

4

HITELINTÉZETI SZEMLE

2021. december
20. évfolyam 4. szám

A vállalatikötvény-piac gazdasági szerepének
növekvő jelentősége

Bécsi Attila – Bognár Gergely – Lóga Máté

Klímaváltozás a tőkepiacokon: aktívan kezelt
zöldkötvény-alapok vizsgálata

Németh-Durkó Emilia – Hegedűs Anita

A pénzügyi kirekesztődés a digitális fizetési térben

Somogyvári Márta

Az ingatlanok statisztikai értékbecslését támogató
központi adatbázis létrehozásának kérdései

Grosz Gabriella – Herbert Evelyn – Izsák Gábor –
Szász Katinka

Centripetális és centrifugális erők az Európai
Unióban

Szapáry György

Reflexiók – Gottfried Péter „Gondolatok az
euro magyarországi bevezetése időzítésének
dilemmájáról” esszéjére

Terták Elemér

Hitelintézeti Szemle

A Magyar Nemzeti Bank kiadásában megjelenő tudományos folyóirat

A szerkesztőbizottság elnöke:

VIRÁG BARNABÁS

A szerkesztőbizottság tagjai:

BÁNFI TAMÁS, CSILLIK PÉTER, HEGEDÜS ÉVA, DAVID R. HENDERSON, KOCSISZKY GYÖRGY,
KOLOZSI PÁL PÉTER, KOVÁCS LEVENTE, LENTNER CSABA, MEYER DIETMAR, NAGY KOPPÁNY,
P. KISS GÁBOR, PANDURICS ANETT, SZEGEDI RÓBERT, VÉGH RICHÁRD, EYAL WINTER

Főszerkesztő: PALOTAI DÁNIEL

Felelős szerkesztő: MORVAY ENDRE

Szerkesztő: TÓTH FERENC

Segédszerkesztő: MÉSZÁROS TÜNDE

Olvasószerkesztő: LÁNG ESZTER

Szerkesztőségi munkatársak:

DRAPCSIK BERTA, TAMÁS NÓRA

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: HERGÁR ESZTER

1013 Budapest, Krisztina körút 55.

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.

4

HITELINTÉZETI SZEMLE

2021. december
20. évfolyam 4. szám

Hitelintézeti Szemle

A szerkesztőség címe: 1013 Budapest, Krisztina körút 55.

Telefon: 06-1-428-2600

Fax: 06-1-429-8000

Honlap: www.hitelintezetiszemle.hu

Munkatársaink elérhetősége:

Palotai Dániel főszerkesztő: szemle@hitelintezetiszemle.hu

Morvay Endre felelős szerkesztő: morvaye@mnb.hu

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

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

Tartalom

20. évfolyam, 4. szám, 2021. december

TANULMÁNYOK

Bécsi Attila – Bognár Gergely – Lóga Máté: A vállalatikötvény-piac gazdasági szerepének növekvő jelentősége	5
Németh-Durkó Emilia – Hegedűs Anita: Klímaváltozás a tőkepiacokon: aktívan kezelt zöldkötvény-alapok vizsgálata	38
Somogyvári Márta: A pénzügyi kirekesztődés a digitális fizetési térben	65
Grosz Gabriella – Herbert Evelyn – Izsák Gábor – Szász Katinka: Az ingatlanok statisztikai értékbecslését támogató központi adatbázis létrehozásának kérdései	87

JÖVŐKÉPÜNK

Szapáry György: Centripetális és centrifugális erők az Európai Unióban	120
Terták Elemér: Reflexiók – Gottfried Péter „Gondolatok az euro magyarországi bevezetése időzítésének dilemmájáról” esszéjére	132

SZAKMAI CIKKEK

A 21. század kihívásai

Balogh András: Mi okoz inflációt? – A jegybanki politikák és az infláció kapcsolata	146
---	-----

ifj. Becsey Zsolt – Máté Áron: Sikeres felzárkózás a Visegrádi régióból: Csehország példája	159
---	-----

Piaci megatrendek

G. Szabó András – Nagy Koppány: A magyar biztosítási piac helyzete és finanszírozó képessége	172
--	-----

KÖNYVISMERTETÉSEK

Salamin Géza:

Urbanisztika közgazdasági megközelítésben
(Edward Glaeser: A város diadala – Hogyan tesz legnagyobb találmányunk
gazdagabbá, okosabbá, környezetkímélőbbé, egészségesebbé és
boldogabbá? c. művéről) 182

Varga Bence:

The „Old Lady of Threadneedle Street” – A Bank of England és az angol
bankrendszer kialakulása
(Richard D. Richards: The Early History of Banking in England c. művéről) . . . 188

KONFERENCIABESZÁMOLÓK

Tóth Ferenc – Kolozsi Pál Péter – Lóránt Balázs – Juhász Katalin:

Beszámoló a Magyar Közgazdasági Társaság 2021. évi vándorgyűlésének
pénzügyekről, euróról, zöldfinanszírozásról és versenyképességről
szóló beszélgetéseiről 194

Mikes Veronika – Puhl Györgyi:

Digitális jegybankpénz és a renminbi szerepe a koronavírus-járvány után –
Beszámoló a Budapest Renminbi Kezdeményezés Konferenciáról 209

A vállalatikötvény-piac gazdasági szerepének növekvő jelentősége*

Bécsi Attila – Bognár Gergely – Lóga Máté

A vállalati kötvények szerepe globálisan felértékelődött az elmúlt évtizedben, mivel ideális pénzügyi eszközök mind a kibocsátó vállalatok forrás szerkezetének diverzifikálásában, mind pedig a befektetők portfóliójának kezelésében. Egy kellően fejlett és likvid vállalatikötvény-piac jótékony hatással van a gazdaság piaci mechanizmusainak érvényesülésére, átláthatóságára, valamint erősítheti a pénzügyi rendszer válságállóságát is. Több tanulmány is rámutatott arra, hogy a vállalatok finanszírozásának kérdése a cégek normális működésén túl a válságkezelésben is kiemelten fontos, mivel egy krízist övező bizonytalanság negatív hatással van a bankhitelezés likviditására, megnehezítve a vállalati forrásbevonási lehetőségeket. Ilyen helyzetben létfontosságú tehát, hogy a társaságok egyéb finanszírozási formákra is támaszkodni tudjanak. A 2008–2009-es gazdasági válságot követően ezt felismerve számos ország jegybankja is kötvényvásárlási programot indított annak érdekében, hogy támogatni kezdje a vállalati kötvények piacának szélesítését. A Magyar Nemzeti Bank (MNB) Növekedési Kötvényprogramjának (NKP) köszönhetően már a hazai vállalatikötvény-piac is a vállalatok széles köre számára kínál a bankhitelek melletti reális finanszírozási alternatívát.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: G01, E52, E58, G15

Kulcsszavak: vállalatikötvény-piac, eszközvásárlási program, gazdasági és pénzügyi válság, monetáris politika

1. Bevezetés

A 2008–2009-es gazdasági és pénzügyi világválság a pénzügyi rendszer számos olyan strukturális problémájára fényt derített, amelynek kiküszöbölése elengedhetetlen a piacok ellenállóbbá tételéhez egy újabb krízishelyzet esetén. Ezek közé tartozik a vállalati forrásbevonás diverzifikálásának jelentősége, ugyanis az olyan bankhitelek

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

Bécsi Attila a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail cím: becsia@mnb.hu
Bognár Gergely a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail cím: bognarg@mnb.hu
Lóga Máté a Magyar Nemzeti Bank igazgatója. E-mail cím: logam@mnb.hu

Jelen tanulmány a szerzők nézeteit tartalmazza, amely nem feltétlenül egyezik meg a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával. A tanulmány megállapításait, következtetéseit a szerzők 2021. szeptember 30-i záró dátum figyelembe vételével tették.

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

DOI: <http://doi.org/10.25201/HSZ.20.4.537>

melletti alternatív finanszírozási módok, mint a kötvénykibocsátás, további lehetőségeket teremtenek a társaságoknak a forráshoz jutásra a bankhitelezési likviditás csökkenése esetén is. A vállalati kötvények hosszú távú, kiszámítható finanszírozási lehetőséget biztosítanak a vállalatoknak, emellett pedig számos további előnnyel is rendelkeznek: a kötvények révén bevont forrást nem feltétlenül kötik fedezethez és konkrét hitelcélhoz, a kötvénypiaci jelenlét pedig az értékpapírokat forgalomba hozó vállalat transzparens működését demonstrálja, ami a későbbiekben akár egy részvénykibocsátás előszobáját is jelentheti. A fent említett előnyök tükrében a tanulmány a vállalatkötvény-piac értékének növekedését feltételezi a 2008–2009-es válságot követően, az így létrejött, diverzifikáltabb piac pedig megmutathatja, hogy mennyivel lehet hatékonyabb a Covid19 okozta válság kezelése a korábbi krízishez képest. Számos gazdaságban a fejlett és likvid kötvénypiac hozzájárulhat a Covid19-járvány okozta gazdasági visszaesés hatásainak csökkentéséhez, különösen, ha ott a jegybank is megjelenik vásárlóként.

A vállalatkötvény-piac finanszírozásban betöltött súlyát számos tényező befolyásolja, ilyen például a gazdasági fejlettség, a tőkepiac hatékonysága, a vállalatok pénzügyi kultúrája vagy akár befektetők védelmét is szolgáló szabályozói és intézményi környezet. A kötvénykibocsátás egy adott értékpapírsorozat karakterisztikájának alakítása révén rendkívül rugalmas finanszírozási eszköz lehet, melynek segítségével egyedi vállalati szinten optimális forrásbevonási struktúra érhető el, a vállalati kötvények elterjedése ugyanakkor makrogazdasági szinten is kedvező hatással bír. A jelentősebb gazdaságok jegybankjai által folytatott vállalatkötvény-vásárlási programok szintén azt tanúsítják, hogy az eszköznek komoly jelentőséget tulajdonítanak a monetáris politikai döntéshozók. A tanulmány következő, *2. fejezete* a vállalati kötvények általános szerepét, a *3. fejezet* a kötvénypiac globális és regionális helyzetét mutatja be, külön kiemelve a regionális piacokat. A *4. rész* a jegybankok vállalatkötvény-vásárlási programjait vizsgálja, az *5. fejezet* pedig részletesen ismerteti a magyar vállalatkötvény-piacot és a Növekedési Kötvényprogramot. A *6. fejezet* a tanulmány legfontosabb megállapításait összegzi.

2. A vállalati kötvények általános szerepe

2.1. A vállalati kötvény tulajdonságai

A kötvény egy olyan hitelviszonyt megtestesítő értékpapírtípus, amelyen keresztül különböző gazdasági szereplők (állam, vállalat, bank) valamilyen felhasználási cél mellett forrásbevonást hajthatnak végre. A kötvényszerződésben foglaltak szerint az értékpapírt megvásárló tulajdonosok jogosultak a kölcsönadott tőkére, az ahhoz kapcsolódó nominális kamatfizetésre (kupon), illetve amennyiben a kötvény átruházható, úgy eladási joggal is rendelkeznek. A kötvények lejáratáig fennálló időszakot futamidőnek hívjuk, ami jellemzően hosszabb, mint amit bankhitelek esetében tapasztalhatunk. A kamatfizetést a szerződés alapján előre meghatározott napokon fizeti az adós, miközben a tőke visszafizetése megkezdődhet a futamidő lejáratáig időpontokban (amortizálódó kötvények), vagy történhet a futamidő végén egy összegben (*bullet* típusú kötvények). A vállalatikötvény-piacon a kötvények széles spektruma megtalálható, ám amíg a kevésbé fejlett piacokon általában a legegyszerűbb struktúrájú (*plain vanilla*) kötvények túlsúlya jellemző, addig a fejlettebb tőkepiacokon gyakoriak az összetettebb, különböző opcionalitást tartalmazó termékek is.¹ A kamatozás típusa szerint megkülönböztetünk fix kamatozású kuponnal kibocsátott kötvényeket és változó kamatozású értékpapírokat,² utóbbiak esetében egy referencia-kamatlábbhoz kötött ráta, illetve az arra épülő *spread* fizetése történik a kamatfizetés időpontjaiban.

A kötvények tulajdonságainak, paramétereinek alakítása rendkívül rugalmassá, ennélfogva vonzóvá teheti a kötvénykibocsátást a vállalatok számára, amelyek így a forrásbevonást a számukra egyénileg leginkább hatékony módon valósíthatják meg.

¹ Az opciókat (call, put) tartalmazó kötvények lehetőséget teremtenek az értékpapírok előre meghatározott áron való visszaadására vagy visszavásárlására. Ugyancsak megemlíthendők az átváltható, opciós kötvények (*convertible bonds*), amelyek a kötvény futamideje alatt bizonyos időpontokban, előre meghatározott áron részvényre válthatók át, általában a kötvénybirtokos döntése szerint.

² Ezenfelül léteznek speciális kamatozású kötvények is, mint például a „*step-up*” (előre meghatározott fix kamatozás, azonban a futamidő alatt annak mértéke változik) értékpapírok, vagy a „*cap*” (maximum) és „*floor*” (minimum) használata is megjelenhet az esedékes kamatfizetés során. A kötvénypiacokon különös terméknek számítanak a természetben fizető kötvények („*pay-in-kind*”), amivel – elsősorban alacsonyabb hitelminősítésű, nehéz pénzügyi helyzetben lévő vállalatok – az esedékes kuponfizetéseket nem készpénzzel, hanem a vállalat döntésének értelmében újabb kötvénykibocsátással valósítják meg.

1. táblázat	
A kötvényfinanszírozáshoz köthető legfőbb előnyök	
Szempont	A kötvénnyel járó előny
Befektetői bázis	A kötvénypiacon széleskörű, belföldi és külföldi befektetői bázis is megjelenik, így a bankhitelhez képest jelentősebb mértékű forrásbevonás valószínűsíthető meg anélkül, hogy az a banki nagyadósági limitbe ütközne.
Fedezet	A kibocsátó végrehajthat fedezetlen vagy fedezett forrásbevonást, utóbbi esetében jellemzően tovább szélesíthető a befektetői kör.
Futamidő	A (fedezetlen) bankhitelekhez képest jellemzően hosszabb a futamidő, ami a hosszabb távú és fenntartható finanszírozást támogatja. ³
Hitelcél	Kötvények esetében általában nincsen szűken vett hitelcél, a forrást szabadon használhatja fel a kibocsátó.
A vállalat mérete	Jellemzően az érett szakaszban lévő nagyvállalatok élnek a kötvénykibocsátással, ugyanakkor számos növekedési fázisban járó vállalatot segíthet potenciáljának kiaknázásában.
Árazás	A vállalatikötvény-piac árazása vonzó alternatívát kínálhat a bankhitelekhez képest. Amennyiben a cégek forrásellátottságát biztosító piacok között verseny alakul ki, a finanszírozási költségek tovább mérséklődhetnek a vállalati szektor számára.
Bankkapcsolat	A kötvénypiaci lehetőséget ad a bankkapcsolatok optimalizálására és a bankoktól való függés enyhítésére.
Válságkezelés	A bankhitelezés befagyása esetén is likviditáshoz juthat a kötvénykibocsátó. A forrásbevonás felgyorsulhat, különösen, ha a vállalatikötvény-piacon egy jegybank megjelenik vásárlóként.
PR-szempontok	A kötvénykibocsátás a tőzsdén kedvezőbb megítélést hozhat a kibocsátónak, mivel transzparensabb működést demonstrál, ezért gyakorlatilag a részvénytőzsdére történő belépés előszobájának is tekinthető.
Jogosultságok	Call opció esetén a vállalatnak joga van visszavásárolni a kötvényeit, ami a kamatlábak csökkenésekor lehet ideális.
Tulajdoni és szavazati jogok megtartása	Részvénykibocsátással szemben a kötvényen keresztül forrásbevonás esetében a befektetők tulajdoni és szavazati joghoz nem jutnak, a vállalat nyereségéből és az osztalékból csak a mindenkorli tulajdonosi kör részesedik.

Az 1. táblázat alapján látható, hogy a vállalatok számára számos érv szól a kötvénykibocsátás mellett, ezek kiaknázására azonban csak akkor van lehetőség, ha a kibocsátandó kötvényeik esetében a kínálat találkozik a befektetői kereslettel. A befektetők portfóliójukat gyakran diverzifikálják vállalati kötvényekkel, mivel így számos esetben a befektetői profiljukhoz közelebb álló kockázat/hozam eszközösszetétel érhető el. A kötvény ideális pénzügyi eszköz lehet azok számára, akik közvetlenül szeretnék vállalatokat finanszírozni, mivel ezt jellemzően alacsonyabb kockázatokkal tehetik meg, mintha ezt a részvénytőzsdén keresztül tennék meg. E feltételezés mellett érvel *Distenfeld – Shah (2014)*, amely szerint ha egy portfólióban

³ A magyarországi vállalati hitelek forintban denominált része eredeti futamidejének kevesebb mint fele volt 5 évnél hosszabb a 2020-as évben, az euróban denominált hitelek esetében is csupán 50–60 százalék közötti arányt értek el az 5 évnél hosszabb futamidejű hitelek. Ezzel szemben az MNB Növekedési Kötvényprogramjának keretében kibocsátott vállalati kötvények mindegyikének eredeti futamideje legalább 7 éves volt, az össznévértékkel súlyozott átlagos futamidő pedig 9,3 év.

amerikai egyesült államokbeli magas hozamú kötvényeket tartanánk 25 százalékos arányban, maradék háromnegyedét pedig az S&P 500 által leképezett részvényekből állítanánk össze, úgy az éves kockázat 15,2 százalékról 12,8 százalékra mérséklődne, míg a hozam csak minimálisan, 10,9 százalékról 10,7 százalékra csökkenne az 1983 júliusa és 2013 decembere közötti adatokat vizsgálva.

