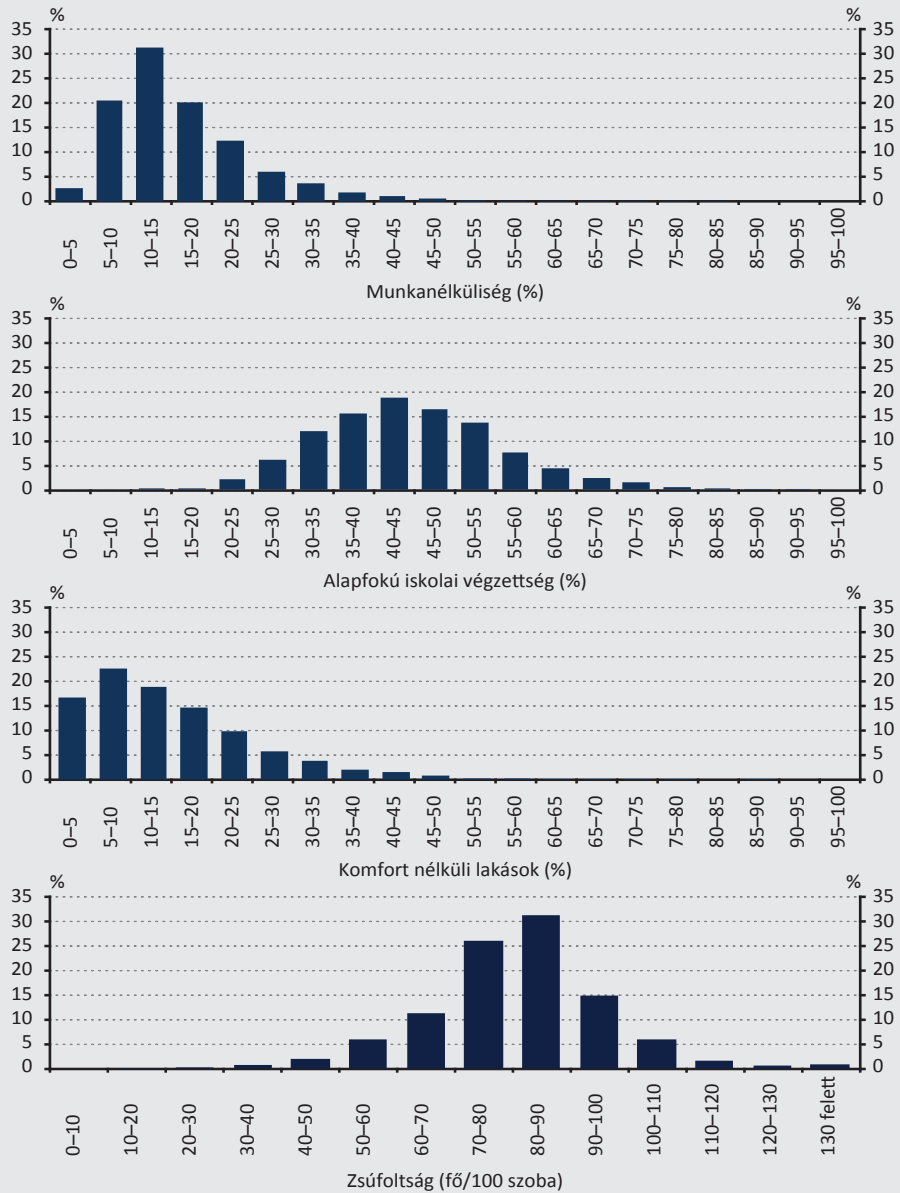
A gazdasági elmaradottság méréséhez négy tényezőt vettünk figyelembe:

- Munkanélküliségi ráta (%): a munkanélküliek száma a munkanélküliek és a foglalkoztatottak számához viszonyítva.
- Alapfokú iskolai végzettségűek aránya (%): a legfeljebb alapfokú végzettséggel rendelkezők száma a felnőtt lakossághoz viszonyítva.
- Komfort nélküli lakások aránya (%): azon lakások aránya, amelyek legalább egy lakószobával és főzőhellyiséggel rendelkeznek, de nem rendelkeznek fürdőszobával és mellékhelyiséggel, a víz- és villanyellátás nem biztosított, továbbá kizárólag egyedi módon fűthetők.
- Zsúfoltság (fő/100 szoba): 100 szobára jutó lakók száma a zsúfolt lakhatási körülmények mérésére.

Ezek az indikátorok a 2011. évi népszámlálás településsoros adatai alapján készültek (7. ábra), így némiképp elavultnak tekinthetők. Ugyanakkor teljeskörűségük, adatminőségük miatt megfelelő források lehetnek a gazdasági elmaradottság mérésének, annál is inkább, mert nem egészen egy évtized alatt valószínűsíthetően kevés település relatív helyzete változott meg jelentős mértékben.

7. ábra

Az elmaradottság indikátorainak települések szerinti eloszlása

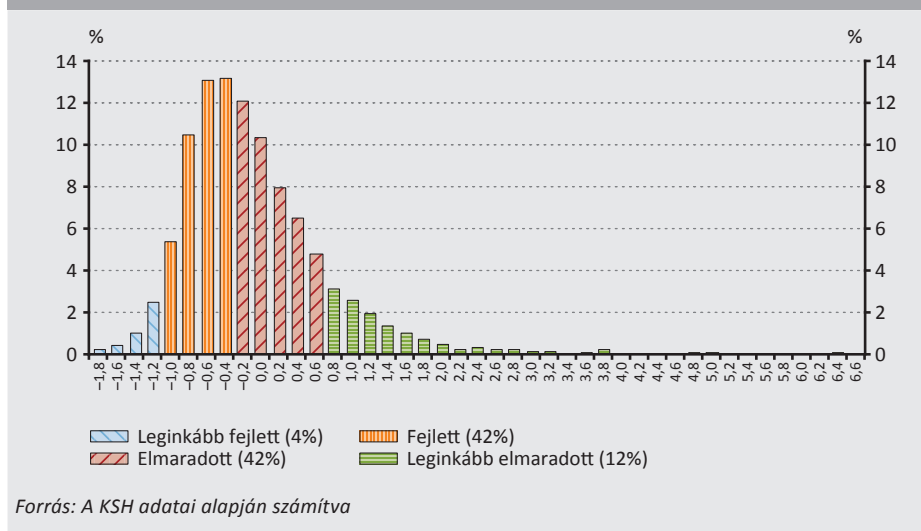


Megjegyzés: A vízszintes tengelyen az adott változó értéksávjai vannak feltüntetve.  
 Forrás: KSH

A fenti négy indikátort standardizálást követően (melyet a nagyságrendbeli és szórási eltérések kiszűrése miatt végeztünk el) átlagoltuk, így kaptuk meg a gazdasági-lakhatási elmaradottság településenkénti értékét (8. ábra). Az így kapott mutató egy mértékegység nélküli szám, amely a települések egymáshoz viszonyított fejlettségét hivatott jelezni. A konstruált gazdasági-lakhatási elmaradottsági indexből négy kategóriát képeztünk, amihez a mutató gyakorisági eloszlásában látott, nagyobb mértékű változásokat vettük alapul. Ezzel tulajdonképpen a legfejlettebb és legkevésbé fejlett településeket határoltuk le azon feltételezés alapján, hogy ezen csoportok számosságukban is jól elkülöníthetők a többi településtől. Így azonosítottuk a hazai települések legelmaradottabb 12 százalékát, amelyeken tehát átlagosan a legrosszabb a gazdasági és lakhatási helyzet.

8. ábra

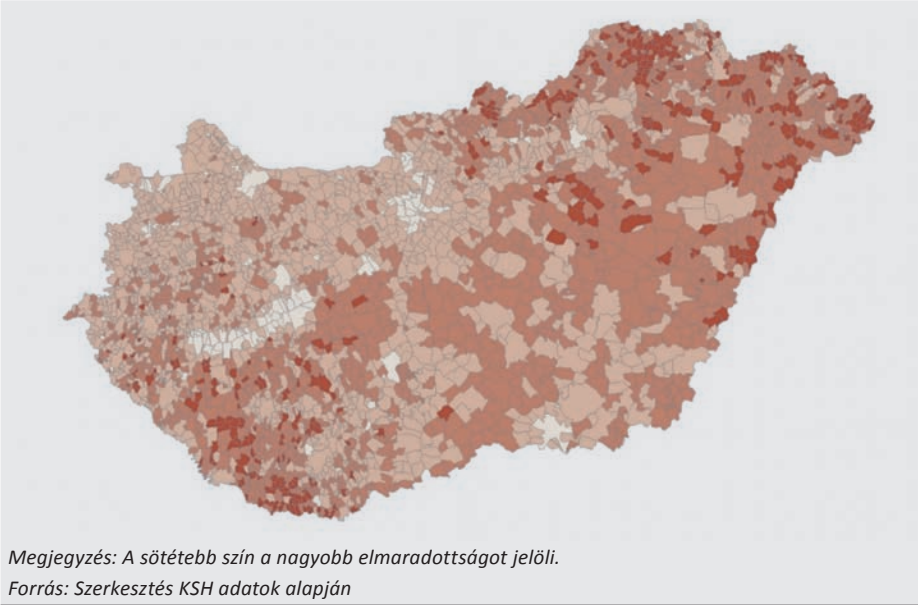
A hazai települések eloszlása gazdasági-lakhatási elmaradottság szerint



A települések területi elhelyezkedése alapján az látszik, hogy a gazdasági-lakhatási szempontból leginkább elmaradott települések Észak-Magyarországon, Hajdú-Bihar és Jász-Nagykun-Szolnok megyékben, továbbá a Dél-Dunántúlon találhatóak, miközben a nyugat-dunántúli és közép-magyarországi települések többségének a legkedvezőbb a relatív helyzete (9. ábra). A gazdasági-lakhatási elmaradottság mutatószáma alapján a 10 legszegényebb település közül 7 Borsod-Abaúj-Zemplén megyében található, és elsősorban a Cserehát apró települései érintettek az alacsony iskolázottság, foglalkoztatottság és jövedelem okozta nélkülözés problémájában.