A kötvények esetében a befektetők kamatnyeresége és tőkefizetése pontosabban kiszámítható, ami a pénzügyi stabilitási szempontokat figyelembe véve kedvező. A befektetők kockázata elsősorban a piaci hozam változásából fakadó árfolyammozgás, hiszen amennyiben a pénzpiacon az elvárt hozam emelkedik, a kötvényen vesztesége keletkezik a befektetőknek. Ugyancsak kockázati tényező lehet, ha egy kötvény fedezetlen, annak tulajdonosait ugyanis a jogszabály hátrébb lévő kielégítési kategóriába sorolja be, mintha az értékpapír mellé biztosítékok is társulnának. A hitelkockázat arra utal, hogy a kibocsátó milyen valószínűség szerint mulasztja el az adósság teljes mértékben és pontos időben történő visszafizetését. A kibocsátók hitelképességéről és kötvényeik hitelkockázatáról a fejlettebb piacokon hitelminősítők fogalmaznak meg véleményt, különböző kategóriába sorolva az instrumentumokat. Alapvető eltérés a befektetésre javasolt és a spekulatív, ún. *high-yield*-kötvények között áll fenn. Számos nagy intézményi befektető csupán az előbbiekkal kereskedhet, valamint a 2020 előtti jegybanki kötvénvásárlási programok zöme is elsősorban a befektetésre ajánlott kötvények piacára fókuszált, így a két kategóriába tartozó papírok piaci likviditása és a rajtuk keresztüli forrásbevonás költsége között számottevő különbség lehet.

A kötvények természetéből fakadóan egyéb kockázattípusokról is beszélhetünk, úgymint a devizakockázat, az opcióból fakadó kockázat és a likviditási kockázat, melyekről a befektető többek között a kötvények dokumentációjából is értesülhet. Ezek közül a szakirodalomban leggyakrabban a likviditási kockázat kerül górcső alá. Több felmérés is a másodpiacokon megfigyelhető likviditás romló tendenciájára hívta fel a figyelmet. A *CFA Intézet (2016)* felmérésében részt vevő amerikai és európai befektetési szakértők a banki tőke- és likviditási szabályozásokat jelölték meg a probléma fő forrásaként, s orvoslásuk érdekében döntéshozói lépéseket sürgettek a piaci akadályok feloldására. Az ázsiai válaszadók szerint ugyanakkor a kisbefektetői részvétel ösztönzése fontosabb lehet, mint az intézményi befektetői piac javítása. *Hill et al. (2019)* a csökkenő likviditást elsősorban az érvényben lévő jogszabályoknak és rendkívüli monetáris politikai lépéseknek tulajdonítják, ugyanakkor kihangsúlyozzák a piacteremtő likviditási modell aláásásának jelenségét is, ami elsősorban a brókerek és a kereskedők megnövekedett tőkekötelezettségeivel magyarázható. A gyenge likviditás problémája nem újkeletű. *Gyntelberg és szerzőtársai (2005)* már a válság előtt is foglalkoztak az ázsiai másodpiacok illikviditásával, melynek okaként a szűk befektetői kört, a nem megfelelő mikrostruktúrákat és a kibocsátókkal kapcsolatos információs hiányt jelölték meg.

2.2. A vállalatikötvény-piac fontossága egy diverzifikált pénzügyi rendszer kialakulásában

A vállalatikötvény-piac fontos elemét képezi egy kellőképpen diverzifikált és hatékony pénzpiacnak, a banki hitelezést kiegészítő alternatív forrásbevonási módok iránti igény ugyanis az elmúlt évtizedben szignifikánsan emelkedett. *Luengnaruemitchai – Ong (2005)* már a 2008-as globális válság előtt megállapította, hogy a vállalatok forrásbevonásának diverzifikációja kedvező folyamat, különösen bankválságok esetén, és elsősorban egyes feltörekvő országokban. Szintén a vállalatikötvény-piac kedvező hatásait vizsgálta *Hakansson (1999)* is, aki megállapította, hogy egy fejlett kötvénypiac erősen pozitív hatással bír a gazdaságra, mivel amennyiben a bankhitelezés finanszírozásban betöltött szerepe túlságosan nagy, a laza hitelezési kritériumok miatt a befektetett tőke megtérülése mérséklődhet, ami végső soron a nemteljesítő hitelek emelkedéséhez vezethet. Amennyiben a bankrendszer és a kötvénypiac egyensúlyban van, a piaci folyamatok jobban érvényesülni tudnak, ami csökkenti a szisztématis kockázatokat és egy potenciális válság kialakulásának kockázatát. *Tendulkar és Hancock (2014)* az elmúlt 30 évben történt vállalatikötvény-kibocsátásokat megvizsgálva arra jutottak, hogy az utóbbi évtizedekben egyre fontosabbá vált a kötvénypiac szerepe a reálgazdaságban, és a válság óta a kötvények a banki hitelezés és a hosszú távú finanszírozás közötti űr kitöltésében is meghatározók. A tanulmány szerint az alacsony hozamkörnyezetben a hozamvadászat támogatja a kötvénypiac likviditását, a hozamkörnyezet változása azonban veszteseket és nyerteseket egyaránt szülhet. Az *ICMA (2013)* vállalati kötvényekkel foglalkozó tanulmánya megállapítja, hogy a gazdasági szereplők széles körének (befektetők, vállalatok, kormány) fontos egy fejlett, likvid kötvénypiac megléte, mivel az a gazdasági növekedésre is kedvezően hathat, hiszen a reálgazdaság szempontjából kiemelten fontos termelővállalatok stabil és megbízható finanszírozási csatornát találhatnak a kötvénypiac képében, miközben a befektetők kiszámítható bevételhez juthatnak. Míg a kisebb vállalatok döntően a belföldi vállalatikötvény-piacokon lehetnek aktívabbak, addig a nagyvállalatok az intézményi befektetőket szélesebb körben felvonultató nemzetközi kötvénypiac adta lehetőségeket is ki tudják használni.

Lund et al. (2018) ugyancsak pozitív jelenséggént tekint a vállalatikötvény-piac növekedésére, különös tekintettel annak a transzparencia növekedésében, a piac hatékonyságának javításában, valamint a kockázatkezelésben betöltött szerepére. *Gostkowska-Drzewicka (2014)* a lengyelországi ingatlanfejlesztő társaságok vállalatikötvény-piacát elemezve szintén kiemeli a kötvénykibocsátás előnyeit: a kibocsátó több kötvénybirtokoson keresztül tud jelentős méretű forrást bevonni, különösen jól használható finanszírozási forma a fejlesztési projektek esetén, mivel a kibocsátó határozza meg a visszafizetés ütemét és a lejáratot, így a kibocsátó a már teljesült beruházásokból származó bevételekből válthatja vissza a kötvényt. További kedvező jellemzője a kötvényeknek, hogy a tőke költség alacsonyabb lehet, mint bankhitelezés.

igénybevétele esetén, különös tekintettel, ha a kötvényhez valamilyen egyéb kitéltelt, így például részvényre történő átváltási opciót kapcsolnak.

2.3. A kötvénypiac jelentősége a pénzügyi válságban

Egy kellően likvid és fejlett vállalatikötvény-piacra érdemi szerep hárulhat egy esetleges pénzügyi válság esetén, mivel tompíthatja a krízis erejét, a kilábalás időtartamát pedig lerövidítheti. *De Fiore és Uhlig (2015)* megállapította, hogy a krízis miatt visszaeső banki likviditás a nem pénzügyi vállalatokat a korábban meghatározó bankhitel-finanszírozástól a kötvénykibocsátás felé mozdította el, habár mindkét finanszírozási forma költségei növekedtek. A szerzők egy DSGE-modell használata révén arra a következtetésre jutottak, hogy egy válság idején a gazdaság abban az esetben szenved el a legnagyobb visszaesést, ha a banki finanszírozás nem képes megfelelően rugalmas szolgáltatást nyújtani a cégek számára, és eközben a tőkepiac sem áll rendelkezésre. A tanulmány amellezt érvel, hogy amennyiben a vállalatok finanszírozási lehetőségei rugalmasak, és a cégek képesek az egyes forrásbevonási módok között választani, úgy a reálgazdaságban egy válság potenciális, a pénzügyi szektorból begyűrűző negatív hatásai mérsékelhetők.

Gyntelberg et al. (2005) révén az ázsiai pénzügyi válságon keresztül vizsgálható meg egy másik régió kötvénypiacának alakulása, mely az országoként szignifikáns eltérést mutató ázsiai piac helyzetét elemzi. A szerzők szerint megfigyelhető, hogy az 1997-es ázsiai pénzügyi válság óta a kötvénypiac jelentős prioritást élvez a döntéshozók körében, akik a helyi pénznemben kibocsátott kötvénypiacokban gyakran egy következő válság elkerülésének lehetőségét látják, melyen keresztül csökkenhetnek az egyes pénznemekből és lejáratokból adódó kockázatok. A kötvénypiacok nyitottságát tekintve eltérések figyelhetők meg: míg egyes elsődleges piacok nyitva állnak a külföldi kibocsátók előtt, addig mások (például Kína, India vagy Új-Zéland) a kvázi-kormányzati kibocsátókra támaszkodnak. *Gormley et al. (2006)* szerint az 1998-as dél-koreai válságban a kötvénypiacról bevont források adták a vállalati finanszírozás szinte teljes egészét, ami hozzájárult ahhoz, hogy a háztartások is megjelenhessenek a vállalatok közvetlen finanszírozásában. A szerzők a vállalatikötvény-piac válság alatti szerepét leginkább egy pótkerékhez hasonlítják, habár hangsúlyozzák, hogy a kötvénypiac nyújtotta forrásbevonási lehetőség elsősorban a nagyvállalatok számára volt nyitott, aminek következtében egy, a hitelpiacnál jóval koncentráltabb piac alakult ki. A válságból adódó tanulságokat levonva a 2000-es évek eleje óta az ázsiai döntéshozók számos országban felfigyeltek a vállalati kötvényekre, felismerték, hogy egy erős pénzügyi rendszernek többféle finanszírozási csatornára van szüksége, amelyben a bankok és más típusú befektetők versengenek a hitelfelvevőkért. Ahogyan azt az ázsiai pénzügyi válság is bemutatta, a hitelezői pánik a rövid távú hitelpiacokat sújtja, a vállalatikötvény-piac viszont jelentős, hosszú távú finanszírozást biztosíthat a gazdaság számára, így a vállalati kötvények elsődleges piaca szükségszerűen és számottevően növekedett.

A kötvénypiac válságok után megfigyelt dinamikus bővülése egyúttal felvetette a fenntarthatóság kérdését is. *Lund et al. (2018)* a globális adósságállomány 2008 óta tartó folyamatos növekedését vizsgálta. A vállalatikötvény-kibocsátások 2,5-szeresükre növekedtek az elmúlt évtizedben, aminek révén számos országban egy széleskörűbb és mélyebb piac jött létre. Ahogyan arra más tanulmányok is rámutattak, a pénzügyi válság óta számos nagyvállalat mozdult el világszerte a kötvényfinanszírozás felé, mert a kereskedelmi bankok visszafogták a hitelezést. A kutatás megjelenésekor a globális vállalati adósság mintegy 20 százaléka testesült meg kötvények formájában, ami közel duplája a 2007-es aránynak. A tanulmány írói szerint a vállalatikötvény-piac mélyülése, valamint a vállalati finanszírozás diverzifikációja pozitívan hat a globális pénzügyi piacokra, azonban kockázatokat is rejt, ugyanis a befektetésre nem javasolt kategóriájú kötvények állománya csaknem megduplázódott 2007 és 2017 között, a fejlett országok társaságainak esetében elérve az 1,7 billió dollár értéket. A tanulmány kiemelte továbbá azt is, hogy 2018 és 2022 között rekord nagyságú kötvényállomány jár le, így a megújítási kockázat korábban nem látott méreteket ölthet. A tanulmány azt is feszegeti, hogy a globális vállalatikötvény-piac mérete tovább fog-e emelkedni a hitelciklus fordulatát és a kamatlábak emelkedését követően. Noha számos kockázat árnyalja az összképet, mégis jelentős mozgástér áll rendelkezésre a további növekedéshez, ugyanakkor ennek megvalósulásához mind a hitelintézeteknek, mind a szabályozási keret megalkotóinak alkalmazkodniuk kell a változó körülményekhez. Azok a bankok, amelyek eddig a nagyvállalatok hitelezésére koncentráltak, most inkább a KKV-kra és az egyénekre összpontosíthatnak, emellett javítaniuk kell a jegyzési és hitelbírálati képességeiket, és növelniük a költséghatékonyságukat. A tanulmány mintegy ajánlasként megfogalmazza, hogy a politikai döntéshozók és szabályozók ösztönözzék az elektronikus kereskedési platformok felé történő elmozdulást, várják el a transzparenciát a vállalati beszámolókból, és kísérik figyelemmel az esetleges rendszerszintű kockázatokat.

3. A vállalatikötvény-piac globális és regionális helyzete

3.1. A nemzetközi kötvénypiac helyzete

Az elméleti háttér bemutatását követően érdemes megvizsgálni, hogy a globális szinten jelentős gazdaságok mennyiben támasztják alá a tanulmányokban megfogalmazott állításokat, azaz milyen folyamatok olvashatók ki a nemzetközi vállalatikötvény-piac alakulásából az elmúlt évtizedekben. 2020 végére a nem pénzügyi vállalatok által globálisan kibocsátott kötvényállomány a BIS adatai szerint elérte a történelmi csúcst jelentő 17 billió dollárt. A dinamikus növekedés a 2008-as globális pénzügyi válság óta tart, 2019 és 2020 során az állomány összesen közel 3,4 billió dollárral nőtt. A folyamatot érdemben támogatták a vezető jegybankok monetáris politikai eszköztárában mind a piacépítő, mind a Covid19-válság nyomán válságkezelő elemként szereplő kötvényvásárlási programok. A jelentős

adósságállomány ugyanakkor veszélyeket is hordoz, hiszen – ahogy arra *Çelik et al.* (2020) is felhívja a figyelmet – a jelenlegi adósságstruktúra változásában négy negatív trend azonosítható: gyengébb az átlagos kötvényminőség, magasabb a refinanszírozási kockázat, hosszabb a futamidő, illetve gyengébb a befektetői védelem. A megváltozott adósságállomány-összetétel, különösen a koronavírusjárvány-helyzet miatti gazdasági visszaesés globálisan problémát okozhat a vállalati szektorban. Egyrészt kérdést vet fel, hogy amennyiben a jelenlegi alacsony hozamkörnyezet megváltozik, a csődkockázatok mennyire fognak emelkedni, másrészt a feltörekvő piacok globális vállalatikötvény-állományon belüli arányának növekedése az átlagos kötvényminőség további romlását vonhatja maga után. Az átlagos hitelminősítés és a csődráták között természetesen pozitív, szoros összefüggés van. *Vazza et al.* (2019) kiemeli, hogy míg a AAA, AA és A minősítésű kötvények esetében 2009 és 2018 között nem fordult elő nemfizetés, és a BBB minősítésű instrumentumok tekintetében is csupán 0,06 százalékos csődráta figyelhető meg, addig a 2018-as évet vizsgálva a B minősítésűek 0,98 százaléka, a CCC/C kategóriának pedig 27,2 százaléka volt nemteljesítő.⁴ Tovább erősíti az összefüggést az a tény, hogy 2018-ban az összes, S&P által minősített nemfizető kötvény a spekulatív, nem befektetésre ajánlott kategóriába tartozott, 87,5 százalékuk B-, vagy annál alacsonyabb minősítéssel rendelkezett az év elején.

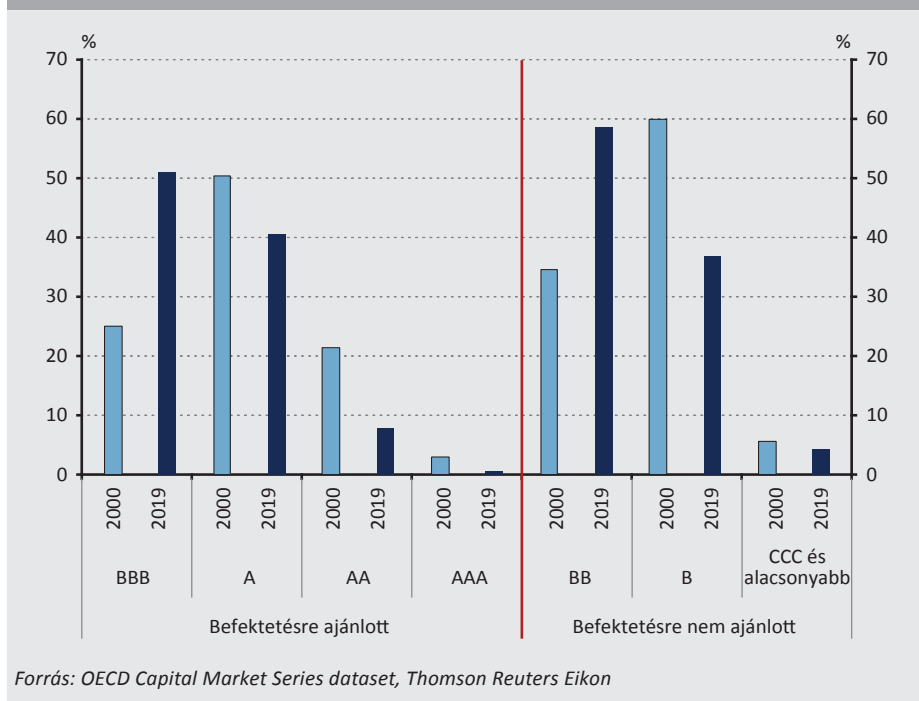
Ennek tükrében különösen feltűnő, hogy míg a 2000-es évek elején 30–35 százalék körül alakult a BBB minősítésű kötvények aránya (a BBB+ és a BBB– sávon belül), addig 2019-re már a kötvények fele a kategória alsó határát jelentő BBB– minősítéssel rendelkezett. E trenddel összhangban a legjobb minősítésű AAA kötvények aránya 1 százalék alá csökkent, miközben a AA minősítésű papírok aránya is 8 százalék alá esett. A nem befektetésre ajánlott kötvénykategórián belül a legjobb minősítésűnek számító BB kötvények aránya a 2000-es évek óta dinamikusan emelkedik, 2019 végére 60 százalékra növe a 2000 elején mért 30 százalékról (1. ábra). Ennek háttérében az állhat, hogy több BB alatti kibocsátó elhagyta a kötvénypiacot, és a tőkeáttételes hitelpiacra tért át a 2008-as pénzügyi válságot követően. A kötvénypiacon egy esetlegesen bekövetkező leminősítési hullám jelentős problémákat okozhat, mivel amennyiben egyes kötvények átkerülnek a befektetésre nem ajánlott kategóriába, számos intézményi befektető a konzervatívabb befektetési politikája miatt eladási kényszerbe kerülhet. Ez a magatartás ugyanakkor a Covid19-járvány alatt mérséklődött, mivel több jegybank is úgy alakította ki kötvényvásárlási programjának célcsoportját, hogy figyelembe vegye a pandémia okozta leminősítések hatását is. A gyengébb minősítésű kötvények növekedésével összhangban a befektetők fokozottabb védelme is előtérbe került, ami különösen fontos tényező az alacsony hozamkörnyezetben. A befektetésre ajánlott kategórián belül a kovenánsok által védett kötvények aránya az USA kötvénypiacán 15–20 százalék körül alakult

⁴ 2018-ban a BB minősítésű kötvények közül nem került ki nemfizető papír.

az elmúlt években. Ezzel szemben a nem befektetésre ajánlott kötvényeknél 2000 és 2012 közötti időszakban fokozatos csökkenés tapasztalható a kovenánssal ellátott kötvények arányánál (47 százalékról 30 százalékra), azonban a válság utáni években már emelkedett a ráta. 2019 végén a befektetésre ajánlott kategóriában tapasztalt értékhez képest érdemben magasabban, 38 százalékon állt a mutató. Ezen kovenánsok jelentős része a vállalat eszközeinek értékesítésére, valamint a további eladósodottsággal állnak összefüggésben (Çelik et al. 2020). A vállalati kötvények kockázatának növekedése miatt felértékelődött a vállalatok transzparens működésének jelentősége, és a vállalatok kockázatát objektíven, függetlenül leíró hitelminősítések szerepe.

1. ábra

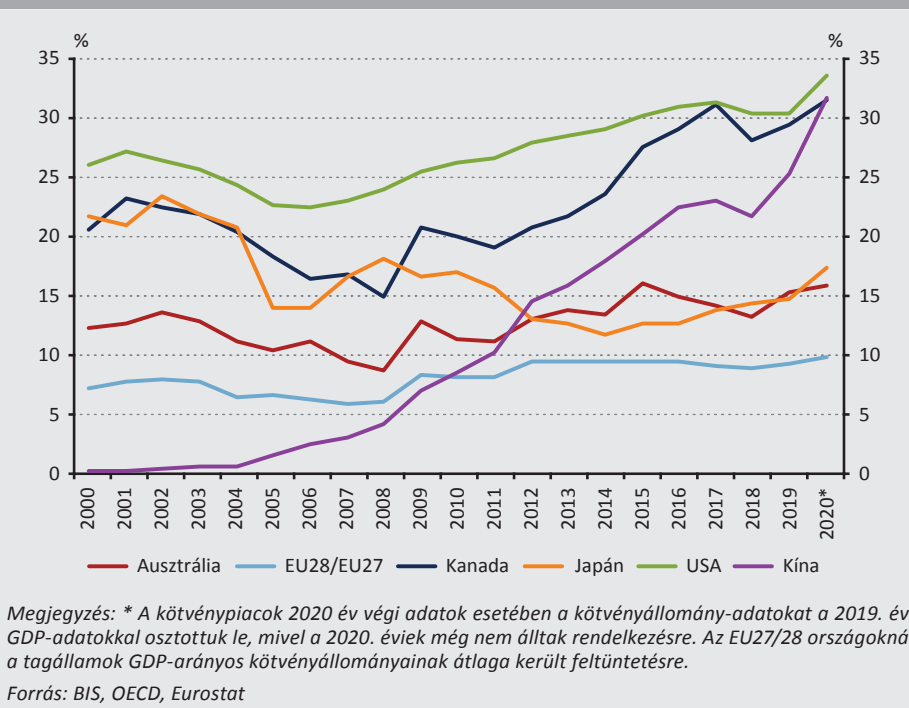
A vállalati kötvények hitelminősítésének megoszlása a globális piacon



Egy adott ország vállalatkötvény-piaci méretének meghatározására az egyik leggyakoribb mutatószám a kötvények összesített állományának GDP-hez viszonyított aránya, mivel ennek segítségével hatékonyan nyomon követhető, hogy a piaci állomány aránya milyen mértékben változik a gazdaság egészéhez képest. Azt a feltevést, hogy a vállalati kötvények aggregátuma világszerte egyre nagyobb a bruttó hazai termék arányában, a BIS és az Eurostat⁵ vonatkozó adatai is megerősítik (2. ábra).

⁵ Forrás: A Bank of International Settlements (BIS) adatbázisa (<https://stats.bis.org/statx/srs/table/c1>) és az Eurostat adatbázisa (https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=nasq_10_f_bs&lang=en)

2. ábra
A vállalatikötvény-állomány GDP-arányos alakulása a világ vezető gazdaságaiban



Japán kivételével az 5 legnagyobb vállalatikötvény-piaccal rendelkező országban és az EU-ban a válság előtti 7–8 évben a GDP-arányos vállalatikötvény-állomány csökkenő trendet mutatott, a tendenciát a 2008-as globális válság törte meg, ami után, bár eltérő dinamikában, de összességében mindegyik jelentősebb kötvénypiacon nőtt a nem pénzügyi vállalatok kötvényeinek állománya. A globális vállalatikötvény-állomány növekedésében jelenleg Kína játssza az egyik legfontosabb szerepet. Az ázsiai nagyhatalom GDP-arányos vállalatikötvény-állománya a 2000-es években még elhanyagolható, 1 százalék alatti értékről a 2008-as válságot követően kezdett dinamikus növekedésbe, 2020 végére pedig már meghaladta a 4,5 billió dollárt, vagyis a GDP 32 százalékát. A dinamikus növekedés háttérében döntően az állami vállalatok kötvénykibocsátásai állnak. Az ázsiai vállalatikötvény-piacon Kína mellett dél-koreai, malajziai és szingapúri vállalatok is aktívnak mutatkoznak. A feltörekvő ázsiai országokhoz képest lassabb dinamikával, de a vállalatikötvény-állomány szintén bővült a feltörekvő latin-amerikai országokban, ami alapvetően a brazil, mexikói és chilei vállalatok értékpapírjainak forgalomba hozatalához kötődik.

Az angolszász országokban a tőkepiaci finanszírozás hagyományosan elterjedt a vállalatok forrásbevonásában. A vállalati kötvények nagysága a GDP-hez mérten az Egyesült Államokban a legnagyobb, 2020 végére meghaladva a 34 százalékot, ami megközelítőleg 8 százalékponttal magasabb a 2000-es értéknél. Nagyjából hasonló arány figyelhető meg Kanada esetében is, ahol azonban a 2008–2009-es gazdasági válság idején visszaesett a kötvényállomány, a 2000-ben mért 21 százalékos értékről 15 százalékra. Ezt követően azonban jelentős növekedés figyelhető meg: a vállalatikötvény-adósság aránya a GDP-hez mérten 2015 óta 30 százalék körüli szinten mozog, 2020-ban historikus csúcstól jelentő 32 százalékot tett ki. A többi angolszász országhoz képest jóval alacsonyabb az ausztrál vállalatikötvény-volumen GDP-hez viszonyított aránya, valamint az elmúlt 20 évben nem is volt megfigyelhető jelentős növekedés. A 2000-ben 12 százalékos érték 2020 végére 16 százalékra emelkedett, azonban az idősróban – a kanadai példához hasonlóan – kisebb törést okozott 2008-ban a pénzügyi válság.

Az előbb bemutatott fejlett országok példájával szemben Japán kivételnek tekinthető, ugyanis a vállalati kötvények aránya a GDP-hez mérten csökkenő trendet mutat: a 2000-ben megfigyelt 22 százalékos értékről a vizsgált időszak végére 18 százalékra csökkent a mutató. Ennek oka, hogy a japán vállalati forrásbevonásban alapvetően a banki hitelezés dominanciája figyelhető meg, habár a pandémiás vészhelyzet kezdete óta a japán vállalati szektor ismét némileg nagyobb mértékben támaszkodik a kötvénypiacról történő finanszírozásra.

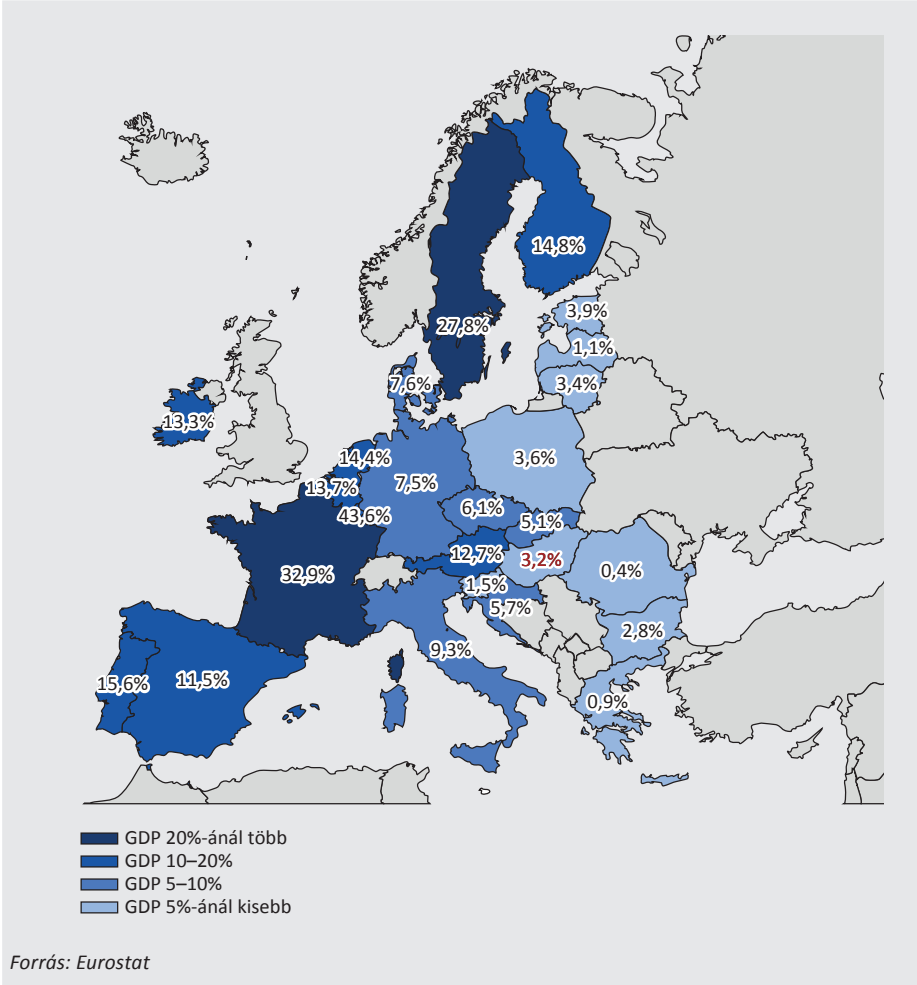
Az Európai Unió 28 országának tekintetében a GDP-arányos vállalatikötvény-állomány a szóban forgó 20 éves periódusban kis mértékben, 7 százalékról 10 százalékra emelkedett 2020 végére. Ez az arány a japán és az ausztrál értékekhez hasonló, de jelentősen elmarad az USA, Kanada, valamint Kína piacainak méretétől.

3.2. Az európai uniós kötvénypiac helyzete

Az Európai Unión belül az egyes tagállamok kötvénypiacainak fejlettsége jelentős különbséget mutat: míg egyes országokban a kötvényállományok mérete a GDP 30 százaléka körül mozog, addig a kelet-közép-európai tagállamokban és a balti térségben jellemzően 5 százalék alatti a mutató (3. ábra). Az európai uniós országokat megvizsgálva kirajzolódik, hogy a gazdasági fejlettség és a vállalatikötvény-piac mérete között pozitív kapcsolat figyelhető meg. A fejlett, magasabb egy főre eső GDP-vel rendelkező országokban a vállalati eladósodottság is jellemzően magasabb, vagyis a tőkepiac aktívabb használata figyelhető meg. A pozitív kapcsolat ellenére találhatunk olyan országokat az EU-ban, ahol a fejlettséghez viszonyítva a kötvénypiac aránya alacsonyabb, vagy magasabb: Németországban és Dániában a kötvénypiac 7–8 százalékos GDP-arányos mérete relatíve alacsonynak számít, miközben a Portugáliában mérhető 16 százalékos szint messze meghaladja a hasonló fejlettségű országokban tapasztalható értéket.

3. ábra

Az EU-tagállamok nem pénzügyi vállalati kötvényállományának GDP-arányos mérete (2020)



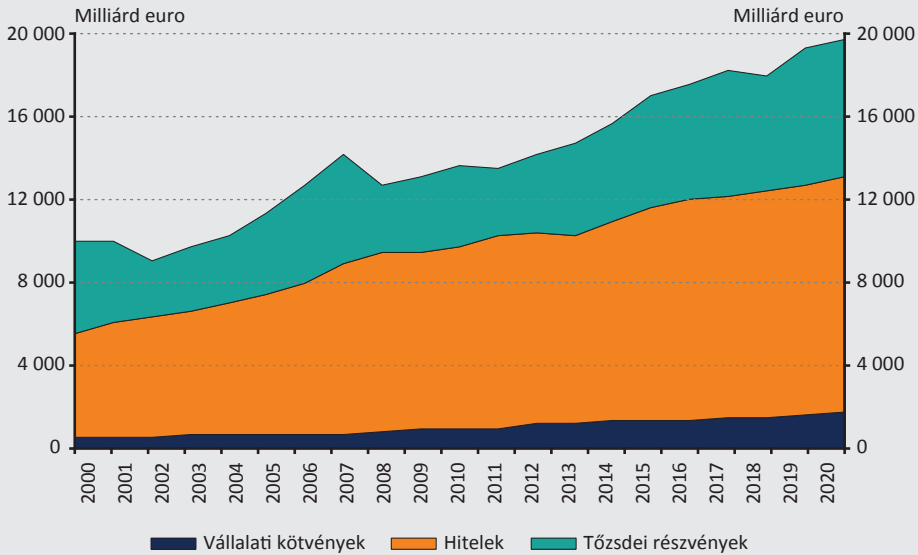
A kötvénypiac fejlettsége két országban kiemelkedő mértékű: 2020 végén Franciaországban és Svédországban a nem pénzügyi vállalatok kötvényállománya a bruttó hazai termék 33, illetve 28 százalékát is megközelítette.⁶ A francia kötvénypiacon jellemzően a részben állami tulajdonú vállalatok és a multinacionális nagyvállalatok aktívak, míg Svédországban a regionális kormányzati és önkormányzati tulajdonban lévő kibocsátók aránya nagyobb, mint a többi piacon. A teljes Európai

⁶ Az EU legfejlettebb kötvénypiacával Luxemburg rendelkezik, ahol a vállalati kötvények állománya 2020 végén a GDP 44,6 százalékával volt egyenértékű, ugyanakkor nominálisan számítva a helyi piac mérete nem tartozott az uniós tagállamok élmezőnyébe.

Unióban 10 százalék, míg az euroövezeti országok tekintetében átlagosan 14,9 százalék a vállalati kötvények aránya a GDP-hez mérten. Az EU átlaga feletti fejlettséggel rendelkező kötvénypiacok jellemzően a nyugati és a skandináv országok piacai közül kerülnek ki.

A vállalatikötvény-piac felértékelődésének vizsgálatához érdemes szemügyre venni a vállalatok forrás szerkezetének időbeli alakulását. A kötelezettségek szerkezete ugyanis megmutatja, hogy a társaságok számára milyen hitelezési lehetőségek adóttak: a vállalatok finanszírozásában mekkora a hitelezők és a tulajdonosok egymáshoz viszonyított aránya, illetve mekkora a tőkepiaci forrásbevonás jelentősége. Ha kimondottan az eurozóna országaiban vizsgáljuk a bankhitel és kötvénypiac alakulását, az elmúlt két évtizedben az rajzolódik ki, hogy míg a hitelállomány dinamikusan bővült 2008-ig, addig a kötvénypiac jellemzően stagnált. A válság éveiben a hiteltranzakció jelentősen visszaesett, és a válságot követő 5–6 évben döntően negatív tartományban volt, vagyis a hitelállomány mérséklődött. Ezzel szemben az eurozóna kötvénypiacának dinamikus bővülése következtében a korábbi 600–700 milliárd euróról 2020 végére 1 700 milliárd euro közelébe emelkedett. Szembetűnő az is, hogy míg a válság óta a kötvénypiac finanszírozói szerepe folyamatos és stabil növekedést mutat, addig a tőzsdéi részvények és hitelek aránya a vállalati finanszírozáson belül sokkal hektikusabb. A vállalati kötvények állományának változása mellett elemzésre érdemes a kötvények vállalatfinanszírozáson belüli részarányának változása is. Az Eurostat adatai szerint míg 2000 végén az eurozónában a kötvények forrásoldali súlya nem érte el a 4,7 százalékot, addig 2010-ben már 6,8 százalékot tett ki, 2020-ban pedig már megközelítette a 8,7 százalékot, vagyis a kötvények jelentette hosszabb távú, stabilabb finanszírozás jelentősége egyre figyelemreméltóbb. A hitelek – mindenekelőtt a bankhitelek – természetesen továbbra is a vállalati adósságállomány legjelentősebb szejletét képezik, azonban a bankhiteleknek fontos alternatívát nyújtó tőkepiacok kiegészítő szerepe egyre intenzívebbnek mondható (4. ábra).