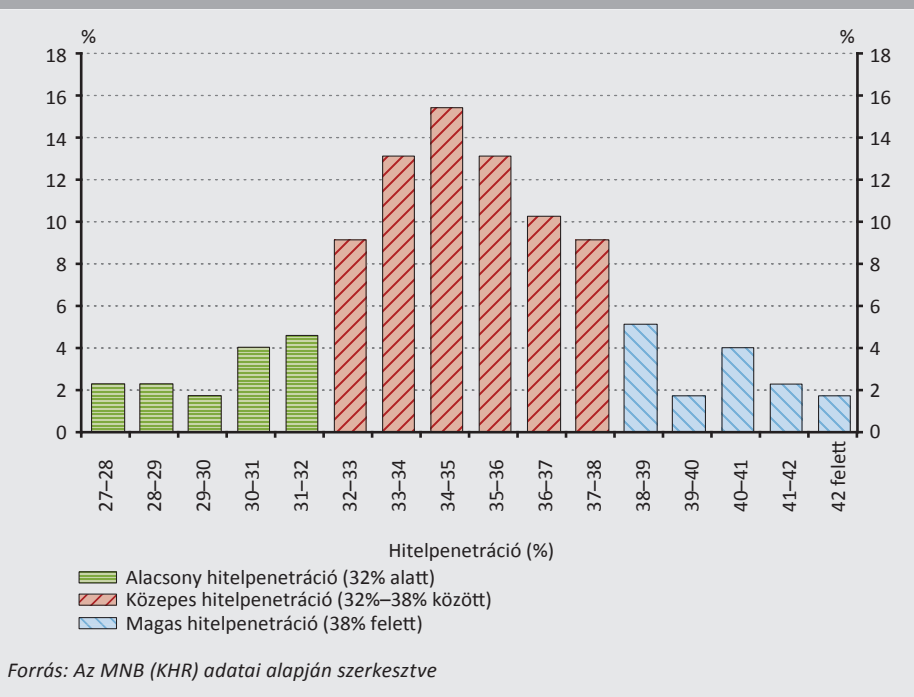
**9. ábra**

**A gazdasági-lakhatási elmaradottság relatív mértéke a hazai településeken**



Az uzsorahitelezésnek való kitétség a rossz gazdasági körülmények mellett annak is köszönhető, hogy a térség nincs kellően becsatornázva a banki látókörbe, és emiatt alacsony a „formális” hitelpenetráció. Annak érdekében, hogy ezt is figyelembe vehessük az elemzésben, a Központi Hitelinformációs Rendszer (KHR) adatai alapján megállapítottuk a 2018 végén hitellel rendelkezők arányát a teljes felnőtt korú népességhez viszonyítva járási szinten (ezek az adatok településszinten nem állnak rendelkezésre). Alacsonynak tekintettük a hitelpenetrációt azokban a járásokban, ahol a lakosság kevesebb mint 32 százaléka rendelkezik hitellel (10. ábra).

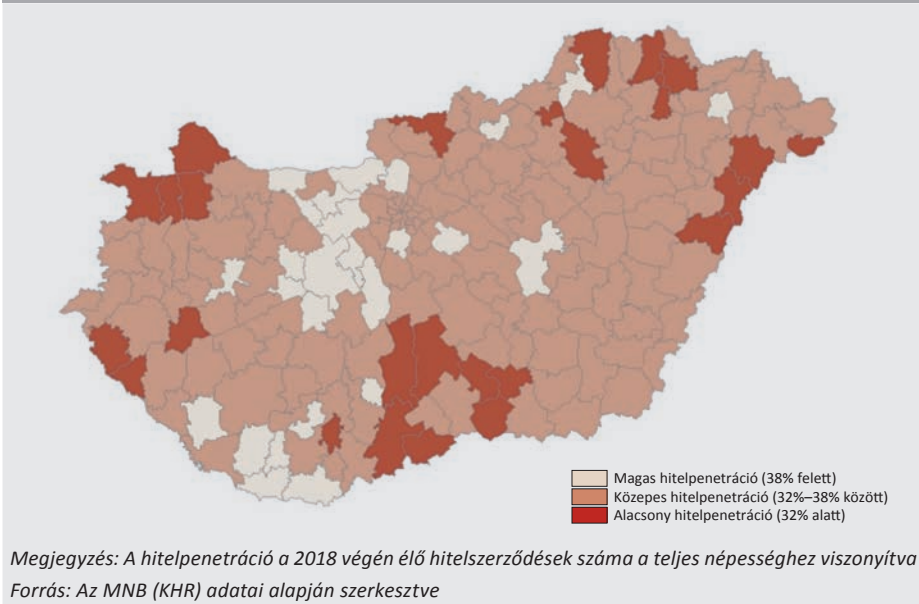
**10. ábra**  
A hazai járások eloszlása hitelpenetráció szerint



A hitelpenetráció nincs direkt összefüggésben a gazdasági elmaradottsággal: a legelmaradottabb megyék közé tartozó Baranyában található olyan járások, amelyek a legmagasabb hitelpenetrációjú csoportba tartoznak. Megyei összevetésben alacsony hitelpenetráció egyaránt előfordul a legelmaradottabb (Borsod-Abaúj-Zemplén) és a legfejlettebb (Győr-Moson-Sopron) járásokban is (11. ábra). A fejlett és elmaradott járásokra egyaránt jellemző alacsony hitelpenetráció azzal magyarázható, hogy míg a jómódú háztartások kölcsön nélkül is meg tudják valósítani beruházási és fogyasztási céljaikat – illetve a nyugati határ közelében euro jövedelemmel rendelkezők már osztrák bankoktól –, addig a nélkülözésben élők bankkapcsolat, valamint bejelentett munka hiányában nem férnek hozzá a banki hiteltermékekhez (az alacsony hitelpenetrációjú járásokat lásd a 2. mellékletben).

## 11. ábra

## A hitelpenetráció a hazai járásokban

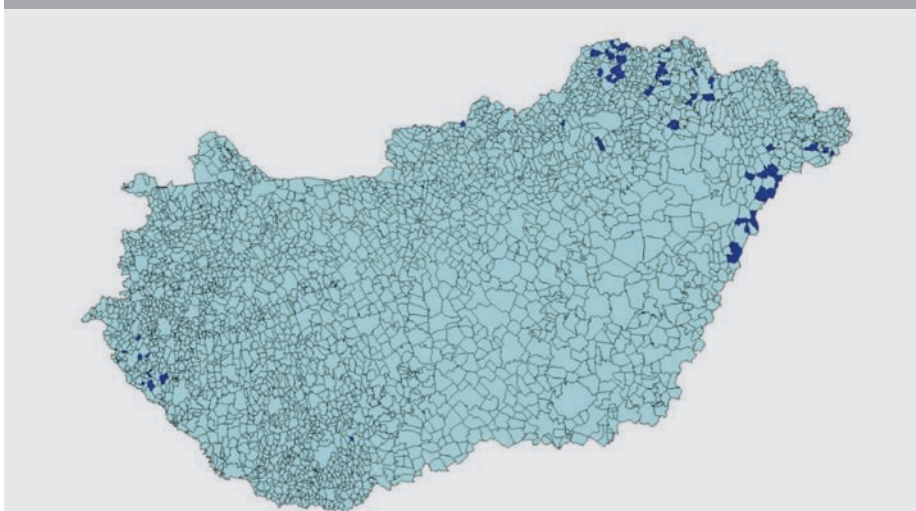


Mindezek alapján a gazdasági-lakhatási elmaradottságot és a hitelpenetrációt egyszerre érdemes figyelembe venni, ezek együttesen jelölik ki az uzorával potenciálisan érintett területeket (12. ábra). E területek tehát azok, amelyekben a gazdasági-lakhatási elmaradottságot mérő index 0,8 feletti, és ezzel párhuzamosan a hitelpenetrációs mutató kisebb, mint 32 százalék. Az így előálló 64 település többsége Borsod-Abaúj-Zemplén megyében található. Ezt követően, kisebb léptékben képviselteti magát Szabolcs-Szatmár-Bereg, Zala és Hajdú-Bihar megye, továbbá egy-egy településsel Baranya, Nógrád és Heves megye. A 64 település közül csak egyben található bankfiók, ami a 2. fejezetben említettek alapján szintén okozója lehet a formális pénzügyi közvetítőrendszerrel való kapcsolat hiányának. Ezen, a lokális közösséget feltételezhetően jobban átszövő, így összességében az uzorának jobban kitett településeken a teljes népesség 0,43 százaléka él (mintegy 40 ezer fő).<sup>11</sup>

<sup>11</sup> Mindez nem azt jelenti, hogy a fejlettebb településeken ne lenne uzorahitelezés, hiszen nagyvárosokban, akár Budapesten is előfordul, de ezek a települések aggregált fejlettségi mutatóik miatt nem kerülnek be egy ilyen, makromegközelítésű becslés eredményébe.

**12. ábra**

**Becslési eredmények: az uzsorahitelezésnek kitett települések**



Megjegyzés: A sötétebb árnyalat jelöli az uzsorának potenciálisan kitett településeket.

Forrás: Az MNB és a KSH adatai alapján számítva

Területi eredményeink validálására közvetlen visszamérési lehetőségeink korlátozottak, mindazonáltal a bűnügyi statisztikák alapján némi indikációt kaphatunk erre nézve.