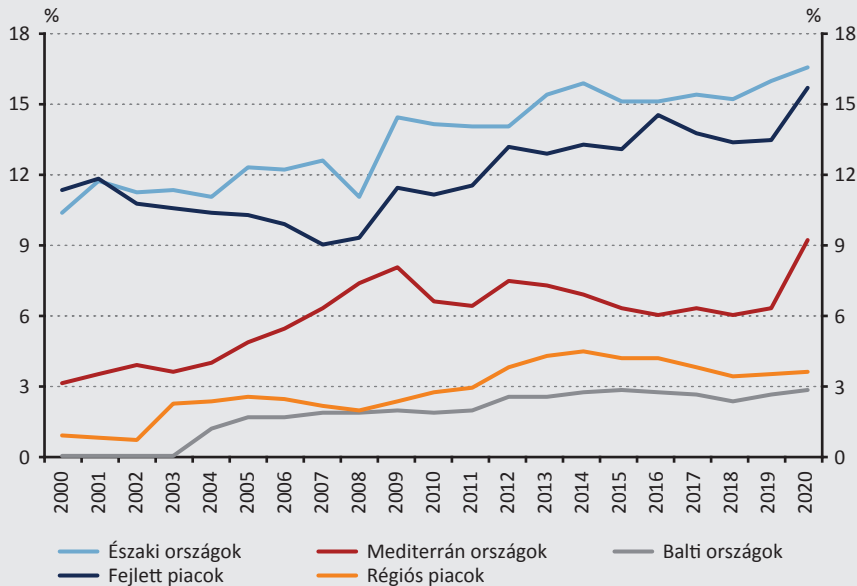
4. ábra
Az eurozónabeli székhelyű nem pénzügyi vállalatok forrásszerkezetének alakulása



Forrás: Eurostat

Az európai uniós kötvénypiac fejlődését az elmúlt 20 év adatai alapján elemezve érdekes következtetésre juthatunk. Az országok piaci öt nagy csoportba oszthatók földrajzi elhelyezkedésük és kötvénypiaci fejlettségük együttes vizsgálata révén. Az idősoros adatokon egyértelműen látszik, hogy a mediterrán országokat leszámítva szinte minden országcsoportban felértékelődött a kötvénypiac szerepe az elmúlt évtizedben, és 2020 során – elsősorban a koronavírus-járvány negatív hatásait mérséklő jegybanki kötvénvásárlási programoknak köszönhetően – valamennyi uniós régió piaca növekedni tudott (5. ábra).

5. ábra
A regionális európai kötvénypiacok méretének alakulása a GDP arányában



Megjegyzés: Balti országok: Észtország, Lettország, Litvánia; Északi országok: Dánia, Finnország, Svédország; Mediterrán országok: Görögország, Olaszország, Portugália, Spanyolország; Fejlett piacok: Ausztria, Belgium, Franciaország, Hollandia, Írország, Németország; Régiós piacok: Bulgária, Csehország, Horvátország, Lengyelország, Magyarország, Románia, Szlovákia, Szlovénia. A régiós piacok GDP-arányos mérete a számításba vett tagállamok adatainak számtani átlagaként került meghatározásra.

Forrás: Eurostat

Jelenleg a legfejlettebb régió a skandináv országok piaca, ahol a kötvénypiaci állományok átlaga a GDP 17 százalékát is megközelíti, és a fejlődés mértékét tekintve is a térség piaci léptek előre a legnagyobbat: a GDP-hez viszonyított régiós arány 2000-ről 2020 végére 6,3 százalékponttal növekedett. A fejlett piacokon a 2000-es évek elején a kötvénypiac visszaesése volt tapasztalható, amely a 2008-as gazdasági válságig tartott, azóta a GDP-arányos állománybővülés kisebb megszakításokkal ugyan, de folyamatos. A mediterrán piacok a többi régióval ellentétes fejlődési pályát jártak be: míg a vállalati kötvények állománya a globális krízisig intenzív növekedést mutatott, addig a válság után – döntően a görög kötvénypiac összeomlásának, valamint a portugál piac 2013-tól kezdődő összezsugorodásának köszönhetően – mérséklődött a kötvénylvolumen. A balti országok és a régiós piacok országai esetén a kötvénypiac beindulása figyelhető meg a vizsgált időszakban. Míg a 2000-es évek elején 1 százalék alatt volt a vállalatikötvény-piacok mérete, addig 2020 végére átlagosan 3,6 százalékra növekedtek. A kontinensre 2020 elején begyűrűző koronavírus-járványból fakadó gazdasági nehézségekre Európa számos jegybankja reagált célzott vállalatikötvény-vásárlási program elindításával, ami jelentősen hozzájárult ahhoz, hogy 2020-ban valamennyi vizsgált országcsoporthoz GDP-arányosan számított

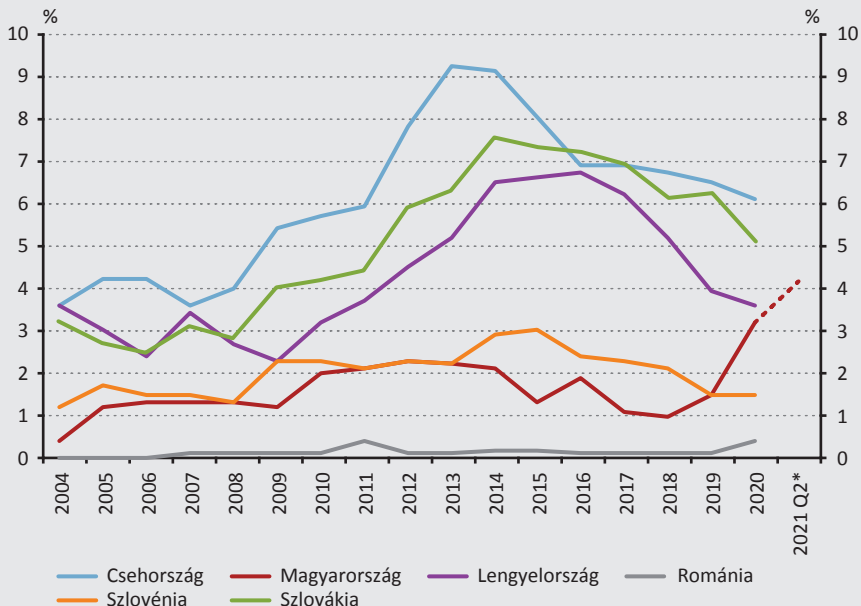
átlagos piaca növekedni tudjon, sőt a mutató a közép-európai térség piacait leszámítva az összes régióban az elmúlt 20 év legmagasabb értékén álljon.

3.3. A közép-kelet-európai régió kötvénypiacának helyzete

A régiós országok kötvénypiacának részletesebb vizsgálatához az elemzés körébe a V4 országok mellett a román és a szlovén piac is bevonásra került. A GDP-arányos vállalati kötvényvolumen alapján a cseh, szlovák és lengyel kötvénypiac a legfejlettebb, de az elmúlt két év növekedésének köszönhetően a magyar kötvénypiac is megközelítette a régiós piacok átlagát (6. ábra). A szlovén piac az átlagnál némileg alacsonyabb, míg a román piacon a kötvénypiac fejletlen, szinte egyáltalán nem történik rajta kötvénykibocsátás. A számításba vett országokat *Iorgova és Ong (2008)* a kontinens fejlődő piacaként is emlegeti, mivel e tagállamok piaci mechanizmusainak, tőkepiaci szabályozói keretrendszerének kiépülése csak az 1990-es évek elején kezdődött meg. Habár azóta a térség piaci számottevő bővülésen mentek át, amint arra az *Európai Bizottság (2017)* kötvénypiaci elemzése is rámutat, a régió kötvénypiacát még mindig a centrumországokhoz képest alacsonyabb fejlettségi fok jellemzi, ahol a kibocsátók zöme első ízben jelenik meg a kötvénypiacon, illetve sok potenciális kibocsátó még csak ismerkedik a kötvénypiacon keresztüli forrásbevonás folyamatával.

6. ábra

A közép-kelet-európai régió kötvénypiacainak fejlődése a GDP arányában



Megjegyzés: * A magyar kötvénypiac méretének a 2021 második negyedévének végére vonatkozó értéke a jegybank becslései alapján került megállapításra.

Forrás: Eurostat, MNB

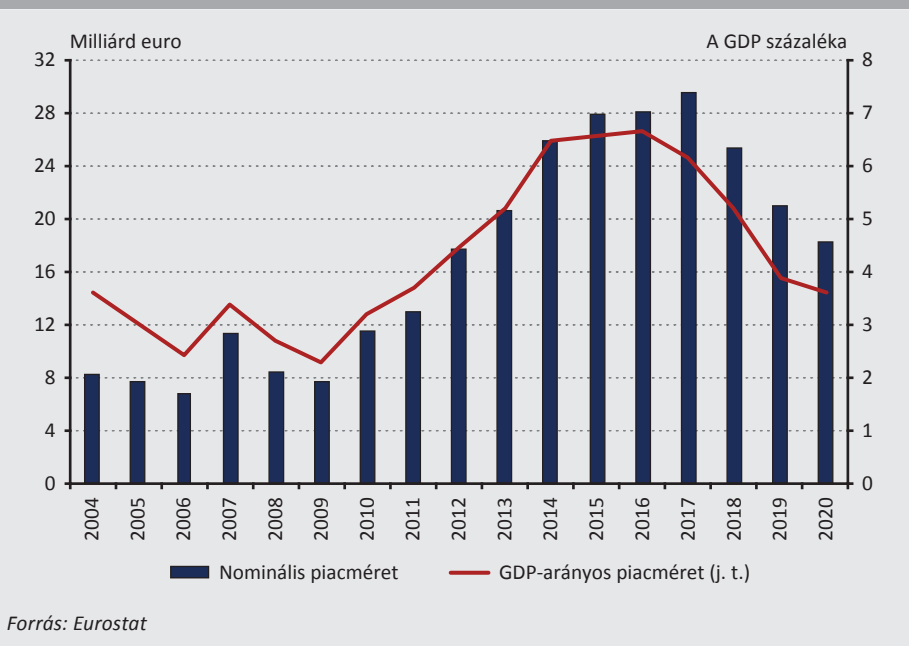
A 2008-as válságot követő években a kötvénypiac szerepe jelentősen emelkedett a cseh, szlovák és lengyel piacon, a kötvényállomány GDP-hez viszonyított aránya ezekben az országokban több mint duplájára nőtt. Mindhárom piacon megfigyelhető, hogy az elmúlt években a kötvénybocsátási kedv alábbhagyott, aminek háttérében egyrészt a vállalatok számára rendelkezésre álló bankhitelek kedvező kamatai, valamint a GDP hatás állhatott. A cseh piacon a csúcsot jelentő 9,2 százalékról 6,1 százalékra, a szlovák piacon 7,5 százalékról 5,1 százalékra, míg a lengyel piacon 6,7 százalékról 3,6 százalékra esett vissza az arány az elmúlt években. A szlovén és a magyar piacon ilyen mértékű volatilitás nem volt megfigyelhető, a válság következtében mindkét országban átmenetileg nőtt a kötvénypiac szerepe. Ám míg Szlovénia esetében 2020 végére a GDP-hez viszonyított arány csak minimálisan haladta meg a válság idején lévő szintet, addig a magyar kötvénypiac – elsősorban az MNB Növekedési Kötvényprogramjának nyomán – tartós növekedést produkálva 2020 végére a historikus csúcsot jelentő 3,2 százalékon állt. Becsléseink szerint 2021 júniusának végére a magyar piac megközelíthette a GDP 4,2 százalékát, ami csak 0,3 százalékponttal marad el a V4-országok átlagától.

3.3.1. Lengyel kötvénypiac

A lengyel vállalatok által kibocsátott kötvények állománya 2020 végén 18,3 milliárd euróra volt tehető, mely az ország GDP-jének 3,6 százalékával egyenértékű, vagyis Lengyelország nominálisan a közép-kelet-európai régió legnagyobb piacát mondhatja magáénak. A lengyel vállalatikötvény-piac a legintenzívebb növekedést a 2008–2009-es gazdasági válságot követő időszakban élte meg (7. ábra), amiben jelentős szerepet játszott az első hitelinstrumentumok számára szervezett lengyelországi piac, a Catalyst-rendszer 2009-es bevezetése. A Varsói Tőzsde (WSE) két kiskereskedelmi piacot üzemeltet, a BondSpot pedig két nagykereskedelmi piacot működtet a Catalyst struktúrában. A tőzsdének és a BondSpot-nak egyaránt dematerializált pénzügyi instrumentumai, így például vállalati kötvényei vannak. A tőzsde által szabályozott kiskereskedelmi piacon legalább 200 ezer eurót kell elérnie a kötvénykibocsátásnak, míg a BondSpot által működtetett nagykereskedelmi piacon ez a belépési küszöb 5 millió zloty (kb. 1,08 millió euro).⁷

⁷ 2021. szeptember 21-i árfolyamon számolva

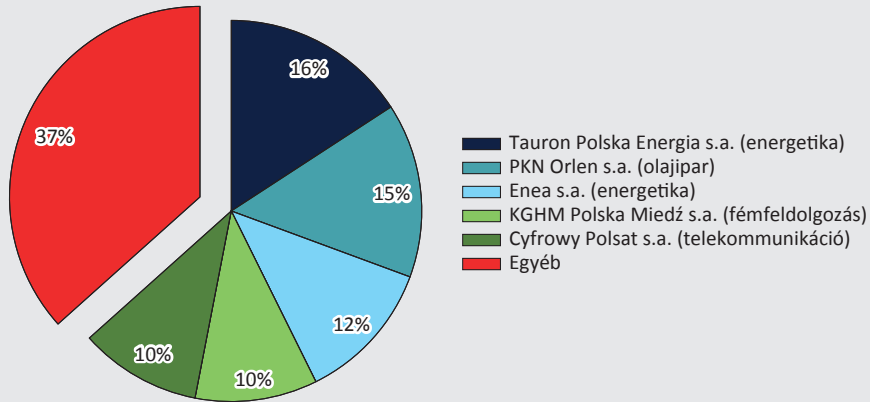
7. ábra
A lengyel nem pénzügyi vállalatok kötvényállományának alakulása



A Bloomberg kötvényadatbázisa⁸ szerint az aktív lengyel vállalati kötvények állománya szinte kizárólag zlotyban denominált, a papírok 75 százaléka változó kamatozású, 54 százaléka bullet típusú tőketörlesztéshez kapcsolódik. Az értékpapír-sorozatok átlagos kibocsátási névértéke (35 millió euro) és átlagos futamideje (7,1 év) regionális viszonylatban alacsonynak számít. A lengyel piacot a térségbeli országok összevetésében alacsonyabb kibocsátói és ágazati koncentráció jellemzi. Az ország legnagyobb vállalatikötvény-kibocsátójának minősülő energetikai konszern, a Tauron Polska s.a. a teljes piaci állománynak mindössze 15 százalékát adja, és az öt legnagyobb kibocsátó is „csak” a piac 63 százalékát fedi le úgy, hogy ezen vállalatok egymáshoz képesti piaci részesedése között sincsen drasztikus különbség. A kötvénypiaci állomány több mint 50 kibocsátóhoz kapcsolódik, vagyis az értékpapírpiacon keresztüli forrásbevonással a nagyvállalatok tágabb köre él, mint más régiós tagállamokban. A kötvénypiac ágazati megbontásában kiemelt pozíciója van a közműszolgáltatásoknak és energetikának, összesen 38 százalékos részesedéssel, a távközléshez és telekommunikációhoz a lengyel vállalatikötvény-állomány 16 százaléka, a kőolajfinomításhoz, valamint a bányászathoz és fémfeldolgozáshoz pedig 10–10 százaléka kötődött (8. ábra).

⁸ a 2021. április 1-jei lekérdezés szerint

8. ábra
A lengyel vállalatikötvény-piac legnagyobb kibocsátóinak piaci részesedése

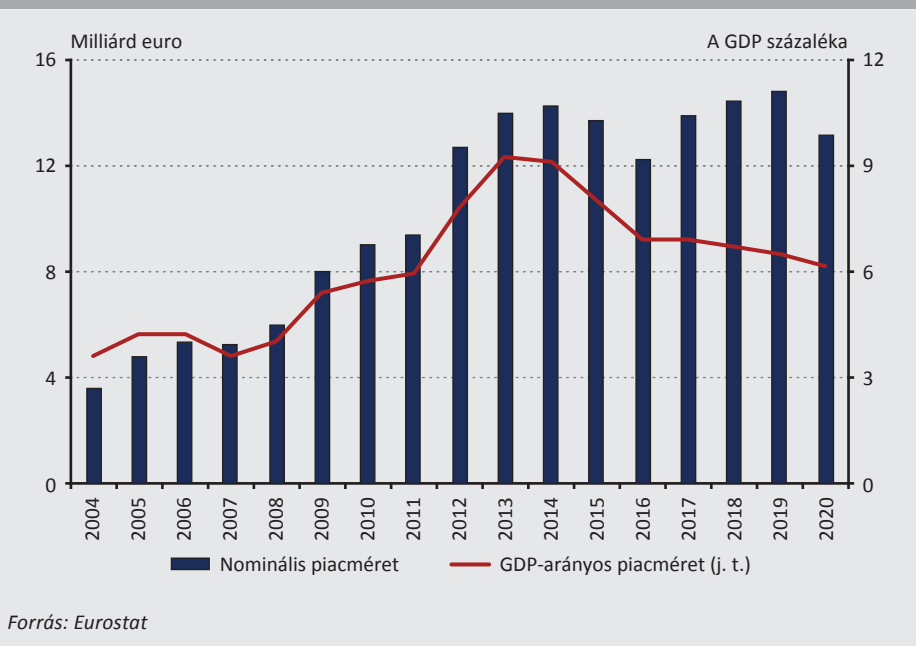


Forrás: Bloomberg

3.3.2. Cseh kötvénypiac

A csehországi székhelyű nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott vállalati kötvények állománya 2020 végén meghaladta a 13 milliárd eurót, és 6,1 százalékos GDP arányos méretével a cseh kötvénypiac minősült a régióban a legfejlettebbnek. A vállalati kötvények állománya a 2008–2009-es gazdasági világválságot követően indult szignifikáns növekedésnek, és a piac 2013 végére érte el GDP-arányos méretének csúcsát (9,2 százalék), míg nominálisan számítva 2019-ben volt a legnagyobb (14,8 milliárd euro). A kötvényállomány nominális növekedése ellenére az erőteljes GDP-hatás miatt a piac bruttó hazai termékhez viszonyított aránya a 2013-as csúcs óta folyamatosan csökken. A 2020-as év a kötvénypiac zsugorodását hozta, ám az év végén mért 13,1 milliárd eurós értékpapírállomány még így is 3,5-szerese a 2004 év végi piacméretnek (9. ábra). Megállapítható, hogy a kötvénykibocsátáson keresztül forrásbevonással jellemzően a nagyvállalatok egy szűk köre él csak. A jelenség okát a cseh pénzügyminisztérium az információs korlátoknak, a KKV-szektorra jellemző pénzügyi tudáshiánynak és a szegmensre jól targetált, kedvező feltételek mellett igénybe vehető bankhiteleknek tulajdonítja (*Ministry of Finance of the Czech Republic 2018*).

9. ábra
A cseh nem pénzügyi vállalatok kötvényállományának alakulása

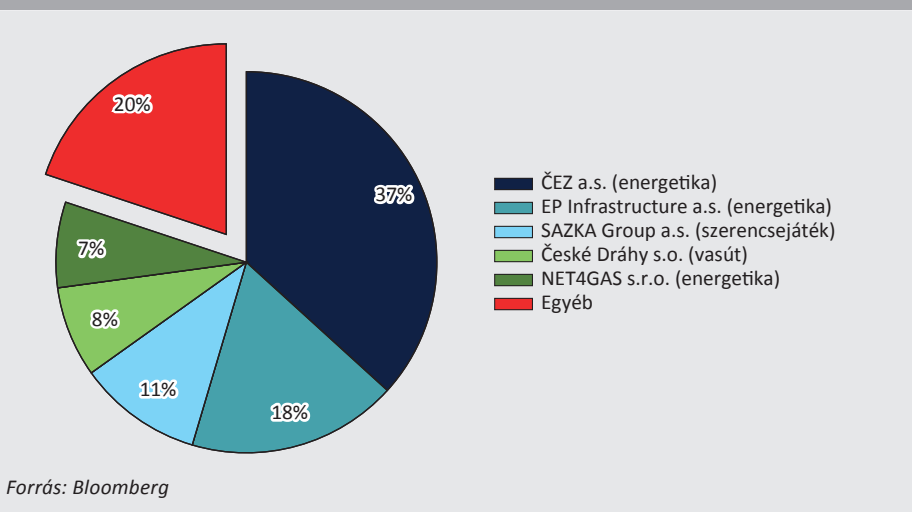


A Bloomberg adatai szerint a cseh vállalatikötvény-piacon a külföldi devizában denominált, fix kamatozású kötvények vannak többségben, melyek a régiós piacok átlagánál hosszabb futamidővel és nagyobb átlagos kibocsátási névértékkel rendelkeznek. A piaci kötvényállomány 74 százaléka euróban denominált, és mindössze 18 százaléka került forgalomba cseh koronában. A kamatozás típusa szerinti megbontásban a fix kamatozású értékpapírok az állomány 90 százalékát teszik ki, a tőketörlesztés típusa szerinti megbontásban pedig 46 százalék a bullet értékpapírok részaránya. A cseh vállalati kötvények kibocsátáskori átlagos futamideje 9,6 év, mely érdemben meghaladja a lengyel piac értékpapírjainak azonos mutatóját. A cseh vállalati kötvények átlagos kibocsátási névértéke 178 millió euro, mely ötszöröse a lengyel piacot jellemző átlagos kibocsátási méretnek.

A csehországi székhelyű nem pénzügyi vállalatok piacát rendkívül erős kibocsátói és ágazati koncentráció jellemzi (10. ábra), a legnagyobb kibocsátónak minősülő, meghatározó állami részesedéssel rendelkező energetikai vállalat, a ČEZ a.s. 18 kötvénysorozat révén pedig 37 százalék piaci részesedéssel rendelkezett. Az 5 legnagyobb kibocsátó a kötvénypiaci állomány négyötödét teszi ki. A kibocsátások ágazati megoszlásából a jelentős beruházási igénnyel működő szektorok kötvénypiaci aktivitása olvasható ki. Az energiatermelés és a közmu­szolgáltatások piaci részaránya megközelíti a teljes állomány 70 százalékát, míg a szerencsejáték szegmens – egy

10. ábra

A cseh vállalatikötvény-piac legnagyobb kibocsátóinak piaci részesedése



kibocsátó kötvényeinek köszönhetően – 11 százalékos részesedést mondhat magáénak. A cseh vállalatikötvény-piac a vizsgálat időpontjában 38 kibocsátó értékpapírjaiból tevődött össze.

4. A jegybankok vállalati eszközvásárlási programjai

A vállalati kötvények piacának alakulásában és a koronavírus-járvány jelentette válsághelyzet utáni gazdaságélénkítésben jelentős szerepet játszanak az egyes jegybanki eszközvásárlási programok, amelyek a szakemberek által már megfogalmazott strukturális problémákra reflektálva kívánnak a vállalati forrásbevonási lehetőségek feltételein javítani. Az eszközvásárlási programok lehetőséget nyújtanak a kötvénypiaci likviditás javítására, a hozamfelárák csökkentésére, de legfőbb céljuk a monetáris politikai transzmissziós csatorna hatékonyságának javítása. Utóbbi különösen fontos azon jegybankok számára, ahol inflációs célkövető monetáris rezsimet alkalmaznak. A válságkezeléshez kapcsolódóan számos jegybank bővítette a monetáris politikai eszköztárát, és többük fordult a vállalatikötvény-piachoz, hogy elsődleges és másodlagos piacon vásároljon kötvényeket. Az elmúlt időszak fényében megelőlegezhető, hogy a jegybankok gyorsan reagáltak a Covid19-járvány okozta gazdasági válságra, ez pedig a gazdasági helyreállítás hatékonyságát is érdemben fokozhatja.

4.1. Az Európai Központi Bank vállalati kötvény-vásárlási programja

Az Európai Központi Bank (EKB) 2016. március 10-én jelentette be az eszközvásárlási programja részeként a kötvényvásárlási programját (*Corporate Sector Purchase Programme, CSPP*), amelynek célja a további monetáris politikai lazítás és az euro-

ővezeti vállalatok finanszírozási kondíciójának javítása volt. A program során az EKB befektetésre ajánlott minősítésű, euróban denominált, euroővezeti nem pénzügyi vállalatok értékpírjait vásárolja elsődleges és másodpiacon egyaránt, melynek hátralévő futamideje 6 hónap és 30 év között van. Az eszközvásárlási programot a jegybank 2018-ban átmenetileg leállította, ugyanakkor a piaci folyamatok alapján a kormányzótanács 2019. november 1-től szükségesnek látta újraindítani a nettó vásárlásokat. Ezenfelül nemcsak a hagyományos APP-n (Asset Purchase Programme) belül, hanem a 2020 márciusában a pandémia miatt bejelentetett PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) keretében is vásárol az EKB vállalati kötvényt, amivel a Covid19 okozta gazdasági visszaesésre ad gyors és célzott választ.

A CSPP-program hatásaival foglalkozó *De Santis és Zaghini (2019)* 12 ezer kötvényt vizsgált, melyek kibocsátása 2013 októbere 2018 júniusa között történt. Megállapították, hogy a kötvényvásárlási program szignifikánsan hozzájárult a vállalatkötvény-piac bővüléséhez a 2016. március 10-i bejelentést követő két évben. A vizsgált kibocsátásokat két csoportba osztották: a vásárlási program követelményeinek megfelelőre, illetve nem megfelelőre, ez utóbbi a kutatás kontrollcsoportjaként szolgált. A szerzőpáros arra a következtetésre jutott, hogy az euróban történő kötvénykibocsátás valószínűsége 14 százalékkal magasabb volt abban a csoportban, amelyben a kibocsátások megfeleltek a program követelményeinek, mint a másik csoportban. Az eredmény akkor is megállja a helyét, ha a kontrollcsoportban csupán nem banki, illetve befektetési minősítésű kibocsátók szerepelnek.

Kiemelendő továbbá, hogy a piaci szereplők alkalmazkodása bizonyos esetekben már a verbális intervenció hatására megkezdődött, melyre jó példa, hogy a (benchmark) állampapírhozamhoz viszonyított kamatfelárak 2016 márciusában az Európai Központi Bank kötvényvásárlási programjának bejelentése után csökkenni kezdtek. A vállalatkötvény-piacon 25 bázispontos csökkenés volt tapasztalható a nem befektetési minősítésű kötvények tekintetében, közel 20 bázispontos a nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott kötvények, valamint 5 bázispontos mérséklődés a pénzügyi intézetek által kibocsátott vállalati kötvények esetében (*EKB 2016*).

4.2. A Bank of England kötvénykibocsátási programjának hatása

A brit jegybank a Brexit-referendum lebonyolítását követően gazdaságélénkítési célból 2016 augusztusában elindította a 10 milliárd font keretösszegű vállalati kötvénykibocsátási programját⁹, melynek keretében fontban denominált, befektetésre ajánlott minősítésű, nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott kötvényeket vásárolt. A program célja a kötvénypiaci hozamfelár csökkentése a befektetési aktivitás

⁹ A brit jegybank 2020 áprilisában a kötvénykibocsátási program keretösszegének 10 milliárd fonttal történő emeléséről döntött, így az új keretösszeg 20 milliárd font. <https://www.bankofengland.co.uk/markets/market-notice/2020/asset-purchase-facility-additional-corporate-bond-purchases>. Letöltés ideje: 2020. június 19.

növelésén keresztül, ami vonzóbbá teszi a kötvényekből történő finanszírozást, és kibocsátásra ösztönzi a vállalatokat. A fontban denominált kötvények számának növekedése mellett – hasonlóan az EKB programjához – a bejelentést követően a kötvények állampapírhoz viszonyított felárában szignifikáns csökkenés volt látható. *Boneva szerzőtársával (2018)* a kötvénykibocsátási program kötvénypiaci hozamfelárakra gyakorolt hatását vizsgálta. A fontban denominált vállalati kötvények felára a kockázatmentes állampapírhoz képest 13–14 bázisponttal csökkent ugyanazon vállalatok dollárban, illetve euróban denominált kötvényeihez képest, de a kötvényvásárlási program feltételeit nem teljesítő, ám befektetésre ajánlott fontkötvények hozamai is csökkentek, tehát ez az állomány is részesült a jegybanki program kedvező hatásaiból.

2021 májusában a *Bank of England (2021)* Monetáris Tanácsa felkérte az intézmény vezetését, hogy vizsgálja meg, hogy árstabilitásra vonatkozó elsődleges célja mellett miként tudná segíteni az Egyesült Királyság gazdaságának klímasemleges átalakulását. A jegybank e törekvések részeként vállalatikötvény-portfóliójának zöldítését jelentette be, vitairatot téve közzé a fenntarthatósági kötvények relevanciáját növelő elvekről és eszközökről.

4.3. További vállalatkötvény-vásárlási programok indítása az elmúlt időszakban

2020 májusában a Covid19 okozta gazdasági válság leküzdésének és a piaci likviditás növelésének céljából a Fed elindította kötvényvásárlási programját, melynek során főként befektetésre ajánlott minősítésű vállalati kötvények és kötvény-ETF-ek vásárlására biztosított hitelt a US Treasury által alapított különleges célú gazdasági egységeken (SPV) keresztül, melynek köszönhetően a megvett papírok nem a Fed mérlegébe kerültek. A program bejelentésének hatására a vállalati kötvény-spreadek csökkenni kezdtek, habár még mindig a Covid19 előtti szint felett vannak.¹⁰ További pozitívum, hogy a 2020. március 17. és május 19. között kibocsátott, befektetésre javasolt kötvények értéke 675 milliárd dollárt tett ki, ami 100 milliárd dollárral haladta meg a 2019 első felében kibocsátott összeget. A vállalatok hitelcélok tekintetében a kibocsátásból származó bevételek döntő többségét általános likviditási célokra, valamint refinanszírozásra fordították (*S&P Global 2020*). A trend folytatódott az év későbbi részében is: a 2020-as évben, már szeptemberben, mind a befektetésre ajánlott, mind a spekulatív kategóriájú vállalati kötvények kibocsátása megdöntötte a korábbi évek rekordjait a Moody's jelentése szerint (*Lonski et al. 2020*).

¹⁰ Forrás: <https://www.advisorperspectives.com/commentaries/2020/05/26/the-feds-corporate-bond-buying-programs-faqs>. Letöltés ideje: 2021. január 15.

2020 májusában a Bank of Canada a Fed-hez hasonlóan elindította 12 hónapos vállalati kötvényvásárlási programját, melynek során 10 milliárdos keretösszegig vásárol kanadai dollárban denominált, legalább BBB minősítésű kötvényeket a másodpiacon. A program elsődleges célja, hogy a vállalatikötvény-piac likviditásának élénkítésével a vírus helyzetben érintett vállalatok a működésükhöz szükséges hosszú távú finanszírozáshoz juthassanak.¹¹

Az északi országok közül eddig Svédországban merült fel, hogy az EKB-hoz hasonlóan a Riksbank, a svéd jegybank is vásároljon vállalati kötvényeket. A svéd piacon megtalálható 290 vállalati kötvénynek¹² kevesebb mint harmada, 79 rendelkezett minősítéssel a 2020. januári adatok szerint (*Lindeberg 2020*). A Riksbank végül a Covid19-járványra reagáló intézkedéscsomagja részeként, 2020 szeptemberében indította el kötvényvásárlási programját, melynek keretében befektetésre ajánlott hitelminősítéssel rendelkező, legfeljebb 5 éves hátralévő futamidővel rendelkező, svédországi székhelyű vállalatok kötvényeit vásárolja. A svéd jegybank 2021 januárja óta az úgynevezett *negative screening*¹³ módszerét alkalmazva kizárólag a nemzetközi fenntarthatósági sztenderdekkel összhangban forgalomba hozott vállalati kötvényeket vásárol.

5. A magyar vállalatikötvény-piac helyzete és a Növekedési Kötvény-program

5.1. A magyar nem pénzügyi vállalatok forrásai 2019 előtt

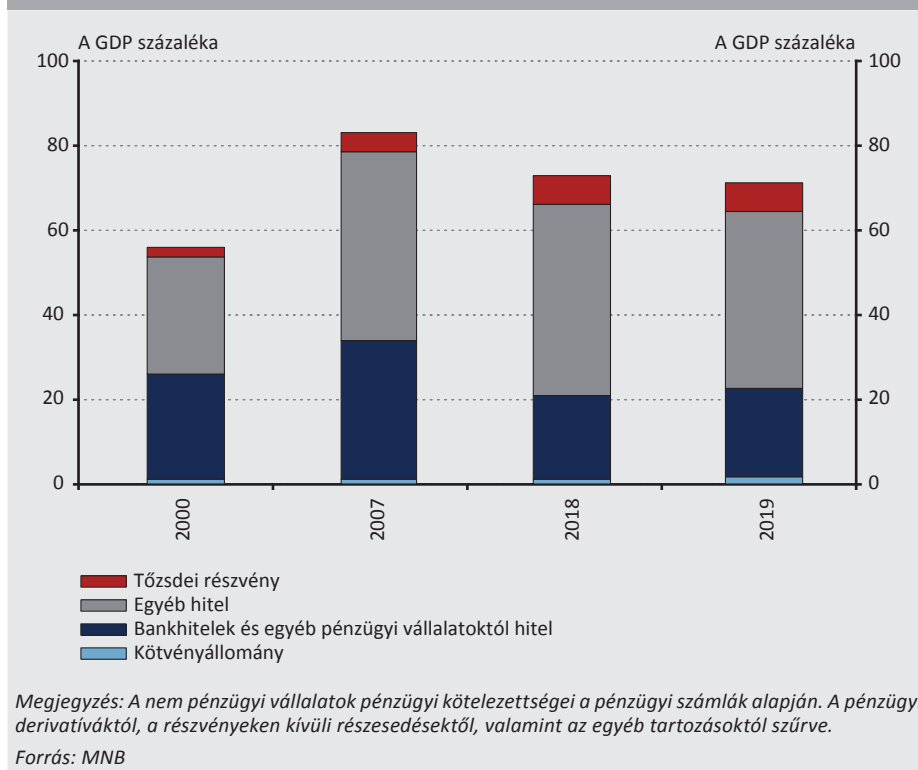
A magyar nem pénzügyi vállalatok forrásain belül elhanyagolható mértékű a kötvényállomány (*11. ábra*). A magyar vállalatok esetében az elmúlt 20 évben a tulajdonosi részesedések meghatározó mértékűek voltak, és a GDP 100–150 százaléka körül alakultak, de a vállalatok forrásaiban jelentős a külföldi anyavállalatoktól kapott tulajdonosi hitelek állománya is. Ugyanakkor a magyar vállalatok többségének külső forrás bevonáskor a bankhitel a reális opció attól eltekintve, hogy a GDP-arányos értéke mindössze 20 százalék körül alakult, ami alacsonyabb az uniós országok esetében mérhető arányszámnál. A kötvényen keresztüli forrásbevonás – a Növekedési Kötvényprogram elindulása előtt – a vállalatok szűk körének volt valós alternatíva, és volumene a GDP mindössze 1 százaléka körül alakult.

¹¹ Corporate bond purchase program (CBPP) – Term Sheet. <https://www.bankofcanada.ca/markets/market-operations-liquidity-provision/market-operations-programs-and-facilities/corporate-bond-purchase-program/corporate-bond-purchase-program-cbpp-term-sheet/>. Letöltés ideje: 2021. január 18.

¹² Az adat mind a pénzügyi, mind a nem pénzügyi vállalati kötvényeket tartalmazza.