Az uzsora-bűncselekmény mint büntetőjogi tényállás 2009. március 1-jén lépett hatályba.<sup>12</sup> A – bejelentett – uzsora-bűncselekmények száma a rendelkezésre álló adatok szerint 2011-ig meglehetősen limitált volt, ennek azonban nem csupán a jog-sértések ténylegesen alacsony előfordulása lehetett az oka (13. ábra). Erre enged következtetni az is, hogy 2011 és 2012 között nagymértékben emelkedett, több mint megháromszorozódott a regisztrált uzsora-bűncselekmények száma, amelyet részben az uzsorával kapcsolatos szabályozás 2011-ben bekövetkezett szigorítása eredményezhetett: az uzsorával összefüggő egyes törvények módosításáról szóló 2011. évi CXXXIV. törvény ugyanis szigorította az uzsora-bűncselekmény büntetését, és tágította a büntetéssel szankcionált cselekmény körét is.

A törvénymódosításig az számított uzsora-bűncselekménynek, ha valaki a sértett rászorult helyzetét kihasználva, üzletszerűen, olyan különösen aránytalan mértékű ellenszolgáltatást tartalmazó megállapodást kötött, amelynek teljesítése a sértettet, illetve annak hozzátartozóját súlyos, vagy további nélkülözésnek tette

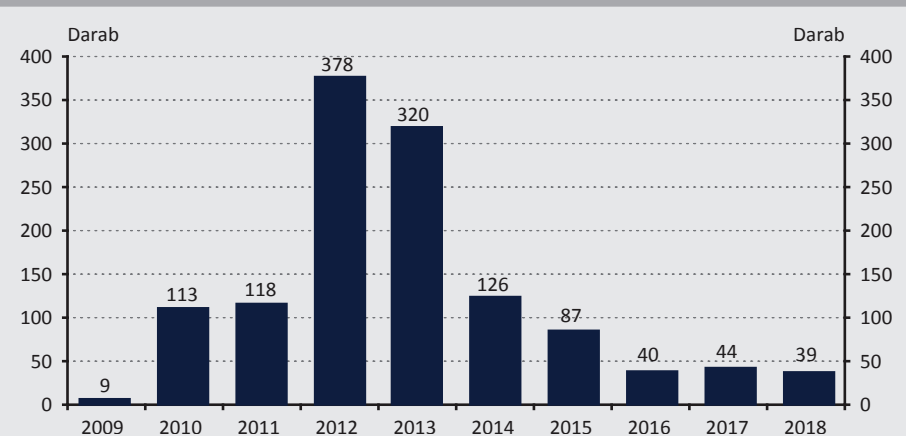
<sup>12</sup> Lásd a Büntető Törvénykönyvről szóló 1978. évi IV. törvény 330/A. paragrafusának 2008. évi CXV. törvény általi módosítását. A Btk. mellett a polgári jog is rendelkezik az uzsoráról: a Polgári Törvénykönyv (Ptk.) már hatálybalépésétől, 1960 májusától uzsorás szerződésnek minősíti, ha a szerződő fél a szerződés megkötésekor a másik fél helyzetének ismeretében és annak kihasználásával feltűnően aránytalan előnyt köt ki.



ki. Az *üzletszerűség* ebben a megfogalmazásban azt jelentette, hogy az elkövető ugyanolyan, vagy hasonló jellegű bűncselekmények elkövetése révén rendszeres haszonszerzésre törekszik. Ennek a kitételnek köszönhetően ugyanakkor az a személy nem volt büntethető, aki egyetlen alkalommal kötött különösen aránytalan mértékű ellenszolgáltatást tartalmazó megállapodást. A törvénymódosítást követően az elkövető már akkor is büntethetővé vált, ha *egyetlen* alkalommal követte el a fentieket. További szigorítás, hogy amíg korábban az üzletszerű elkövetést a törvény három évig terjedő szabadságvesztéssel büntette, a módosítást követően *akár öt évig* terjedő szabadságvesztés is kiszabható. A bűncselekmény felderítését könnyíti emellett, hogy a bíróság *korlátlanul enyhítheti* azon elkövető büntetését, aki az uzsora-bűncselekményt, mielőtt az a hatóság tudomására jutna, a hatóságnak bejelenti.

A regisztrált uzsora-bűncselekmények száma 2013-tól kezdődően ismét csökkenésnek indult, az alapvető jogok biztosa ugyanis 2013-ban felszólította a kormányt, hogy hozzon létre komplex krízis kezelő szolgáltatást (*Alapvető Jogok Biztosának Hivatala 2013*).<sup>13</sup> Ugyanakkor a javulás részben statisztikai jellegű, és az uzsora újabb, kevésbé egyértelmű formáinak megjelenésére vezethető vissza (például az élelmiszer-uzsora, lásd *Béres 2015*).

**13. ábra**  
Regisztrált uzsora-bűncselekmények száma



Forrás: *Legfőbb Ügyészség (2018), Belügyminisztérium Bűnügyi Statisztikai Rendszer*

<sup>13</sup> „A jelenlegi gyakorlat szerint az áldozatsegítés magában foglalja az áldozat érdekeinek érvényesítését, azonnali pénzügyi segély nyújtását, illetve a jogi segítséget. Általános tapasztalat azonban, hogy az uzsora áldozatai a szigorú törvényi szabályok miatt sem azonnali pénzügyi segélyben, sem kárenyhítésben nem részesülhetnek, számukra jellemzően tájékoztatás formájában tud segítséget nyújtani a szolgálat. Az áldozatsegítés hatékonyságának növelése érdekében ezért a biztos javaslatot tett arra, hogy a közigazgatási és igazságügyi miniszter a belügyminiszterrel és az emberi erőforrások miniszterével együttműködve kezdeményezze az uzsora-bűncselekmények áldozatait komplex módon segítő krízis kezelő szolgáltatás létrehozását (...)” (*Alapvető Jogok Biztosának Hivatala 2013:63. o.*).

Annak érdekében, hogy validáljuk eredményeinket, összevetettük a regisztrált uzsora-bűncselekmények regionális eloszlását a saját kutatásunk alapján feltárt, potenciális érintettségre vonatkozó területi eloszlással (3. táblázat). A bejelentett bűncselekmények eloszlása hasonló képet mutat az általunk feltártakkal. A hivatalosan regisztrált adatok alapján eredményeinkhez hasonlóan Borsod-Abaúj-Zemplén és Szabolcs-Szatmár-Bereg megyékben látszik a legnagyobb érintettség: a 2013–2018 között regisztrált uzsora-bűncselekmények 28 százaléka előbbi, 19 százaléka pedig utóbbi megyében történt, míg az általunk azonosított 64 település 53 százaléka található Borsod, és 17 százaléka Szabolcs megyében. Kutatásunkban mi ugyanakkor 10 zalai település is uzsorának kitettként azonosítottunk, a hivatalos bűnügyi statisztikában azonban nem látszik a megyei érintettség. Ezzel ellentétben Jász-Nagykun-Szolnok a bűnügyi statisztikák alapján a harmadik legjelentősebb mértékben érintett megye, míg kutatásunk alapján a legalacsonyabb hitelpenetrációval és legjelentősebb gazdasági-lakhatási elmaradottsággal jellemezhető, potenciálisan érintett települések egyike sem ebben a megyében található. A negyedik helyen Hajdú-Bihar megye áll, mely szintén összhangban van a településszintű eredményeinkkel, így Jász-Nagykun-Szolnok megye kimaradásában feltehetően a településszintű elmaradottsági adatok elavultsága áll.

**3. táblázat**

**Regisztrált uzsora-bűncselekmények száma és megoszlása megyei bontásban**

Megye	2013–2018 között regisztrált uzsora-bűncselekmények száma összesen	2013–2018 között regisztrált uzsora-bűncselekmények megoszlása (%)
Borsod-Abaúj-Zemplén	183	27,9
Szabolcs-Szatmár-Bereg	122	18,6
Jász-Nagykun-Szolnok	66	10,1
Hajdú-Bihar	64	9,8
Nógrád	50	7,6
Pest	37	5,6
Bács-Kiskun	26	4,0
Budapest	22	3,4
Heves	21	3,2
Békés	19	2,9
Somogy	18	2,7
Komárom-Esztergom	8	1,2
Csongrád	6	0,9
Baranya	5	0,8
Veszprém	4	0,6
Fejér	3	0,5
Vas	2	0,3
Győr-Moson-Sopron	0	0,0
Tolna	0	0,0
Zala	0	0,0

Forrás: Legfőbb Ügyészség (2018), Belügyminisztérium Bűnügyi Statisztikai Rendszer

## 5. Következtetések

Összességében, eredményeink alapján egy becslési sávot meghatározva 3–13 százalékos közepes becsüljük a sérülékeny háztartások arányát. Ez azt jelenti, hogy becslésünk szerint Magyarországon a – 2016-os adatok szerinti – 4 millió háztartásból 113 ezer és 523 ezer közé tehető azon háztartások száma, amelyek sérülékenységi szintjükön fogva ki lehetnek téve az informális pénzügyi közvetítésnek, és potenciális keresletet támaszthatnak az ilyen jellegű pénzügyi szolgáltatások iránt. Közvetlen adatok hiányában azonban az uzorakölcsönzés kiterjedtségét nehéz mérni, így az általunk készített elemzés a probléma lehetséges nagyságrendjét térképezte fel.

A települési és járási szintű adatok alapján arra is készítettünk becslést, hogy mely településeken lehet elterjedt az uzorakölcsönzés. Eredményeink azt mutatják, hogy Borsod-Abaúj-Zemplén, Szabolcs-Szatmár-Bereg és Hajdú-Bihar megyék országghatárához közeli települései lehetnek érintettek. Ezen területek érintettsége egybecseng a bűnügyi statisztikák megyei bontású listájával.