¹³ A fenntarthatósági szempontoknak megfelelő kötvények köre nem a zöld minősítés megléte, hanem bizonyos – ágazatokra, tevékenységekre – meghatározott restriktív normák és megkötések alapján szűkíthető le.

11. ábra
A magyar nem pénzügyi vállalatok forrásai a GDP arányában



5.2. A Növekedési Kötvényprogram elindítása

A 2008-ban kirobbanó gazdasági és pénzügyi világválság Magyarországra történő begyűrűzése a hazai vállalati szektor adósságalapú finanszírozásában is jelentős zavarokat idézett elő. A vállalati finanszírozás struktúráját három kedvezőtlen trend jellemezte. Az első, hogy a banki hitelcsatorna esetében még a nemzetközi tendenciánál is jelentősebb mértékű beszűkülés volt tetten érhető, amelynek eredményeként a vállalatok, mindenekelőtt a KKV-k hitelállománya folyamatos apadásnak indult. A második, hogy a vállalati hitelek szerkezete sem a lejárat hossza, sem pedig a kamatozás típusa alapján nem mutatott egészséges képet. A harmadik pedig, hogy a tradicionálisan banki hitelezésre támaszkodó magyarországi vállalatok forrásbevonási diverzifikációja nemcsak az Európai Unió, de a közép-kelet-európai régió országainak átlagához képest is alacsony szinten volt. Az MNB a vállalatok finanszírozási lehetőségeinek javítása céljából a fenti trendeket célzottan javító monetáris politikai eszközökkel reagált.

A jegybank elsőnek a banki hitelcsatorna kitisztítására fókuszálva indította el 2013 júniusában a Növekedési Hitelprogramot, mely a 2013-ra a válság előtti szint háromnegyedére visszaesett magyarországi vállalati hitelállományt kívánta újra növekedési pályára állítani. Mérlegelve a hazai KKV-szektor korlátozott hozzáférését a hosszabb lejáratú és rögzített kamatozású hitelekhez, az MNB a 2019 elején elindított Növekedési Hitelprogram Fix elnevezésű konstrukcióval járult hozzá a fix kamatozású hitelek arányának növekedéséhez, amely a vállalati hitelállomány szerkezetét tette egységesebbé. A vállalati forrásbevonás diverzifikációja ugyanakkor továbbra sem valósult meg, hiszen míg 2019-ben a bankhitelállomány a GDP 20 százalékával volt egyenértékű, addig a magyar vállalatikötvény-piac a bruttó hazai össztermék mindössze 1 százaléka körül alakult. Az MNB a hazai vállalatfinanszírozás több lábra állításának érdekében 2019 júliusában elindította a Növekedési Kötvényprogramot, amely a magyar vállalatikötvény-piac likviditásának bővítését célozza meg (MNB 2019).

A Növekedési Kötvényprogram a kötvénypiaci likviditás serkentésén keresztül próbálja meg javítani a monetáris transzmisszió hatékonyságát. Az NKP keretrendszer több ponton is merít az EKB vállalatikötvény-vásárlási programjából (CSPP). Az NKP keretében a jegybank a kibocsátóra és annak kötvényére vonatkozóan meghatározott feltételek mellett vásárol vállalati kötvényeket, elsődleges és másodlagos piacon egyaránt. A kötvényprogram elindítása óta eltelt időszakban a makrogazdasági helyzet, különösen a koronavírusos pandémia következtében fellépő változásokra reagálva az MNB Monetáris Tanácsa az NKP eredeti paramétereinek vonatkozásában több ízben is finomhangolással élt. A változások értelmében jelenleg olyan magyarországi székhelyű nem-pénzügyi nem-közvállalatok és közvállalatok lehetnek kibocsátók, amelyek a legutóbbi két üzleti év pénzügyi beszámolója szerint minimum 1 milliárd forintos mérlegfőösszeggel rendelkeznek. A kötvényprogram keretében kibocsátani kívánt értékpapírnak rendelkezni kell egy Európai Értékpapírpiazi Hatóság (ESMA) által elismert hitelminősítő legalább B+ fokozatot elérő minősítésével, a kibocsátás össznévértékének minimum egymilliárd forintnak, a futamidejének pedig 3 és 30 év közöttinek kell lennie. A forrásallokáció hatékonyságának növelése érdekében az MNB azt is elvárásaként fogalmazza meg, hogy az NKP keretében kibocsátott kötvényeket a kibocsátó a forgalomba hozatalt követő 90 napon belül vezesse be a BÉT valamely kereskedési platformjára. A jegybanki eszközvásárlások következtében keletkező bankrendszeri többletlikviditást az MNB a preferenciális betéti eszköz révén semlegesíti.

5.3. A Növekedési Kötvényprogramban történő kibocsátások

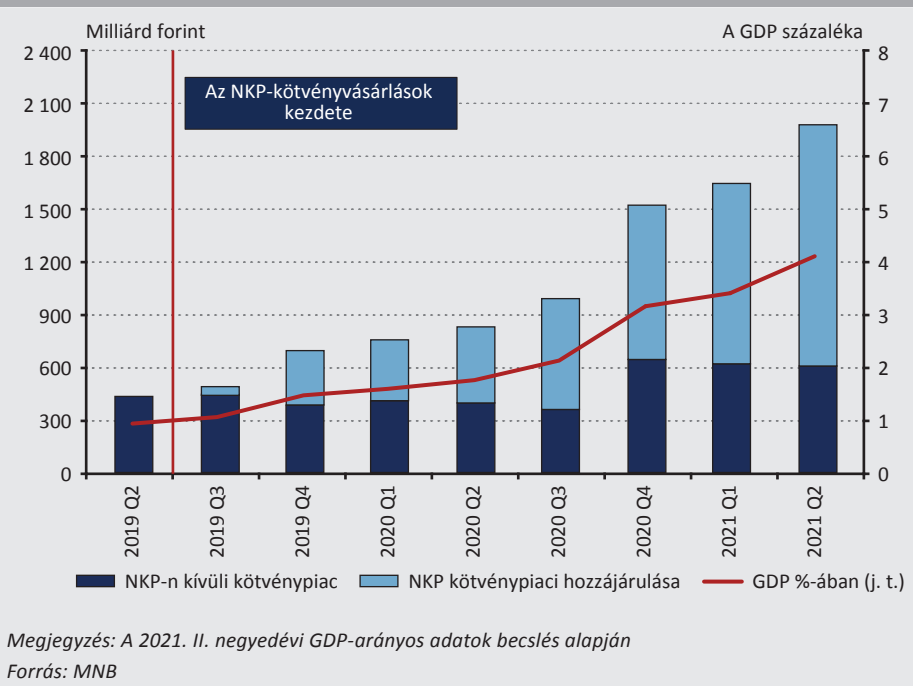
A kötvényprogram keretében 2021 augusztusának végéig 63 vállalat 80 kötvényszorozatának sikeres forgalomba hozatalára került sor, a tranzakciókon keresztül pedig 1550 milliárd forint forrás bevonását hajtották végre a kibocsátók, míg az MNB névértéken vett kötvényvásárlásai pedig közel 905 milliárd forintra tehetőek. Vásárlásai

során az MNB nem alkalmaz ágazati preferenciát, így a kibocsátók szektorális megbontása is diverzifikált képet mutat, ugyanakkor jelentős arányban képviseltetik magukat a feldolgozóipari, valamint az ingatlanpiachoz kapcsolódó tevékenységű társaságok. A kötvények átlagos futamideje 9,3 év, átlagos hitelminősítésük pedig BB. A 80 kibocsátás esetében számított átlaghozam 2,49 százalék, az aukciók átlagos állampapírhozam feletti felára pedig mindössze 27 bázispont, ami arról tanúskodik, hogy az NKP résztvevői kedvező költségek mellett jutottak forráshoz. Az NKP-ban részt vevő társaságok a bevont forrásokat mindenekelőtt versenyképességüket növelő beruházásokra és vállalatfelvásárlásokra, illetve kisebb hányadát már meglévő, kedvezőtlenebb hitelek refinanszírozására fordították.

Az NKP elindítása előtt a hazai nem pénzügyi vállalatok kötvénypiacának mérete mindössze a GDP 1 százaléka körül alakult, és néhány vállalat jellemzően külföldi devizában kibocsátott kötvényére korlátozódott. Az NKP-s kibocsátások jelentős hozzájárulásának köszönhetően 2021 második negyedévének végén becsléseink szerint a vállalati kötvények állománya megközelíthette a bruttó hazai termék 4,2 százalékát, a nominálisan számított piacméret pedig csaknem megötszöröződött a kötvényprogram elindítása óta (12. ábra). Az MNB adatai szerint 2019 júniusa és 2021 júliusa között a vállalati kötvényeket kibocsátók és a forgalomba hozott kötvénysorozatok száma egyaránt több mint kétszeresére emelkedett, a forintban denominált értékpapírok aránya a teljes állományon belül 10 százalék alatti szintről 60 százalék felé nőtt, a kötvénypiac ágazati és kibocsátói koncentrációja pedig számottevően csökkent. A magyar kötvénypiac az NKP elindítása óta tehát nemcsak méretében zárkózott fel a regionális országok piacainak átlagához, de a piac szerkezete is lényegesen egészségesebb, diverzifikáltabb lett. A magyar tőkepiac fontos mérföldköveként 2020 augusztusában az NKP keretében került sor az első hazai zöld vállalati kötvény kibocsátására, amelyet azóta további 10 fenntarthatósági kritériumoknak megfelelő kötvénysorozat követett.

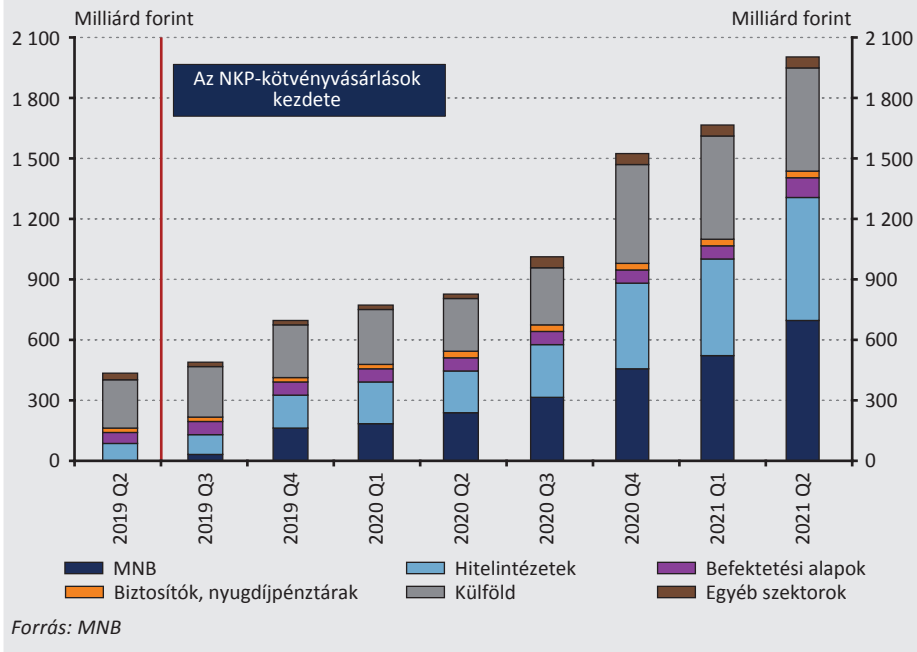
Az NKP-nak köszönhetően jelentősen nőtt a tőzsdei kereskedési helyszínre bevezetett vállalati kötvény-sorozatok száma. Míg 2019 végén a BÉT-en csak 8 vállalati kötvény volt megtalálható, addig 2021 júliusának végén már 69, vagyis a program elindítása óta a tőzsdei platformokon jelen lévő papírok száma közel kilencszeresére nőtt. A tőzsdei bevezetés kötelezettsége segíti a piaci transzparencia növekedését, valamint a befektetők védelmét, a kötvénykibocsátási folyamat és a tőzsdei bevezetésben való részvétel pedig erősíti a hazai vállalatok pénzügyi és tőkepiaci tudásbázisát is.

12. ábra
A magyarországi székhelyű nem pénzügyi vállalatok kötvényállománya



A teljes hazai vállalatikötvény-piac tulajdonosi megoszlása diverzifikált képet mutat, ugyanakkor az NKP-nak köszönhetően számottevően változtak a tulajdonosi csoportokhoz kötődő arányok, a legjelentősebb befektetők a jegybank és a hitelintézetek lettek (13. ábra). A legfrissebb, 2021. júniusi értékpapír-statisztikai adatok szerint a több mint 2000 milliárd forintot kitevő kötvénypiac állományának 35 százalékát az MNB, 31 százalékát hitelintézetek, 7 százalékát pedig intézményi befektetők tartották mérlegükben. A külföldi rezidensek által tulajdonolt értékpapírok aggregátuma a piac negyedét jelentette. A nem hazai rezidensek aránya az NKP elindításának hatására számottevően csökkent.

13. ábra
A nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott kötvényállomány tulajdonosi megoszlásának alakulása az NKP elindítása után



6. Összegzés és következtetés

A fejlett vállalatikötvény-piacnak a gazdaságban betöltött fontos szerepét számos tanulmány alátámasztja. A vállalati kötvények alternatív finanszírozási formaként hozzájárulnak a piaci likviditás biztosításához, a források elérhetősége terén erősítik a vállalati szektor forrásbevonásának diverzifikációját, továbbá elősegítik a kedvezőbb forrásbevonási költségek kialakulását amellet, hogy nagyobb fokú transzparenciát biztosítanak a kötvényt kibocsátó vállalatokról, vagyis összességében javítják a piaci forrásallokáció hatékonyságát.

A 2000-es évek elejéhez viszonyítva a vállalatikötvény-állomány növekedése figyelhető meg mind a fejlett, mind a fejlődő piacok esetében. Ennek oka egyrészt az, hogy a válság során a banki hitelezés befagyásával a vállalatok felismerték az alternatív forrásbevonási lehetőségek szükségességét és fontosságát, másrészt a jegybankok is ösztönözni kezdték a vállalati kötvénykibocsátást a kötvényvásárlási programokon keresztül, ami elősegítette a piac bővülését és mélyítését. A vállalatikötvény-piac stabilizálására irányuló jegybanki eszközvásárlási programok újabb lendületet kaptak a Covid19 okozta krízis enyhítése céljából, ami a gazdasági visszaesés tompításához és a gyorsabb kilábaláshoz járul hozzá. Az amerikai piacon mutatott ugrásszerű

növekedés a kibocsátásban azt bizonyítja, hogy a jegybank jelentős ösztönző szerepet tud játszani az értékpapírok piacán, egyúttal enyhítve a hirtelen megugró hozamok okozta turbulenciákat. Az MNB által indított Növekedési Kötvényprogram ugyancsak a vállalatikötvény-piac fejlesztését tűzte ki célul, figyelembe véve a korábbi jegybanki kezdeményezéseket.

A tanulmány megállapításai alapján arra következtethetünk, hogy a vállalati kötvények elősegítésére irányuló monetáris politikai lépések alapvetően kétféle módon jelenhetnek meg: az egyik, amikor a jegybank piacfejlesztési céllal hosszú távú stratégiaként a piaci likviditást fokozatosan növeli. A másik eset, amikor egy már jól működő piacon a jegybank a sokk hatására ideiglenesen kiszáradt likviditást pótolja, hogy minél kisebb gazdasági károk mellett történjen meg a helyreállítás. Az így bemutatott módszerek alkalmazásával a központi bankok kulcsszerepet játszhatnak egy válság kezelésében azáltal, hogy hatékonyabb piacot és ellenállóbb gazdaságot teremtenek a finanszírozási formák diverzifikációja útján.

Felhasznált irodalom

Bank of England (2021): *Options for greening the Bank of England's Corporate Bond Purchase Scheme*. Discussion Paper, May. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/paper/2021/options-for-greening-the-bank-of-englands-corporate-bond-purchase-scheme-discussion-paper.pdf?la=en&hash=9BEA669AD3EC4B12D000B30078E-4BE8ABD2CC5C1>. Letöltés ideje: 2021. május 28.

Boneva, L. – de Roure, C. – Morley, B. (2018): *The impact of the Bank of England's Corporate Bond Purchase Scheme on yield spreads*. Staff working paper No. 719, Bank of England. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3149766>

Çelik, S. – Demirtaş, G. – Isaksson, M (2020): *Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy*. OECD Capital Market Series. <http://www.oecd.org/corporate/ca/Corporate-Bond-Market-Trends-Emerging-Risks-Monetary-Policy.pdf> Letöltve: 2020 május 27.

CFA Intézet (2016): *Secondary Corporate Bond Market Liquidity Report* <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/survey/bond-market-liquidity-survey-report.ashx>. Letöltés ideje: 2020. május 20.

De Fiore, F. – Uhlig, H. (2015): *Corporate Debt Structure and the Financial Crisis*. ECB Working Paper No. 1759, Európai Központi Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1759.en.pdf>

De Santis, R.A. – Zaghini, A. (2019): *Unconventional monetary policy and corporate bond issuance*. ECB Working paper No 2329, Európai Központi Bank. <https://doi.org/10.2866/568>

- Distenfeld, G. – Shah, A. (2014): *High Yield: Equity-Like Returns...with Half the Risk?* Alliance Bernstein. https://www.alliancebernstein.com/abcom/perspectives_web/market/retail/equity-like-returns/equity-like-returns-whitepaper.pdf. Letöltés ideje: 2020. október 1.
- EKB (2016): *The corporate bond market and the ECB's corporate sector purchase programme*. ECB Economic Bulletin, Issue 5/Box 2, Európai Központi Bank. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201605_focus02.en.pdf. Letöltés ideje: 2020. május 20.
- Európai Bizottság (2017): *Analysis of European Corporate Bond Markets*. https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171120-corporate-bonds-analytical-report_en.pdf. Letöltés ideje: 2020. október 3.
- Gormley T. – Johnson S. – Rhee C. (2006): *Corporate Bonds: A Spare Tire in Emerging Markets?* <https://pdfs.semanticscholar.org/8490/817b1b140830c10f17d6e971d62b270198e0.pdf>. Letöltés ideje: 2020. június 2.
- Gostkowska-Drzewicka, M. (2014): *Corporate Bond Market of Real Estate Development Companies in Poland*. Financial Internet Quarterly „e-Finanse”, 10(1): 1–16. <http://cejsh.icm.edu.pl/cejsh/element/bwmeta1.element.desklight-b5900d5e-604b-4a0e-8eeb-e0204299df5b/c/268.pdf>. Letöltés ideje: 2020. június 2.
- Gyntelberg, J. – Ma, G. – Remolona, E. (2005): *Corporate Bond Markets in Asia*. BIS Quarterly Review. December, pp. 83–93. https://www.researchgate.net/publication/4736044_Corporate_Bond_Markets_in_Asia. Letöltés ideje: 2020. május 20.
- Hakansson, N. (1999): *The Role of a Corporate Bond Market in an Economy - and in Avoiding Crises*. UC Berkeley: Research Program in Finance. <https://escholarship.org/uc/item/6sq4c6g0>
- Hill, A. – Callsen, G. (2019): *Time to act – ICMA's 3rd study into the state and evolution of the European investment grade corporate bond secondary market*. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Secondary-markets/Time-to-act-ICMAs-3rd-study-into-the-state-and-evolution-of-the-European-investment-grade-corporate-bond-secondary-market-040320.pdf>. Letöltés ideje: 2020. május 20.
- ICMA (2013): *Economic Importance of the Corporate Bond Markets*. International Capital Market Association. <http://www.icmagroup.org/assets/documents/Media/Brochures/2013/Corporate-Bond-Markets-March-2013.pdf>. Letöltés ideje: 2020. június 2.
- Iorgova, S. – Ong, L.L. (2008): *The Capital Markets of Emerging Europe: Institutions, Instruments and Investors*. Working Paper 08/103, International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781451869644.001>

- Lindeberg, R. (2020): *Swedish Bond Market Dysfunction Draws Central Bank Criticism*. Bloomberg, május 28. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-05-28/bond-market-dysfunction-in-sweden-draws-central-bank-criticism>. Letöltés ideje: 2020. május 28.
- Lonski, J. – Choi, Y.- Mukherjee, S. – Araujo Teixeira, B. – Zandi, M. – Ferlez, M. (2020): *Record-High Bond Issuance Aids Nascent Upturn*. Moody's Analytics. https://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1248577. Letöltés ideje: 2020. október 6.
- Luengnaruemitchai, P. – Ong, L.L. (2005): *An Anatomy of Corporate Bond Markets: Growing Pains and Knowledge Gains*. IMF Working Paper 06/152, International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781451861716.001>
- Lund, S. – Woetzel, J. – Windhagen, E. – Dobbs, R. – Goldshtein, D. (2018): *Rising Corporate Debt. Peril or Promise?* McKinsey Global Institute. <https://www.mckinsey.com/business-functions/strategy-and-corporate-finance/our-insights/rising-corporate-debt-peril-or-promise>. Letöltés ideje: 2020. december 18.
- MNB (2019): *Növekedési Kötvényprogram elindításának jegybanki szempontjai és a konstrukció főbb jellemzői*. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/novekedesi-kotvenyprogram-hatteranyag.pdf>. Letöltés ideje: 2020. szeptember 10.
- Ministry of Finance of the Czech Republic (2018): *National Strategy for the Development of the Capital Market of the Czech Republic 2019–2023*. <https://www.mfcr.cz/assets/en/media/201903-National-Strategy-CZ-Capital-Market.pdf>. Letöltés ideje: 2021. február 23.
- S&P Global (2020): *Tidal wave of investment-grade bond issuance, prompted by Fed, rolls on*. S&P Global Ratings <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/tidal-wave-of-investment-grade-bond-issuance-prompted-by-fed-rolls-on-58735558>. Letöltés ideje: 2020. december 18.
- Tendulkar, R. – Hancock, G. (2014): *Corporate Bond Markets: A Global Perspective*. Staff Working Paper, IOSCO Research Department. <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/SW4-Corporate-Bond-Markets-Vol-1-A-global-perspective.pdf>. Letöltés ideje: 2020. június 2.
- Vazza, D. – Kraemer, N.W. – Gunter, E. (2018): *2018 Annual Global Corporate Default And Rating Transition Study*. S&P Global Ratings. <https://www.spglobal.com/en/research-insights/articles/2018-annual-global-corporate-default-and-rating-transition-study>. Letöltés ideje: 2020. október 2.

Klímváltozás a tőkepiacokon: aktívan kezelt zöldkötvény-alapok vizsgálata*

Németh-Durkó Emilia – Hegedűs Anita

Jelen tanulmányban egy nyilvános adatbázisokból elérhető zöldkötvény-portfólió teljesítményelemzését végeztük el a 2017 és 2020 közötti időszakra. Kutatásunk célja a zöld prémium létezésének empirikus bizonyítása volt, melyet kockázattal korrigált mutatószámokkal, azaz a Sharpe-rátával, az M^2 -mutatóval és a Sortino-rátával igazoltunk. A zöld prémium az a hozamkülönbség, amely a zöld- és a konvencionális pénzügyi eszközök között mérhető. Szakirodalmak szerint a befektetők hajlandóak lemondani 1–9 bázispontú hozamról a klímacélok finanszírozásának érdekében, hogy a kibocsátó a zöldkötvények minősítésével és a jelentési kötelezettséggel járó extraköltségeit fedezze. Eredményeink megerősítették, hogy a zöldkötvény-portfólió átlagosan 2 bázispontú zöld prémiummal teljesíti alul a benchmark-indexeket. Mindössze egyetlen olyan zöldkötvény-alapot találtunk, amelyikben nincsen zöld prémium, és képes kockázattal korrigált többlethozam elérésére. Megjegyezzük ugyanakkor, hogy a zöldkötvények átlagos teljesítménye a vizsgált időszakban évről évre javult az alkalmazott mutatók mindegyike szerint.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: C5, G10, G31, G38, Q50

Kulcsszavak: fenntartható befektetések, klímafinanszírozás, zöldkötvények, portfólióelemzés

1. Bevezetés

2021 tavaszán Magyarországon debütált a világ leghosszabb futamidejű zöld-állampapírja. Óriási befektetői érdeklődés övezte az aukciót, a zöldkötvény tervezett értékesítendő mennyiségét többszörösen felülmúlta a kereslet. A fix kamatozású, 30 éves futamidejű államkötvény, melynek célközönsége a fenntartható befektetések

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

*Németh-Durkó Emilia tanársegéd a Budapesti Corvinus Egyetemen. E-mail: emilia.durko@uni-corvinus.hu
Hegedűs Anita MKE-diplomaijas hallgató, pénzügy-számvitel alapszakos hallgató a Budapesti Corvinus Egyetemen. E-mail: hegedus.anita96@gmail.com*

Németh-Durkó Emilia részére a tanulmány alapjául szolgáló kutatást az Innovációs és Technológiai Minisztérium által meghirdetett Tématerületi Kiválósági Program 2020 – Intézményi Kiválóság Alprogram támogatta, a Budapesti Corvinus Egyetem „Pénzügyi és Lakossági Szolgáltatások” című tématerületi programja (TKP2020-IKA-02) keretében.

A magyar nyelvű kézirat első változata 2021. június 22-én érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <http://doi.org/10.25201/HSZ.20.4.3864>

iránti érdeklődésű alapkezelők, a Bloomberg szerint példátlan a zöld tőkepiacokon. A forintban denominált zöldkötvényeket a tervezetthez képest másfélszer akkora összegben bocsátották ki¹. A környezetvédelmi és fenntartható klímacélok forrászerzésében hazánk nemcsak az államkötvények piacán, hanem több, Magyarországon működő vállalat zöldkötvényével van jelen, és a potenciális intézményi befektetők közül sokan a zöld befektetési kínálat további bővítését tervezik².

A zöldkötvények rohamos térhódítása és a fenntartható befektetések iránti egyre növekvő érdeklődés nem hazai sajátosság. Az elmúlt években a globális felmelegedés problémájának kérdésköre egyre fontosabb szerepet játszik a vállalati felelősségvállalásban és a banki klímakockázatok kezelésében. Ahhoz, hogy a gazdasági növekedés és fejlődés fenntartható legyen, olyan fiskális és strukturális reformokra van szükség, amelyek a légműködő szén-dioxid kibocsátást visszaszorítják. Az *OECD (2017)* becslése szerint az elkövetkező 15 évben évente közel 6,9 billió USD-t emésztenek fel a globális felmelegedés lassítását célzó infrastrukturális fejlesztések. A kormányok erőforrása, főleg a fejlődő országokban, nem elegendő a klímaprobléma kezelésére (*Reichert 2010*). A hosszú távú, megújulóenergia-alapú megoldások terjedését segítő, és az alacsony szén-dioxid kibocsátást támogató projektek finanszírozása a bankok számára (*Boros 2020*), míg a dekarbonizációs folyamatok elősegítése a vállalkozások számára is kihívás (*Fogarassy et al. 2018*).

A klímaváltozás mérséklésére és a globális felmelegedési károk enyhítésére vonatkozó finanszírozásnak egyik lehetséges módja a zöld portfóliók tőkepiaci elterjedése. Vannak olyan befektetők, akik hajlandóak lemondani a hozam egy részéről a környezeti célok javára, és egyfajta „zöld” prémiumot (greeniumot) fizetni ezért (*Zerbib et al. 2019; Baker et al. 2018; Ehlers – Packer 2017*). A zöldkötvények azonban nemcsak a környezetvédelem iránti elköteleződött befektetők számára mutathatnak alternatívát, hanem számos előnnyel is bírnak a tőkepiacokon a konvencionális kötvényportfóliókhoz képest. Egyes tanulmányok szerint a zöldkötvény-portfóliók hozama felülmúlja a konvencionális kötvényekét (*Karpf – Mandell 2018*), sőt, nehéz gazdasági körülmények között, mint például az elmúlt egy év Covid19-időszakában, válságálló befektetéseknek bizonyultak (*Taghizadeh-Hesary et al. 2021*).

Tanulmányunkban a zöldkötvények fogalmi rendszerét és piacát mutatjuk be egy portfólióelemzésre fókuszálva. A piac sajátosságainak ismertetése mellett a szabályozási problémákra és a szektor nehézségeire is rávilágítunk, például a greenwashing (zöldre mosás) vállalatokat fenntarthatóbbnak feltüntető jelenségről. Empirikus kutatásunkban egy nyilvános adatbázisú portfólióban az aktívan kezelt

¹ Az ÁKK Zrt. 30 éves Zöld Magyar Államkötvényt bocsátott ki a Föld napján. Sajtóközlemény, Államadósság Kezelő Központ. <https://akk.hu/download?path=b4246240-e73a-4569-bcfb-c16a33fa5971.pdf>. Letöltés ideje: 2021. május 20.

² A kulisszák mögött: így zajlik a vállalatoknál a zöld kötvények kibocsátása. <https://www.hugbc.hu/hirek/a-kulisszak-mogott-igy-zajlik-a-vallalatoknal-a-zold-kotvenyek-kibocsatasa/4262>. Letöltés ideje: 2021. szeptember 20.

zöldkötvény-alapok pénzügyi teljesítményét vizsgáljuk. Kutatási kérdésünk, hogy létezik-e a zöld prémium, azaz a zöldkötvény-alapok hozama szignifikánsan alacsonyabban alakulnak-e a konvencionális kötvényportfólió hozamához képest. Kutatásunk hozzájárul az egyre nagyobb érdeklődést övező, zöld befektetések szakirodalmának bővítéséhez, és a zöldkötvény-alapok pénzügyi teljesítményének vizsgálata a hazai empirikus elemzésekben azok csekély száma és fókusza, a kötvénypiac miatt hiánypótló.

Jelen tanulmány felépítése a következő: A *második fejezetben* bemutatjuk a zöldkötvények piacát és a kötvénykibocsátások földrajzi és egyéb jellemzőit. A *harmadik fejezet* az intézményi feltételeket és a szabályozási kereteket ismerteti, míg a *negyedik fejezetben* empirikus kutatások eredményeire térünk át a zöld prémium létezését vizsgáló tanulmányokkal. Az *ötödik fejezetben* a saját kutatásunk olvasható, a *hatodik fejezet* pedig a konklúziókat foglalja össze.

2. Zöldkötvények a tőkepiacokon

Míg a fenntartható befektetés fogalma régebb óta ismert a részvényt piacon³, a zöldkötvény koncepciója viszonylag új elem. Ebben a fejezetben a zöldkötvények kibocsátásáról és piaci szerepéről írunk, majd a szabályozási problémákat gyűjtjük össze.

2.1. A zöldkötvények piaci elterjedése

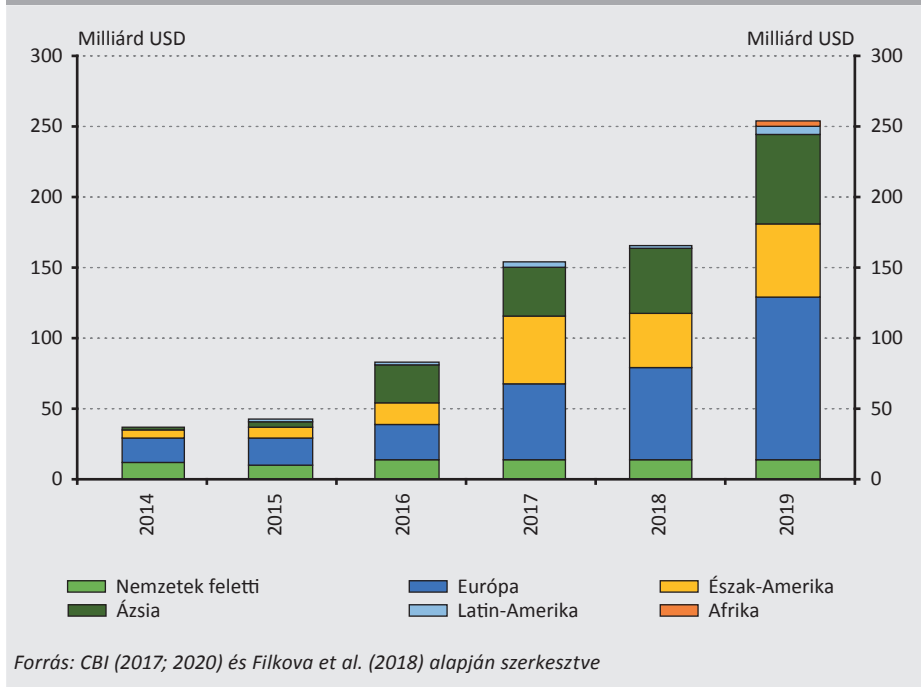
A legalapvetőbb különbség a zöldkötvények és a konvencionális kötvények között, hogy a zöldkötvényekből származó bevételt környezetbarát projektek finanszírozására fordítják (Pham 2016). A zöldkötvény-befektetési alapok és befektetési jegyek (ETF-ek) összesített nettó eszközértéke dinamikusan növekszik. A klímadataosságra vonatkozó kötvény 2007-es megjelenése óta a zöldkötvények globális piaca gyorsan bővült, 2018-ban pedig a címkézett zöldkötvények globális kibocsátása elérte a 167 milliárd USD-t, noha a globális kötvénypiacnak napjainkban is csak néhány százalékát teszi ki (Hyun et al. 2019). A bővülés eltérően érintette a tőkepiacokat, a zöldkötvények földrajzilag és a kibocsátó szempontjából is folyamatosan változó szegmenst jelentenek.

Az első zöldkötvényt a szupranacionális Európai Beruházási Bank bocsátotta ki mintegy 600 millió euro értékben, úgynevezett „climate awareness” kötvény néven. Az állami szektorban lévők közül először a norvég Kommunálbanken lépett be a piacra 2010-ben, míg az első szuverén kibocsátó Lengyelország volt, de csak 2016-ban (Filkova et al. 2018). Míg a kibocsátás volumene és értéke minden évben növekedett, az 1. ábra azt mutatja, hogy egyúttal majdnem minden régióban élénkült

³ Fenntartható befektetés alatt a környezeti, társadalmi és vállalati irányítási (environmental, social and governance, ESG) faktorok tőkepiaci megjelenését értjük. Jelen kutatás a zöldkötvények piacának bemutatására korlátozódik.

a zöldkötvény-piac. Az élen végig Európa állt, és a 2018–2019-es fellendülésnek is ez volt a fő területe 79 százalékos növekedéssel, elérve a 117 milliárd USD értékű piacot, így az európai kibocsátások adják a teljes piac felét (CBI 2020). Jókuthy (2020) kiemeli, hogy a piac dinamikáját jól szemlélteti a globális zöldkötvény-kibocsátás elmúlt évekre összpontosuló időbeli koncentrációja. Ma már az egyébként kevésbé fenntartható szempontokat szem előtt tartott, vagy egyenesen egzotikus országok

1. ábra
A zöldkötvény-kibocsátások alakulása 2014 és 2019 között, régiók szerint



is megjelentek a kibocsátók között, mint például Oroszország, Ukrajna vagy Kenya.

A zöldkötvények biztosította pénzügyi források felhasználása széles körű a zöld célokon belül, hiszen a klímaváltozás megelőzésére és következményeinek enyhítésére, úgynevezett mitigációs célokra egyaránt fordíthatók. A legjellemzőbb beruházási célok között szerepelnek a zöld energetikai fejlesztések, de a víz- és szennyvíz-gazdálkodás, a közlekedés és az energiahatékonyság javítása is népszerű a finanszírozási célok között. A források közel felét zöld energetikai fejlesztésekre költik (47 százalék), az épületek zöldítésével (22 százalék) együtt a források felhasználásának kétharmadát teszi ki ez a két prioritás. Az energiahatékonyság javítására (8 százalék) és a közlekedés fejlesztésére (9 százalék) költenek zöld forrásokból a legkevesebbet (ICMA 2019; MNB 2019).