Az uzorahitelezés részletesebb kutatását számos tényező nehezíti. Adminisztratív adatgyűjtés a rejtett jellege miatt definíció szerint nem valósul meg, a tartozások a hitelezőknél „kockás füzetben” vannak vezetve. A szakirodalom által jelzett területi koncentráció, a kölcsönzési tevékenység illegalitása, valamint a követeléskezelési stratégiaként alkalmazott megfélemlítés miatt a kérdőíves kvantitatív felmérések sem adhatnak valós képet az uzorahitelezés hazai szerepéről. A szakirodalomban fellelhető kutatások kvalitatív módszertani eszközöket használnak: interjúkkal, fókuszcsoportokkal, részvételi akciókutatással térképezik fel adott településen a pénzügyi kezelés és forrásbevonás módjait.

Hosszabb távon az informális hitelezésnek kitett háztartás hiteligenyét a banki hitelpiac nem tudja kielégíteni; ezt sem a prudenciális szabályozás, sem az üzleti modell nem teszi lehetővé. Az uzorahitelezés felszámolását célzó intézkedések előtt a szabályozónak az érintettek körülményeit és motivációit helyszíni kutatásokkal szükséges feltérképeznie, mivel az uzora jogi eszközökkel történő, fokozottabb visszaszorítása önmagában nem oldja meg az azt igénybe vevők forrásigényét. Tekintettel arra, hogy a népesség e köre több szempontból is sérülékenynek tekinthető, a probléma felszámolását célzó szakpolitikai lépéseknek a célzott területi és lakhatási támogatások éppúgy részét kell, hogy képezzék, mint a pénzügyi szolgáltatásokhoz való hozzáférés elősegítése elsősorban digitális csatornákon keresztül, valamint a pénzügyi edukáció.

## Felhasznált irodalom

- Alapvető Jogok Biztosának Hivatala (2013): *A válság vesztesei – a paragrafusok fogságában projekt*. AJB Projektfüzetek.
- Béres Tibor (2015): *Az élelmiszer-uzsoráról*. *Esély*, 2015(5): 93–102.
- Béres Tibor – Lukács György (2008): *Kamatoss pénz a Cserhátan*. *Esély*, 2008(5): 71–97.
- Collins, D. – Morduch, J. – Rutherford, S. – Ruthven, O. (2009): *Portfolios of the Poor: How the World's Poor Live on \$2 a Day*. Princeton, University Press.
- Durst Judit (2017): „*De ugye biztos nem lesz ebből baj?*” *Módszertani reflexiók az informális gazdaságot övező félelem csendjének megtöréséről*. 2000, 29(5): 61–78.
- Gosztonyi Márton (2018): *A pénz zsonglőrei. Az alacsony jövedelmű családok pénzügyi túlélési stratégiája és egy részvételi akciókutatás története*. Budapesti Corvinus Egyetem, Szociológiai Doktori Iskola. PhD-értekezés.
- Hüse Lajos – Fábíán Gergely – Szoboszlai Katalin (2008): „*Van itten elég sok szegénység...*” *Az uzorakamat intézményének empirikus kutatása*. *Kapocs*, 7(2).
- KSH (2017): *A háztartások életszínvonala. 2016*. Központi Statisztikai Hivatal, Budapest. <https://www.ksh.hu/docs/hun/xftp/idoszaki/hazteletszinv/hazteletszinv16.pdf>
- KSH (2018): *Digitális gazdaság és társadalom, 2018*. Központi Statisztikai Hivatal, Budapest. <https://www.ksh.hu/docs/hun/xftp/idoszaki/ikt/ikt18.pdf>
- KSH (2019): *A háztartások életszínvonala, 2018*. Központi Statisztikai Hivatal, Budapest. <https://www.ksh.hu/docs/hun/xftp/idoszaki/hazteletszinv/2018/index.html>
- Legfőbb Ügyészség (2018): *Tájékoztató a 2017. évi bűnözésről*. [http://ugyeszseg.hu/pdf/statisztika/Tajekoztat%C3%B3\\_a\\_2017\\_evi\\_bunozesrol.pdf](http://ugyeszseg.hu/pdf/statisztika/Tajekoztat%C3%B3_a_2017_evi_bunozesrol.pdf)
- Messing Vera (2006): *Lyukakból szőtt háló. Háztartások közötti támogató kapcsolatok roma és nem roma szegények körében*. *Szociológiai Szemle*, 2006(2): 37–54.
- Messing Vera – Molnár Emília (2011): *Válaszok a pénztelenségre: szegény cigány és nem cigány családok megélhetési stratégiái*. *Esély*, 2011(1), 53–80.

## Mellékletek

### 1. melléklet: Az adóssághék-szabályok alakulása Magyarországon

A háztartások túlzott eladósodásából fakadó kockázatok mérséklése érdekében a Magyar Nemzeti Bank 2015. január 1. napjával hatályba lépett 32/2014. (IX. 10.) *rendelete* (adóssághék-rendelet) maximálta a pénzügyi közvetítők lakossági hitelnyújtásában a jövedeleमारányos törlesztőrészlet (JTM) és a hitelfedezeti mutató (HFM) nagyságát.

Az adóssághék-szabályokat magánszemélyek részére – nem üzleti céllal – igényelt hitel, kölcsön és lízingszerződésből eredő tartozás törlesztőrészleteinek meghatározásakor kell alkalmazni. A JTM az ügyfelek rendszeres jövedelmének meghatározott arányában maximálja az új hitelfelvételkor vállalható törlesztési terheket, ezáltal mérsékli az ügyfelek eladósodását. Számításakor a havi törlesztőrészlet összegét kell elosztani az igazolt havi nettó jövedelem összegével. Adóstarsak esetében az igazolt havi nettó jövedelmek összeadhatók. A HFM a fedezett hiteleknél (pl. jelzáloghitelek) a fedezetek (lakásérték) arányában korlátozza a felvehető hitel maximális összegét.

#### A hazai JTM- és HFM-előírások szintjei

		HUF	EUR	Egyéb deviza
JTM	400 ezer Ft alatti havi nettó jövedelem	50%	25%	10%
	400 ezer Ft vagy afeletti havi nettó jövedelem	60%	30%	15%
HFM	Jelzáloghitelre	80%	50%	35%
	Gépjárműhitelre	75%	45%	30%

Megjegyzés: 2015. január 1. és 2018. október 1. között hatályos.

Forrás: MNB

Az MNB a hosszabb kamatperiódus mellett nyújtott jelzáloghitelek ösztönzése érdekében 2018. október 1-jével a 29/2018. (VIII. 21.) *MNB rendelet* által módosította az adóssághék-szabályokat. Az új szabályozás értelmében kamatperiódus szerint differenciált jövedeleमारányos törlesztőrészletek kerültek meghatározásra.

#### A jövedeleमारányos törlesztőrészlet-mutató értékei kamatperiódus szerint

Havi nettó jövedelem	Kamatperiódus		
	Kevesebb, mint 5 év	Legalább 5 év, de kevesebb, mint 10 év	Legalább 10 év vagy végig fix
400 ezer Ft (2019. július 1-től 500 ezer Ft) alatti	25%	35%	50%
400 ezer Ft (2019. július 1-től 500 ezer Ft) vagy feletti	30%	40%	60%

Megjegyzés: 2018. október 1-től hatályos.

Forrás: MNB

A magasabb jövedelemmel rendelkezők – nagyobb adósságtörlesztési képességük miatt – továbbra is magasabb havi törlesztés mellett vehetnek fel hitelt. A bérek emelkedésére is tekintettel a magasabb arányú törlesztőrészek vállalását a rendelet 2019. július 1-től már 500 ezer forint havi nettó jövedelem estén teszi lehetővé [24/2019. (VI. 26.) MNB rendelet].

## 2. melléklet: Az alacsony hitelpenetrációjú járások megyénként

<b>Bács-Kiskun</b> Bácsalmás Baja Kalocsa Kiskőrös Kiskunmajsa	<b>Győr-Moson-Sopron</b> Csorna Kapuvár Mosonmagyaróvár Sopron
<b>Baranya</b> Pécsvárad	<b>Hajdú-Bihar</b> Derecske Nyíradony
<b>Borsod-Abaúj-Zemplén</b> Edelény Gönc Mezőkövesd Sárospatak Tokaj	<b>Heves</b> Bélapátfalva <b>Nógrád</b> Balassagyarmat <b>Szabolcs-Szatmár-Bereg</b> Csenger Nyírbátor
<b>Csongrád</b> Kistelek Mórahalom	<b>Zala</b> Keszthely Lenti Letenye
Forrás: MNB	

## A növekedés szentháromsága\*

Balatoni András

Michael Best:

*Hogyan történik valójában a növekedés? Gazdasági csodák teremtése termelés, irányítás és készségek által*

Pallas Athéné Könyvkiadó Kft., Budapest, 2019, p. 360

ISBN: 978-615-5884-35-1

A makroökonómia születése elsősorban a gazdaság ciklikus mozgásának vizsgálatához kötődik. Az időnként fel-fellángoló makacs munkanélküliség társadalmi költsége inspirálta arra Keynest, hogy a neoklasszikusoktól eltérő, általános elméletet kidolgozza. Az elmélet és a gazdaságpolitika (a Roosevelt-féle New Deal) egymással párhuzamosan fejlődött, ugyanakkor a valós gazdasági teljesítmény szofisztikált mérése, vagyis a nemzeti számlák kialakítása és általános elterjedése még legalább egy évtizedig váratott magára.

Aztán pár év adatgyűjtés után elkezdtek a kirajzolódó trendeket is elemezni a statisztikusok, közgazdászok, és ez volt az az időszak, amikor a gazdasági növekedés hosszú távon érvényesülő, úgynevezett *stilizált tényeit* először leírták (*Kaldor 1957*). Az egyik legfontosabb jelenség, amely magyarázatra várt, hogy az egy főre jutó GDP folyamatos emelkedést mutatott az USA-ban és néhány fejlett ipari országban. Ennek a jelenségnek a feltérképezésével összességében elég sokáig birkóztak a közgazdászok, több-kevesebb sikerrel. Az empirikus vizsgálatok ugyanis azt mutatták, hogy a növekedés döntő része a modellekben nem megragadott maradékelven adódott. Erről szólt a növekedési számvitel könyvtárnyi irodalma. Nem véletlenül nevezi a „Solow-féle reziduumot” *Moses Abramovitz (1956)* „tudatlanságunk fokának”, ezzel rámutatva arra, hogy bizony több a megválaszolatlan kérdés a gazdasági növekedéssel kapcsolatban, mint amennyire megnyugtató válaszaink vannak. A helyzetet csak bonyolítja a közepesen fejlett gazdaságok elmúlt fél évszázados tapasztalata. A legtöbb országban a felzárkózás egy idő után elakad. Ezt nevezzük a közepes fejlettség csapdájának (*MNB 2018*). Vannak azonban országok, amelyek növekedési „csodaként” kitörtek ebből a csapdából, és a fejlett gazdaságok elit klubjához csatlakoztak.

---

\* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

Balatoni András a Magyar Nemzeti Bank igazgatója. E-mail: [balatonia@mnbb.hu](mailto:balatonia@mnbb.hu)

Csodák és tudatlanság. Nem hangzik túl tudományosan! De mégis, miért ilyen nehéz megragadni a növekedés jelenségét? Mi az, ami ennyire különleges a folyamatban? Melyek azok a kulcstényezők, amelyek sikerre vagy közepes fejlettségre ítélnék egy országot, gazdaságot? Vannak kutatók, akik a humántőkét (*Lucas 1988*), vannak, akik a K+F szektorban érvényesülő növekvő hozadékot (*Romer 1990*), vannak, akik intézményi feltételeket (*Acemoglu és Robinson 2012*), és vannak, akik a térszerkezetet (*Varga 2009*) látják kritikusként. Hogy kinek van igaza? Valószínűleg részben mindenkinek. Ugyanakkor azzal továbbra is adós maradt a közgazdaságtudomány, hogy hosszú vajúdás után megszülessen egy sztenderd,<sup>1</sup> átfogó elmélet és modell, amely a fontos tényezőket magában foglalva megmagyarázza, hogy *hogyan történik valóban a növekedés*.

Michael Best a könyvében erre a feladatra vállalkozik. Best különben feketeöves veteránnak tekinthető az ipari növekedés témájában: a University of Massachusetts Lowell emeritus professzora, a Center for Industrial Competitiveness társigazgatója. Több mint 20 országban vizsgálta a vállalkozásokat, és személyesen több száz vállalatot ismerhetett meg alaposan az elmúlt közel 20 évben. Számos könyv és folyóiratcikk szerzője, a téma igazi nagyágyúja.

De térjünk vissza a könyvhöz! A kutatás módszertana elsősorban esettanulmányokon alapul. A sztenderd makroökonómiai, növekedéseméleti módszertanban sajnos nem sokszor találkozunk az esettanulmány módszertanával, pedig az olyan komplex rendszer, mint amilyen a gazdaság működése, jól bemutatható egy-egy történelmi példán keresztül. Nagyon érdekes bepillantást nyerhetünk az amerikai háborús gazdaságba, a Boston környéki ipari ökoszisztémába. De a könyv túlnyúlik az USA szűken értelmezett ipargazdaságának elemzésén. Bemutatja Németország sikereinek titkát, a japán termelési csoda hátterét és Kína felemelkedését is. Ugyanakkor rossz példákat is említ: az Egyesült Királyság ipari termelésének leépülését, Írország duális gazdaságát és az USA elmúlt években lassuló növekedését egyaránt elénk tárja. Mindezt tanulságos ágazati történetek teszik még izgalmasabbá.

A könyv fő következtetése, hogy a siker kulcsa az úgynevezett képességhármásban rejlik. Ez a képességhármás az üzleti modell, a termelési rendszer és a készségfejlesztés. Eszerint hiába van remek üzleti modellünk, ha nem vagyunk a termelési technológia birtokában, amellyel az adott terméket le lehetne megfelelő volumenben és minőségben gyártani. Legalább olyan fontos a vállalati szakemberek, vezetők, alkalmazottak készségeinek folyamatos fejlesztése, fejlődése. Best megállapítása szerint azok a sikeres fejlesztéspolitikák, amelyek ennek a képességhármásnak az egymásra gyakorolt, kölcsönös hatásaival tisztában vannak, és ezek fejlesztésére építik a stratégiát.

---

<sup>1</sup> A fizikában létrejövő sztenderd elmélethez hasonlóan.



Best könyve a gazdaság kínálati oldalára helyezi a hangsúlyt. Ez a kínálati oldal egyrészt sokszor fájóan leegyszerűsített a standard makroökonómiai modellekben, másrészt pedig kritikus tényező abból a szempontból, hogy a makrogazdasági kereslet a növekedést tudja-e támogatni, vagy az inflációt emeli, esetleg a külső egyensúlyt rontja.

A könyv negyedik fejezetében a képességhármas elmélettörténeti csíráival foglalkozik a szerző, ez tekinthető az esettanulmányokból leszűrt képességhármas teoretikus alapjának. Az idézett közgazdasági klasszikusok névsora impresszív és sokrétű, az elméleti következtetések azonban nem túl meggyőzőek. A kulcs a szerző szerint a növekvő hozadék. Az a növekvő hozadék, amelynek a létét oly könnyű cáfolni (*Jones 1995*), még olyan tevékenységeknél is, mint a kutatás-fejlesztés. Kiváló példa a növekvő hozadék cáfolatára az ún. Moore-törvény (*Bloom et al. 2017*). A törvény azt mondja ki, hogy a számítástechnikai processzorok komplexitása nagyjából kétfévente megduplázódik. Ahhoz azonban, hogy ezt a növekedést tartani tudjuk, manapság 18-szor annyi kutatónak kell a feladaton dolgoznia, mint a 70-es években. Egyre több és több erőforrást kell tehát befektetni, hogy fenn tudjuk tartani a Moore-törvényt. Mi ez, ha nem csökkenő hozadék?

A másik gondolat, amely megfogalmazódott bennem a könyv olvasása közben, a keresleti oldal teljes kihagyása. Az elmúlt évek kutatásai a hiszterézisről pont azt mutatták, hogy a negatív keresleti hatások (válságok) tartós sérüléseket okoznak, általában a gazdaság kínálati oldalában (*MNB 2016*). Ezzel szemben a menedzsel, magas nyomású gazdaság tartósan növelheti annak teljesítményét. A hosszú távú és fenntartható gazdasági növekedéshez éppúgy szükség van keresletre, megfelelő fiskális és monetáris politikára, a hitelpiacok mélyülésére, mint a produktív kapacitások bővítésére.

A harmadik kritikai észrevételem a szigorú ipari fókusz, ami az egész könyvet áthatja. A modern gazdaságokban ma a szolgáltató szektor súlya domináns, és ez a nagy ágazati ártrendeződés a javára várhatóan a jövőben is folytatódni fog (*MNB 2017*). Az ágazat növekedésében is kulcsszerepet játszik a képességhármas? Talán igen, de biztos nem úgy, mint a példaként felhozott 20. századi ipari sikertörténetek esetén.

A társadalmilag, ökológiailag, pénzügyileg fenntartható gazdasági növekedés valamennyiünk közös érdeke. A téma iránt így senki nem lehet közömbös. Különösen ajánlom a könyvet azoknak a növekedésemelletekkel ismerkedő egyetemi hallgatóknak, akik a száraz egyenletrendszerek mellett meg szeretnék érteni a gazdasági növekedés sikertörténeteit a maguk komplexitásában. Az ördög ugyanis a részletekben rejlik, amiből szerencsére nagyon sokat kapunk a könyv olvasása során. De hasznos gondolati keretet kapnak az ipar- és a fejlesztéspolitika szakemberei, illetve a vállalatvezetők egyaránt.

## Felhasznált irodalom

- Abramovitz, M. (1956): *Resource and Output Trends in the United States since 1870*. American Economic Review, 46(2): 5–23.
- Acemoglu, D. – Robinson, J.A. (2012): *Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity and Poverty*. New York: Crown Publishers.
- Bloom, N. – Jones, C. – Van Reenen, J. – Webb, M. (2017): *Are Ideas Getting Harder to Find?* NBER Working Paper No. 23782. <https://doi.org/10.3386/w23782>
- Jones, C.I. (1995): *Time Series Tests of Endogenous Growth Models*. The Quarterly Journal of Economics, 110(2): 495–525. <https://doi.org/10.2307/2118448>
- Kaldor N. (1957): *A Model of Economic Growth*. The Economic Journal, 67(268): 591–624. <https://doi.org/10.2307/2227704>
- Lucas, R.E. (1988): *On the Mechanics of Economic Development*. Journal of Monetary Economics, 22(1): 3–42. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(88\)90168-7](https://doi.org/10.1016/0304-3932(88)90168-7)
- MNB (2016): *Növekedési jelentés*. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/novekedesi-jelentes-2016-hu.PDF>
- MNB (2017): *Növekedési jelentés*. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/novekedesi-jelentes-2017-hu-web.pdf>
- MNB (2018): *Növekedési jelentés*. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/novekedesi-jelentes-2018-digitalis.pdf>
- Romer, P.M. (1990): *Endogenous Technological Change*. The Journal of Political Economy, 98(5/2): 71–102. <https://doi.org/10.1086/261725>
- Varga Attila (2009): *Térszerkezet és gazdasági növekedés*. Akadémia Kiadó, Budapest.

## Vissza az alapokhoz – mi a baj a pénzügyi rendszerrel?\*

*Baranyai Eszter*

*Vedat Akgiray:*

*Helyes pénzügy – Avagy miért szükséges a pénzügyi rendszer újragondolása*

*Pallas Athéné Könyvkiadó, Budapest, 2020, p. 155*

*ISBN: 978-615-5884-65-8*

A pénzügyi rendszer első számú feladata a reálgazdaság szolgálata kell legyen. Hogy ezt a szerepet mennyire jól tölti be, annak nem egyöntetű a megítélése. Mariana *Mazzucato* (2017), napjaink egyik neves közgazdásza szerint inkább szipolyoz ki értéket, mintsem teremti azt, és hasonló a kiindulópontja Vedat Akgiray könyvének is.

Miért tűnik úgy, hogy a pénzügy elszakadt a reálgazdaságtól, és maga lett a vég? Mik a pénzügyi rendszer hibái és milyen orvosságok léteznek? A válság szükségszerű hagyatéka a reflexió. Egy olyan környezetben, ahol a világgazdaság nehézkesen tudott csak kilábalni a 2008-ban kezdődő válságból és ismételten válságban találja magát, ahol még frissen él az emlékezetekben, ahogy a globális pénzügyi rendszer prominens szereplőit adófizetői pénzből kisegítették, ahol a jövedelmi egyenlőtlenségek növekedése mellett a nemzetközi bankok vezetői az átlagos munkavállalókhöz képest gyakran több mint százszoros fizetést kapnak, talán nem meglepő, hogy széleskörű érdeklődésnek örvend a téma. Akgiray könyve azonban nem csupán egy a sok közül, amely a témát érinti, hanem több szempontból is figyelemreméltó.

A szerző egészen alapvető kérdéseket tesz fel, nem feltételezve nagyfokú pénzügyi rendszerrel kapcsolatos tájékozottságot az olvasótól; a háttéranyagot maga mutatja be gondosan összeállított, beszédes statisztikákkal. Egy olyan ember tollából született a mű, aki tudományos háttere és egyetemi oktatói múltja mellett gyakorlati szakember is, Törökország tőkepiaci hatóságát vezette, a 2008-ban kezdődő válság alatt nemzetközi szervezetek egyik fontos szereplőjévé vált. A könyv ennek megfelelően kellemben ötvözi az elméletet és a gyakorlati tapasztalatot. Nem utolsósorban kiemelendő, hogy bár a szerző a fejlett világ pénzügyi folyamatait is közelről ismerte – már csak az Értékpapír-felügyeleték Nemzetközi Szervezetében (IOSCO) végzett

---

\* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

*Baranyai Eszter a Budapesti Corvinus Egyetem mesteroktatója. E-mail: eszter.baranyai@uni-corvinus.hu*

munkája miatt is –, alapvetően egy fejlődő országhoz, Törökországhoz kapcsolódik. Egy kevésbé fejlett pénzügyi rendszer szemszöge talán bátorságot kölcsönöz ahhoz, hogy a nagy és komplex pénzügyi világ hozzáadott értékét kérdőjelezze meg, kiegészítve a könyvespolcon sorakozó, gyakran fejlett országok íróitól származó nemzetközileg elismert műveket.

A könyv a pénzügy céljával indít, kiemelve, hogy a pénzügy időben és térben összekapcsolja a különféle szereplőket, pénz- és kockázataáramlást lehetővé téve. Ezután rövid történeti áttekintés következik, amelyben dokumentálja, hogy gyorsabban fejlődtek a hatékony pénzügyi rendszerrel rendelkező országok. A magas jövedelmű országokban GDP-arányosan sokkal nagyobb a pénzügyi piac, mint akár a közepes, akár az alacsony jövedelmű országokban. Az 1980-as évek óta látványos a magas jövedelmű országok pénzügyi piacainak növekedése, ami összefügg a deregulációs intézkedésekkel, a globális szabadkereskedelem térnyerésével, a technológiai fejlődéssel, illetve a – fogyasztói társadalom és a fejlődő országok növekedési szükségletei táplálta – hitelnövekedéssel. Amíg korábban jellemzően térben elszigetelt válságokról beszélhettünk, a globális pénzügyi rendszer működésének következménye a széleskörű szétterjedés. Bár a szerző sem írja kizárólag a pénzügyi rendszer számlájára a 2008-ban kirobbant gazdasági világválságot, megállapítja – ahogy számos tanulmány is –, hogy a pénzügyi válságok felerősítik a reálgazdasági válságokat.

A történelmi bevezető után Akgiray a pénzügyi rendszer általa legelementárisabbnak tartott problémáit veszi egyesével számba. Először is túlméretezettnek tartja a pénzügyi szektort, amely az 1980-as évek óta nagyságrenddel gyorsabban növekedett, mint akár a kereskedelmi forgalom, akár a világgazdaság. A pénzügyi eszközök egyik fajtájának, a derivatíváknak a kereskedése elsöprő többségben pénzügyi intézmények között történik, amelyet Akgiray valamelyest vitatható módon bizonyítékként hoz arra, hogy a pénzügy önmagát szolgálja. Egy nagyobb pénzügyi szektorban vajon megjelenik-e a méretgazdaságosság? A szerző válasza egy határozott nem, sőt kiemeli, hogy a szektor produktivitása a méret növekedésével csökkent. Gondoljunk csak egy részvényalapra, amely kezelési díjait az általa kezelt eszközök arányában határozza meg: ha a piac emelkedőben van, ugyanúgy növekszik a kezelési díj is, noha nem egyértelmű, miért kerülne ilyenkor többre a kezelés vagy a tanácsadás. A technológiai újításoknak és a globalizációból fakadó szinergiáknak pedig a közvetítés fajlagos költségét csökkentenie kellett volna.

A túlméretezett pénzügyi rendszer a reálgazdaság szempontjából sem jó, hiszen túl sok hitelezést jelenthet, aminek egy részét kevésbé profitábilis, kockázatos projektek és hitelfelvevők teszik ki. Másrészt a szektor magas fizetései más, produktívabb szektortól elvonhatják a legjobb munkavállalókat. James Tobint, korának egyik meghatározó közgazdászát idézve „*e(E)gyre több erőforrást – beleértve az ifjúságunk legjavát – pazarolunk az áruk és szolgáltatások előállításától távol eső pénzügyi tevékenységekre*” (Tobin 1984:14).

A túlméretezett pénzügyi rendszerrel szorosan összefügg a magas hitel- és adósságszint. A válság óta (GDP-arányosan is) még inkább eladósodott a világ. Noha Európában és az Egyesült Királyságban csökkent a bankhitelek mennyisége, Kínában a bankhitelek növekedése ezt felülmúlta, és világszinten mind az állampapír-, mind a vállalatikötvény-állomány emelkedett. Közgazdász berkekben a magas eladósodottság sérülékenységet növelő, és gazdasági fejlődést visszafogó potenciálját kevesen kérdőjelezik meg. Mégis miért nem képes a szabályozás megfékezni a hitelek és adósságok növekedését? A szerző szerint az intézményalapú szabályozói megközelítés a hibás. A piaci hitelezés felé történő elmozdulás részint annak az eredménye, hogy a keresletre válaszolva a piac új hiteleket hoz létre, amelyeket nem korlátoznak létező előírások.

A magas adósságállomány rendszerszinten kevés tőkével párosul. Egyre kevesebb a tőzsdei bevezetéssel kapcsolatos első nyilvános részvénykibocsátás (IPO). Ami még érdekesebb, hogy a nyugati országokban egyre csökken a nyilvános tőzsdéken jegyzett vállalatok száma. Népszerűvé vált magánvállalattá visszaalakulni, ami során gyakran hitelből vásárolják vissza a részvényeket. A tőzsdei kereskedés során kialakuló árazással – illetve a hosszú távú faktorok szerepével – kapcsolatos kételyeken túl a szerző a sokat hangoztatott adókönyvet emeli ki. Míg a hitelek kamatfizetése társasági adót csökkentő tétel, addig nincs ez így a részvények után járó osztalékfizetések esetében. Az OECD-országokban egyébként átlagosan 10 százalékkal magasabb a tőkére kivetett effektív adókulcs, mint adósságtípusú finanszírozásnál.

A pénzügyi rendszer ökoszisztémája szükségtelenül bonyolulttá vált, véli Akgiray. A sok profitmaximalizáló szereplő mellett nem csoda, hogy nincs a szektorban méretgazdaságosság. Amíg az USA-ban az 1980-as éveket megelőzően a nyilvánosan kereskedett részvények döntő többsége a háztartásoknál volt, manapság főként intézményi befektetők kezébe került. Végző soron persze javarészt a háztartások a tőketulajdonosok, de mind az alapkezelők, mind a vállalati menedzserek javadalmasztási struktúrája a rövid távú részvényár-emelkedést elősegítő lépésekre buzdít, ami nem a háztartások hosszú távú érdeke. A komplex rendszerre a szabályozóhatóság komplex szabályozással válaszolt, amelynek megfelelni költséges és újabb termelékenységet csökkentő tétel.

Akgiray szerint a makroközgazdászok, a pénzügytan képviselői és a jegybankok sem eléggé nyitottak a változtatásra. A pénzügyi szabályozás területileg és tartalmilag is töredezett, a jegybankok mozgásteret szűk. A 2008-ban kezdődő válság legszomorúbb hagyatéka pedig az, hogy az embereknek nincs bizalma a pénzügyi rendszerben.

A világnak azonban égető szüksége lenne egy pénzügyi paradigmaváltásra. Ezt szem előtt tartva, a problémákra megoldási irányvonalakat jelöl ki a szerző. Limitálni kell a fenntarthatatlan hitelfelvételt, meg kell változtatni a vállalatok adózási szabályait – kivezetve belőle a hitelfelvétel ösztönzését –, elő kell mozdítani

a részvénykibocsátásokat a tőzsdei modell átalakításával, illetve a szabályozási terhek újragondolásával, külön figyelmet fordítva a kis cégekre. A fogyasztói társadalom generálta hitelfelvételt ugyan nem könnyű megfékezni, de a hitelező szempontjából érdemes erősíteni a „skin in the game” megközelítést, vagyis hogy maga is vigye a bőrét a vásárra.

A pénzügyi szabályozást funkció szerint, nem pedig intézményi alapokon kell felépíteni – a FinTech-ek megjelenésével ez a vélekedés egyébként egyre inkább teret nyer. Ennek megfelelően a bank- és értékpapírpiacon felügyelőknél célszerű egyesülniük, ugyanígy a nemzetek közötti együttműködést is szorosabbra kell fűzni, tükrözve a pénzügyi piacok globális jellegét. Egyszerűsíteni kell a rendszert. „Abszurdum értékes erőforrásokat pazarolni olyan kockázatok kezelésére, amelyek saját bonyolultságuk miatt alakultak ki.” (132. old.)

Az általános pénzügyi műveltség előmozdítása világszerte népszerű cél. Az OECD (2017) szerint legalább 55 országban léteznek előrehaladott tervek, vagy már el is kezdték a pénzügyi oktatás nemzeti stratégiájának az implementálását. Akgiray mindenesetre nem az átlagemberek oktatására teszi a hangsúlyt. Szerinte különösen fontos, hogy a jövő korlátozottan népes pénzügyi szakembergárdájának a képzését helyezték új alapokra, hiszen a ma oktatott elméleti pénzügy elszakadt a világtól.

Akgiray könyvének nem célja, hogy egyetlen kérdést aprólékosan, ha úgy tetszik, bogarászó módon megvizsgáljon, érveket és ellenérveket hosszasan egymásnak ütköztetve. Ehelyett a teljes képre összpontosít vitaindító jelleggel, világos érvekkel. Párbeszédet kezdeményez. Egy kiábrándult szerző sorait olvashatjuk, aki évtizedekig hitt abban, hogy a „pénzügy a társadalom legjavát szolgálja”. Akgiray szavaival élve „bölcsebb embereket” szeretne rávenni arra, hogy elgondolkodjanak a pénzügyi rendszer hibáin és azon, hogy miként lehet ezeket kijavítani. Az alapokat megkérdőjelező hozzáállásával, világos kérdésvetéseivel, a témákhoz felsorakoztatott statisztikáival és nem utolsósorban olvasmányos stílusával a könyv tökéletesen szolgálja ezt a célt. Jó olvasást!

## Felhasznált irodalom

Mazzucato, M. (2018): *The Value of Everything*. Penguin, Allen Lane-Penguin, London.

OECD (2017): *OECD/INFE Progress Report on Financial Education*. <https://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/OECD-INFE-Fin-Ed-G20-2014-Progress-Report.pdf>

Tobin, J. (1984): *On the Efficiency of the Financial System*. Lloyds Bank Review 153: 1–15.

## Beszámoló a 10. Pénzügyi piacok likviditása konferenciáról\*

*Morvay Endre – Kotró Balázs – Márkus Martin – Lakatos Zsolt*

2019. november 14–15-én a 10. Pénzügyi piacok likviditása c. konferenciát a sorozat évtizedes jubileumát ünnepelve tartották meg a Budapesti Corvinus Egyetemen (BCE). A tudományos és gyakorlati pénzügyi élet szakembereit felvonultató eseményt a korábbi évekhez hasonlóan az egyetem Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszékén működő Pénzügyi Kutatóközpont (Financial Research Centre) és a Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Játékelméleti Kutatócsoportja szervezte. Az aktuális piaci igények által generált kérdésekre a tudomány által adott legfrissebb válaszokat bemutató rendezvény létrejöttében jelentős szerepe volt mind a magánszektorból, mind az alapítványoktól származó forrásoknak. A Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék Alapítványa mint arany fokozatú támogató mellett további kiemelt szponzorációt biztosított a CFA Society Hungary, a KEKER KSZF, az MSCI, a Morgan Stanley, az OTP Bank és a Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem Pénzügy Tanszéke. A két napon át tartó konferencián 45 szakmai előadást és 11 posztert hallgathattott, illetve nézhetett meg a 150 résztvevő. A rendezvényen 22 ország és 52 intézmény képviseltette magát.

November 14-én, a rendezvény első napján a jelenlévőket *Vastag Gyula*, a BCE tudományos rektorhelyettese üdvözölte. A megnyitót követő plenáris szekció főelőadását *Andrew Karolyi* tartotta, aki az SC Johnson College of Business kiemelt professzora a Cornell Egyetemen. Karolyi nem először volt vendége és főelőadója a likviditási konferenciának, hiszen 2017-ben szintén ő nyitotta meg azt. Prezentációja biztosította az összejövetel komoly szakmai felütését még úgy is, hogy most nem saját kutatásaiból merítette a témát, hanem szerkesztői munkájából fakadóan a klímapiénzügyek tudományban betöltött, vagy ha úgy tetszik, egyelőre még be nem töltött szerepéről beszélt. Karolyi főszerkesztőként indította útjára a Review of Financial Studies folyóiratnál azt a kezdeményezést, melynek köszönhetően válogatáskötetben publikálták az általuk elhanyagoltnak ítélt terület, a pénzügyi világ és a klímaváltozás kapcsolatát vizsgáló írásokat. A kiírásakor tisztában voltak azzal, hogy a beérkezett tanulmányok nem okvetlenül vezetnek szignifikáns eredményre,

---

\* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

*Morvay Endre a Magyar Nemzeti Bank oktatási és kutatási szakértője. E-mail: morvaye@mbn.hu*  
*Kotró Balázs a Budapesti Corvinus Egyetem Phd-hallgatója. E-mail: balazsbence.kotro@uni-corvinus.hu*  
*Márkus Martin a Budapesti Corvinus Egyetem Phd-hallgatója. E-mail: martin.markus@uni-corvinus.hu*  
*Lakatos Zsolt a Budapesti Corvinus Egyetem Phd-hallgatója. E-mail: zsolt.lakatos@uni-corvinus.hu*

de legalább egy alaptalanul elhanyagolt témának biztosítanak megjelenési felületet. Karolyiék lényegében megfordították a hagyományosnak számító publikációs folyamatot: a klímapénzügyek témához kapcsolódó kutatási terveket vártak, majd ezeket elbírálva adtak zöld utat a kiválasztott terveknek, kutatóknak, garantálva, hogy az eredménytől függetlenül a kutatás publikálásra kerül a folyóirat különszámában. A végül 2020. márciusában megjelent kiadványban ígéretes cikkek láttak napvilágot, többek közt a nagy cégek klímaváltozással kapcsolatos érzékenységéről és kockázatkezeléséről, klímaváltozási indexekről, illetve a lakásárak és a tengerszint emelkedésének kapcsolatáról.

A plenáris szekciót követően párhuzamoson futó szekciók előadásaira került sor. A szekciók makrogazdasági, eszközárzási és kötvénypiaci témákkal, valamint elméleti kérdésekkel és a szociális innovációk szakterületével foglalkoztak. Az eszközárzással foglalkozó szekciót meghívott előadóként *Niklas Wagner*, a Passaui Egyetem professzora nyitotta meg. Előadásában az eltérő felárak szerepét vizsgálta részvénypiacokon a kereskedési és kereskedés nélküli időszakokban. Kutatása a várható hozamok és a feltételes variancia közötti intertemporális kapcsolatra és a kereskedési szünetek szerepére fókuszált. Modelljében e kapcsolat révén két különböző eszközárzási folyamatot olvaszt egyggyé: egy folytonos folyamatot, mely a kereskedési időszak során szétszóródó kockázatot reprezentálja, illetve egy nem folytonosat, mely a kereskedési szünetekben (overnight) megfigyelhető, véletlenszerű árváltozásokat modellezi. Ezzel a kereskedési és nem kereskedési kockázatokért járó eltérő prémiumokkal terjeszti ki Merton 1973-ban publikált intertemporális eszközárzási modelljét. Az eredmények azt mutatják, hogy a várható piaci felár alakulásának megértésében mind a kereskedési kockázat, mind a nem kereskedési időszakokban történő árváltozások kockázata fontos szerepet tölt be. Wagner rávilágított arra is, hogy a kockázati prémium szignifikánsan eltér a két időszakban. Az előadás egyik fő üzenete az volt, hogy a tőzsdei záróra általában együtt jár a befektetők kockázatkerülésének növekedésével, akik így a piaci portfólió kereskedési szünetekben való tartásáért magasabb prémiumot várnak el.

A délutáni, párhuzamosan futó szekciók a kötvénypiac, valamint az elméleti és a szociális innováció kérdéskörével foglalkoztak. Az utóbbi szekció első előadását *Alexander Szimayer*, a Hamburgi Egyetem pénzügyprofesszora tartotta. Szimayer a BCE Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszékének három munkatársával, Csóka Péterrel, Bihary Zsolttal és Kerényi Péterrel folytatott közös kutatásának eredményeiről számolt be, melyben az ügyvezetési jogkört és a bérkövetelést vizsgálták a megbízó–ügynök keretrendszerben. Egy időben folytonos modellt ismerhetett meg a hallgatóság két nem szokványos jellemzővel: 1) az ügynök korlátozni tudja a megbízó stratégiáit, 2) az ügynökök a jövőbeli fizetési igényeiket a múltbeli fizetések alapján határozzák meg, szerencsefaktorral is számolva. Figyelembe veszik továbbá azt is, hogy a részvényesek (megbízók) korlátozhatják a bérköveteléseket az ügynökök kárára, összhangban az ún. say-on-pay-jel, vagyis a vállalatvezetők



javadalmazását érintő részvényesi szavazással. E keretrendszerben vizsgálható így az ügyvezetői jogkör felsővezetői kompenzációra gyakorolt hatása, illetve a 2000-es évek bérigényekkel kapcsolatos szabályozásai. Az eredmények azt mutatják, hogy a say-on-pay növeli a megbízók erejét (értékét), csökkenti a felháborodást, vagyis természetes korlátként gátolják a javadalmazás túlzott emelkedését, s így csökkentik az ügynökök bérét magas fizetési igény mellett. Ezzel szemben, alacsony, illetve közepes fizetési igény mellett a say-on-pay kismértékben növeli a teljes kifizetést, miközben megváltozik a szerkezet, eltolódás van az ösztönzésfüggő bérkomponensek irányába.

Az esti, plenáris szekciót *Szentes Balázs*, a London School of Economics professzorának és több magasan jegyzett gazdasági folyóirat szerkesztőjének előadása indította. A játék- és szerződéselmélettel foglalkozó szakember a kereskedés előtti tanulási folyamatról, a „szabad” információk figyelmen kívül hagyásából fakadó hatékonyság-csökkenésről tartotta előadását. Kétoldalú kereskedelmi modelljében az eladó egy „fogadd el, vagy hagyd itt” típusú ajánlatot tesz, ugyanakkor a vevő nem biztos a termék értékében, de felár ellenében többletinformációhoz juthat, és e költség egyenletesen növekszik az információtartalommal. Amennyiben ingyenes tanulási lehetőséget feltételezünk, a modell egyensúlyai Pareto-rangsorolhatóak. Az előadó rámutatott arra, hogy ha a tanulás költséges, de az információ ára a nullához tart, akkor a legrosszabb ingyen-tanulás melletti optimumhoz tart a rendszer.

A konferencia első napját *Rafael Schiozer*, a Brazil Nemzeti Kutatási Tanács Pénzügyi és Számviteli igazgatója zárta. A pénzügyi stabilitás és a bankrendszerek vizsgálatával foglalkozó szakember előadását a bankhitelek átstrukturálásának (forbearance) gyakorlati tapasztalatairól tartotta. Fő kérdése az volt, hogy mikor és milyen körülmények, pénzügyi nehézségek között kerül sor a fennálló hiteltartozások újratárgyalására. A következtetések levonására a Brazíliában a nem pénzügyi vállalatoknak folyósított 13 millió hitelt tartalmazó adatbázis alapján került sor, melyből 1,1 milliót átstrukturáltak. A bizonyítékok azt támasztják alá, hogy a nagyobb hitelösszeg és a fedezetek lefoglalásának nehézsége növeli az átstrukturálás valószínűségét. A hitelfelvevők korábbi újratárgyalásai is emelik ezt a valószínűséget, valamint indikátorai lehetnek a szerződések folyamatos megújításának. Az átstrukturálás a hitelek döntő többségénél (80 százaléknál) a 60 napos késedelmet követő négy hónapban jellemző. Ha olyan szabályozás van érvényben, mely szerint a késedelmes hitelekkel is rendelkező hitelfelvevő nem késedelmes hiteleinek fedezetét növelhetik a bankok, akkor ez ösztönzi a nem teljesítő hitelek átstrukturálását. Az így keletkező makrogazdasági erőforrás-elosztási problémák és a hitelveszteségek elrejtése miatt e tapasztalatok a szabályozás és felügyelet számára is fontos tanulságokra hívják fel a figyelmet.

November 15-én a konferencia plenáris szekcióval folytatódott. Elsőként *Jonathan Batten*, a malajziai Utara Egyetem pénzügyprofesszora, az *Emerging Markets Review*

és a Journal of International Financial Markets Institutions and Money főszerkesztője adott elő. Batten rendszeres meghívott előadónak számít a konferencián, a korábbi években a nemzetközi részvényindexek Brent-olaj határidős ügyletekkel (futures) való fedezésének megvalósíthatóságáról adott elő, felhívva a figyelmet, hogy a fedezés hatékonysága időben változó, és függ az adott részvénypiactól, de gazdasági hasznot eredményez. Előadását most az indonéz és a maláj részvény piacok árfolyammozgásaiból eredő kockázatok Brent- és pálmaolajjal, valamint devizaárfolyam határidős ügyletekkel való fedezhetőségéről tartotta. Az indonéz és a maláj gazdaságban a pálmaolaj-termelők mikro- és kisvállalkozások. Mivel a nemzetközi pálmaolajárak amerikai dollárban denomináltak, így nemcsak a tőzsdén jegyzett árnak, de a dollár-árfolyam változékonyságának is ki vannak téve, ami jelentős gazdasági és társadalmi hatásokkal jár. A részvény piacok illikviditását mérő indexek arra mutattak rá, hogy az időben változó likviditási hatás korrelál a fedezés hatékonyságával. Pénzügyileg fejlettebb és nyitottabb gazdaságokban a likvidebb részvény piacok hatékonyabb fedezést tesznek lehetővé, így a gazdaságilag fejlettebb Malajziában a pálmaolajjal való fedezés hatékonyabb, mint Indonéziában. Egy, az export és import vonatkozásában „egészséges” egyensúllyal jellemezhető gazdaságban a devizaárfolyam-kockázat minimalizálható, így az előadó szerint a termékek tőzsdei árának a változékonyságából eredő kockázatok fedezésére kell koncentrálni.

A plenáris szekció második előadója *Fabrizio Lillo*, a Bolognai Egyetem professzora volt. Előadása az eszközök egységességéről, a rendszerkockázatról és a beruházási stratégiákról szólt. A befektetési alapok és portfólióikban lévő pénzügyi eszközök kapcsolatát dinamikus, kétoldali hálózatábrázolás segítségével elemezte. A befektetési alapok különféle pénzügyi eszközökből állítják össze portfóliójukat, vannak nagyon népszerű (pl. nagyvállalatok részvényei), illetve nagyon népszerűtlen eszközök. Lillo a hasonlóság mérésére az ún. átlagos egységességi együtthatót (ACC: Average Commonality Coefficient) használta, mely az alapkezelők befektetési magatartását tükrözi az általuk tartott eszközök népszerűségének a függvényében. A mutató egyrészt megkülönböztetni a befektetési alapokat az alapján, hogy melyek fektetnek kevésbé népszerű eszközökbe, másrészt az alapok teljesítményéről is képet kapunk. A bemutatott 2003 és 2011 közötti időszakot vizsgáló elemzés fő következtetése az, hogy azok a befektetési alapok értek el jobb teljesítményt, amelyek a kevésbé népszerű eszközökbe fektettek. A speciális (niche) piacokon való befektetéseket ugyanis a pénzügyi piacok nyugtalansága idején a pánikszerű értékesítés (fire sale) kevésbé érinti.

A napi program ezt követően a párhuzamos szekciók előadásaival folytatódott. A szakemberek a likviditás, a beruházási alapok, a központi szerződő felek és a bankrendszer, valamint a szociális innovációk elméleti és gyakorlati kérdéskörével foglalkoztak.

A következő, 2020. november 26–27-én megrendezésre kerülő konferenciára már megnyitották a jelentkezést ([https://www.uni-corvinus.hu/fooldal/egyetemunkrol/tanszekek/befektetesek-es-vallalati-penzugy-tanszek/tanszeki-kutatasok/#null\\_33](https://www.uni-corvinus.hu/fooldal/egyetemunkrol/tanszekek/befektetesek-es-vallalati-penzugy-tanszek/tanszeki-kutatasok/#null_33)).

## 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  $\pm 25$ –50 százalékkal lehet eltérni. A kéziratokat magyar és/vagy angol nyelven is el lehet küldeni.
- A szerzők nevéhez fűzött számozatlan lábjegyzet tartalmazza a szerzők foglalkozását (beosztását), munkahelyét és e-mail címét, valamint a tanulmány elkészítésével kapcsolatos információkat és köszönetnyilvánításokat.
- A tanulmányok minden esetben körülbelül 800–1000 karakteres tartalmi összefoglalóval kezdődnek, amelyben a főbb hipotéziseket és állításokat kell ismertetni.
- Az összefoglalót követően kérjük megjelölni a tanulmány JEL-kódjait és kulcsszavait.
- 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 Wordben, szerkeszthető formában, míg az ábrákat Excel program segítségével kérjük elkészíteni. 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 két független, anonim lektor bírálja el.
- A tanulmányokat e-mailben kérjük eljuttatni a szerkesztőségbe Word for Windows formátumban. A közölni kívánt ábrákat Excel-fájlban is kérjük magyar és angol nyelven.
- Kérjük, hogy a további szerkesztési szabályokkal kapcsolatosan tájékozódjanak az alábbi oldalon: <http://www.hitelintezetiszemle.hu/letoltes/szerzoi-utmutato.pdf>

*Köszönettel:*

A Hitelintézeti Szemle szerkesztősége  
1054 Budapest, Szabadság tér 9.  
Tel.: 06-1-428-2600  
E-mail: szemle@hitelintezetiszemle.hu



**Hitelintézeti Szemle**