Gyors terjeszkedése ellenére a zöldkötvény-piac még mindig nagyon kicsi a globális kötvénypiachoz képest, a globális kötvénykibocsátás körülbelül 2 százalékát teszi ki (Ehlers – Packer 2017). A piac fejlődését korlátozó fő akadály vélhetően a zöldkötvények elfogadott meghatározásának és az általánosan elismert szabványoknak az egyetemes hiánya. Az etikus befektetők a zöldkötvényekbe történő beruházásokat pozitív környezeti hatásokkal társítják, azonban az általánosan ismert zöldkötvény-standardok nélkül a befektetők nehezen azonosítják, hogy a zöldkötvények valóban zöldek-e. Ez eredhet abból, hogy a forrásfelhasználás célját kevésbé konkretizálják a zöldkötvény általános definiálásakor, ugyanakkor pontosan definiálni és dokumentálni kellene a zöld célú forrásfelhasználást és a kiszolgáló folyamatokat is (MNB 2019).

2.2. Standardok és szabályozási problémák

A szakirodalom egységesen alkalmazza a zöldkötvények lehatárolásának definícióját. A zöldkötvényekből származó bevétel csak környezetbarát projektek finanszírozására fordítható (Pham 2016), illetve csak olyan beruházásokra, amelyeknek van valamilyen közvetlen vagy közvetett környezet- vagy éghajlatvédelmi előnye (Mihálovits – Tapasztai 2018). Más megfogalmazás szerint olyan hibrid pénzügyi eszköz, amely ötvözi a környezeti előnyöket és a hagyományos fix kamatozású eszközök tulajdonságait, hogy pénzeszközöket irányítson környezetbarát projektekhez (Hyun et al. 2019). Az MNB (2019) összefoglalójában a kibocsátó szerepét hangsúlyozza, akinek felelősségteljesen vállalnia kell, hogy „a kötvénnyel gyűjtött forrásból valamilyen környezetvédelmi vagy ahhoz kapcsolódó beruházást finanszíroz”.

Míg a definíció hasonló elemekre épít, addig a szabályozási rendszer, a szerepvállalások és a finanszírozási források felhasználhatóságában már kevésbé nagy az átláthatóság és az összhang. A szakirodalmak (IBA 2021; Mihálovits – Tapasztai 2018; Kolozsi 2019) egyöntetűen hiányolják az egységes szabályozói és minősítési standardokat. Számos zöldkötvény-kibocsátó dolgozott ki saját zöldkötvény-keretrendszert. A fejlesztési bankok, például az Ázsiai Fejlesztési Bank és az International Finance Corporation, valamint más szereplők, például a Nordic Investment Bank is deklarált piacsabályozó mechanizmusokat (Deschryver – de Mariz 2020), de még mindig sok a megválaszolatlan kérdés napjainkban, a friss szakirodalom szerint is.

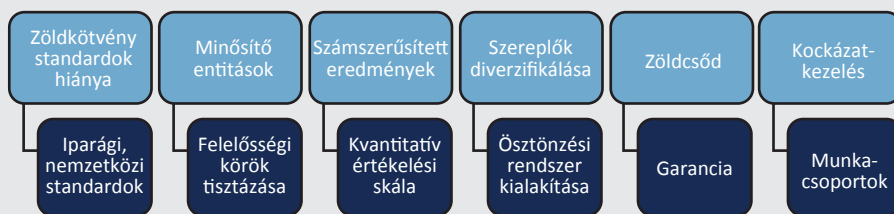
Az állami vagy magánszervek által támogatott kezdeményezések ebben a szektorban pusztán „ajánlásokat” és „irányelveket” hoztak létre, amelyeket önkéntes alapon lehet elfogadni. A Nemzetközi Tőkepiaci Szövetség (ICMA) által kidolgozott zöldkötvény-alapelvek (GBP) a zöldkötvények kibocsátásával kapcsolatos legfontosabb önkéntes irányelvek (IBA 2021). Az Európai Unió a zöld finanszírozás keretrendszerének kialakításának folyamatában van jelenleg. Az első lépést 2018 márciusában tették meg, amikor az Európai Bizottság átfogó tervet fogadott el a fenntartható finanszírozás előmozdítására (a fenntartható finanszírozásra vonatkozó cselekvési

terv), és létrehozta a Fenntartható Pénzügyi Műszaki Szakértői Csoportot, amely az EU zöldkötvény-standardjának első tervezetét készítette.

Miután a zöldkötvény olyan eszköz, amelynek célja eliminálni a gazdasági aktivitás környezetet érő negatív hatásait, amitől akár extra hozamot is remélhetnek a befektetők, a zöldkötvények világszerte nagyon hamar jelentős figyelmet kaptak. *Mihálovits – Tapasztai (2018)* a zöldkötvény-piac kihívásait gyűjtötte össze, és megoldási lehetőségeket is kínált a felsorolt problémákra (2. ábra). A folyamatosan növekvő érdeklődést és tőkepiaci szerepet kevésbé sikeresen követi a szabályozási rendszer, a befektetőket és a kibocsátókat is szolgáló, egységes szabályozási keretek és a piaci transzparencia mind-mind hiányt szenvednek a zöldkötvények kibocsátása kapcsán. Az egységes nemzetközi standardok és a felelősségi körök tisztázása a zöldkötvény minősítése körüli bizonytalanságokat megoldanák, de legalább ilyen hangsúlyosnak kell lennie egy kvantitatív skálázási rendszer kialakításának, amellyel a finanszírozási eredményekről a befektetők visszacsatolást kaphatnak.

2. ábra

A zöldkötvénypiac kihívásai és megoldásai javaslatjai



Forrás: Mihálovits – Tapasztai (2018) alapján szerkesztve

Az egzakt szabályozás egységességén kívül kritizálható a nehezen definiált, a finanszírozás célját adó zöld kritérium. Mitől lesz zöld egy beruházás? Ha az energiatékonyságot egy szénerőműben javítjuk, fenntartható elveket támogatunk? A klímacélokot nem szolgáló, hanem a klímaváltozás következményeit elszennvedő területek támogathatók? Ilyen, és ehhez hasonló kérdések feltevésével mutat rá *Gyura (2019)* arra, hogy a „zöldkötvények piacán a bizalom fenntartásához a környezeti hasznosság valamilyen fokú definiálására van szükség”. Amennyiben ez nem történik meg, ellenkező hatást válthat ki a fenntartható értékek képviseltetése a tőkepiacokon.

A vállalatok a rugalmasan értelmezhető szabályozási keret miatt hajlamossá válhatnak saját magukat „zöldebbnek” feltüntetni az általuk valójában birtokolt zöld előnyökhöz képest. Miután az ilyen vállalatok környezeti hasznossága több kutatás szerint is megkérdőjelezhető (*Kidd 2015; Shislov et. al. 2016; Gyura 2019*), a greenwashing, másnéven a „zöldre mosás” a befektetői bizalom rombolásával a zöld

címkés pénzügyi eszközök felfutó ágának hamar a végét jelentheti. *Timár (2021)* szerint a greenwashing jelenség lehet az oka annak, hogy a felelős, fenntartható befektetések árazásában nem talált szignifikáns abnormális hozamokat a New York-i tőzsdén jegyzett cégeknél.

A zöldkötvény-piac, mint láthattuk, jelenleg is sok bizonytalansággal és kihívással küzd a szabályozások oldaláról. Jelen tanulmányban nem térünk ki a klímakockázatokra és a bankok szerepére, de *Baranyai – Banai (2020)* írásából kiderül, hogy a bankszektor is érintett a klímakockázat kezelésében. Az egységes elvek kialakítása és felülvizsgálatának rendezése a legsürgetőbb kérdések egyike, és miután a dekarbonizáció és a karbonsemleges gazdaságra való áttérés miatt a tőke újraellokálására van szükség (*Kolozsi 2019; Fogarassy et al. 2018*), a kockázatkezelést át kell alakítani, a fenntarthatóságnak pedig a beruházási döntések szerves részévé kell válnia. Másrészt, a zöldkötvényeknek a kibocsátó klímastratégiájával összhangban kell lennie, tehát elkerülhetetlen a kibocsátó elköteleződésének a vizsgálata a greenwashing visszafogása miatt⁴.

3. A zöldkötvények árazási sajátosságai – a zöld prémium

A fenntartható befektetések napjaink felfelé ívelő tudományos kutatásainak egyik területe, évről évre óriási ütemben bővül a szakirodalmi bázis (*Németh-Durkó 2019*). Dinamikusan növekszik a vállalati, társadalmi és környezeti szempontok banki és tőkepiaci szerepének a hangsúlyozása és mérése. A hozamok, a zöld prémium és legalább akkora érdeklődéssel a fenntartható befektetések kockázatainak számolása is a területek közé tartozik. Ebben a fejezetben a zöldkötvények árazási mechanizmusában megjelenő sajátosságokat ismertetjük, a zöld prémium vizsgálatokor a szakirodalmak által mért hozamkülönbségek bemutatásával.

A zöldkötvényt kibocsátók számára annak igazolása, hogy kötvényeik megfelelnek az adott irányelveknek, a bevételeket külön számlákon tartják, meghatározzák a támogatható projektek kiválasztásához szükséges belső folyamatokat és a bevételek felhasználásáról és hatásáról rendszeresen jelentenek, a zöldkötvény-kibocsátást megdrágíthatja, ezáltal a hagyományos kötvényekhez képest magasabb áron, alacsonyabb hozammal jelennek meg a piacon. Az ennek a mechanizmusnak a következtében kialakuló hozamkülönbséget nevezzük zöld prémiumnak. A zöldkötvény-kibocsátás költségei 0,3 és 0,6 bázispont között mozognak egy 500 millió USD kibocsátásnál (*Hachenberg – Schiereck 2018*), és különösen nagy kihívást jelentenek a kisebb kibocsátók számára (*Forsbacka – Vulturius 2019; Tuhkanen – Vulturius 2020; Sartzetakis 2020*).

⁴ Tapaszi Attila: *ESG- és zöldbefektetések a jegybanki portfóliómenedzsmentben*. <https://economianiblog.hu/2021/04/09/esg-es-zoldbefektetesek-a-jegybanki-portfoliomenedzsmentben/>. Letöltés ideje: 2021. június 10.

A zöld prémium vizsgálatának szakirodalmi bázisa meglehetősen kevés számú empirikus munkát tömörít. *MacAskill et al. (2021)* a zöldkötvények pénzügyi teljesítményének és a zöld prémiumnak az összefoglalójában mindössze 15 tanulmányról számol be a 2007 és 2019 közötti, elsődleges és a másodlagos piacok kötvénykibocsátásairól. A zöld prémium létezésével kapcsolatos konszenzust kutatásuk megerősíti a zöldkötvények több mint felénél, főleg azokra a zöldkötvényekre, amelyek állami kibocsátásúak, és követik a zöldkötvényektől elvárható standardokat és beszámolási, jelentési kötelezettségeket. A zöld prémium nagysága szerinte átlagosan 1–9 bázispont közé tehető, azaz a befektetők átlagosan ekkora hozamról hajlandóak lemondani a környezeti célok finanszírozásának javára. Más szavakkal, a befektetők (negatív) árpémiumot fizetnek a zöldkötvényekért, ami azt jelenti, hogy tolerálják a zöldkötvénynek a hagyományos kötvényhez képest alacsonyabb hozamát. *Tuhkanen és Vulturius (2020)* úgy fogalmaz, hogy a zöld prémium a kibocsátók javát szolgálja, és enyhíti a kibocsátással járó pénzügyi költségeiket.

A zöldkötvények prémiuma az elsődleges és a másodlagos piacon egyaránt megjelenhet. Az elsődleges piacon, ahol új kötvénykibocsátásokat kínálnak a piacnak, ezeket a kibocsátási költségeket egy zöldkötvénynél magasabb ár képviselné, mint a konvencionális kötvénynél. A másodlagos piacon, miután a kötvényeket kibocsátották, szabadon és árfolyammozgásoknak kitétten kereskednek. A negatív zöld prémium jelenléte az elsődleges vagy a másodlagos piacokon azt jelenti, hogy egy zöldkötvény alacsonyabb hozammal (vagy magasabb áron) kereskedik a hasonló jellemzőkkel rendelkező konvencionális kötvénnyel szemben. „A zöldkötvények forgalomba hozatalával a kibocsátók hitelesen jelzik a környezet védelme, fenntartása vagy helyreállítása iránti elkötelezettségüket. A hozzájuk kapcsolódó hasznok miatti befektetői érdeklődés következtében a kibocsátók általában a zöld- (és harmadik fél által hitelesített) kötvényeket prémiummal tudják árazni” (*Sági 2020*). A befektetők az alacsonyabb hozamú, de zöldkötvény vásárlásával a kibocsátó számára a környezetvédelmi intézkedéseket megcélzó projektek megvalósítását alacsonyabb finanszírozási költségekkel jutalmazták.

A szakirodalomból láthatjuk, hogy a zöld prémium létezését a tanulmányok jelentős része empirikusan alátámasztotta (*1. táblázat*). Különböző időszakokban, más-más piacon, de a konklúzió hasonlóan alakult. A befektetők hajlandók lemondani a hozam egy részéről a zöldkötvények vásárlásával. Más szavakkal, hajlandók felárat fizetni a klímafinanszírozásért. Összefoglalónk alapján a zöld prémiumot legalább –0,17 és legfeljebb –63,2 bázispontban határozták meg a konvencionális kötvények hozamához képest.

Harrison (2019) számol be a munkák között a legkisebb zöld prémiumról. Amerikai és európai zöldkötvények teljesítményében azt találja a 61 db zöldkötvényből álló mintán, hogy a zöldkötvények hozama 0,17 bázisponttal alacsonyabb a konvencionális kötvényekéhez képest. Ennél jóval nagyobb mértékű zöld prémiumot

(–63,2 bázispont) közül globális, habár kisebb zöldkötvény-univerzummal rendelkező mintán *Nanayakkara – Colombage (2019)*. Ők a 2016–2017-es időszakra vonatkozóan hasonlították össze a kötvények teljesítményét. Szintén globális piacról összeállított portfóliót elemez *Zerbib (2019)*, akinek az eredeti mintájának végül a tizede kerül bele a modellbe a párosítás módszertanának szigorú kritériumai, illetve azok teljesítése miatt. Minden zöldkötvényhez hasonló tulajdonságú konvencionális kötvényt rendelt, és azt állapította meg, hogy a zöldkötvények hozama 1,8 bázisponttal alacsonyabb a 2013–2017 közötti időszakban. Ez a felár a környezeti célok eléréseért cserébe nem jelentős a szerző szerint, és várhatóan nem veti vissza a befektetők kedvét a zöldkötvényekbe való investálástól.

1. táblázat						
A zöld prémiumok szakirodalmi eredményei a zöldkötvény-portfóliókban						
Szerző	Évszám	Piac/dimenzió	Módszer*	Időszak	Zöldkötvények (db)	Zöld prémium (bázispont)
Ehlers és Packer	2017	USA és Németország	Párosítás	2007–2014	21	–18
Baker et al.	2018	USA (önkormányzati)	CAPM	2014–2016	2 083	–6
Baker et al.	2018	USA (vállalati)	CAPM	2014–2016	19	–
Tang és Zhang	2018	globális	OLS	2007–2017	665	–
Hyun et al.	2018	globális	Párosítás	2010–2017	60	–
Zerbib et al.	2019	globális	Párosítás	2013–2017	110	–1,8
Nanayakkara és Colombage	2019	globális	OLS	2016–2017	43	–63,2
Harrison	2019	EU és USA	OLS	2019	61	–0,17
Gianfrate és Peri	2019	EU	Párosítás, OLS	2013–2017	121	–0,2
Karpf és Mandel	2018	USA (önkormányzati)	Oaxaca–Blinder dekompozíció	2010–2016	1 880	+7,8

Megjegyzés: * CAPM – capital asset pricing model, OLS – ordinary least squares.

A zöld prémium létezését kevés kutatás cáfolta meg (*Baker et al. 2018; Tang – Zhang, 2018; Hyun et al. 2018*), miután nem igazolták szignifikáns eltéréssel a zöld és a hagyományos kötvények hozamát. *Tang és Zhang (2018)* nem talált időben állandó, szignifikáns prémiumot vagy diszkontot a zöldkötvények iránt, ugyanakkor a részvényárfolyamok szignifikáns pozitív reakcióját állapították meg a vállalati zöldkötvény-kibocsátásokra. A részvények likviditásának jelentős javulását hozta a zöldkötvények kibocsátása, ezért egy vállalati döntés a zöldkötvények kibocsátásáról előnyösnek ígérkezik a mindenkori részvényesek számára. Habár *Tang – Zhang (2018)* munkájával ellentétben *Hyun et al. (2018)* megjegyzi, hogy 6–9 közötti bázispontú a zöld prémium, de csak a külső minősítésű zöldkötvényeknél, azoknál, amelyeket vagy a CBI (Climate Bonds Initiative) vagy más entitás minősített. A 2010

és 2017 közötti kutatásuk 60 db, angol fontban denominált zöldkötvényen alapul a hasonló tulajdonságú, hagyományos kötvényekkel szemben, *Zerbib (2019)* kutatási módszertanának mintájára.

Elemzések tárgya a kibocsátók kategorizálása is, azaz a vállalati és az önkormányzati kibocsátók zöldkötvényei is. *Partridge – Medda (2020)* jobban teljesítő zöld indexről számol be. Az önkormányzati zöldkötvények indexe felülmúlta a legközelebbi egyenértékű S&P indexet 2014 és 2018 között. *Karpf – Mandel (2018)* kutatásában szintén jobbak voltak a zöldkötvények, a mintegy 2000 elemű adatbázisból a zöldkötvények likviditására kontrollálva, 30 napos időtávon a zöld prémium +7.8 bázispont volt. A prémium ez esetben a kutatások javarésztől eltérően pozitív érték, tehát az önkormányzatok által kibocsátott zöldkötvények kevésbé tűnnek kockázatosnak a piac és a befektetők számára.

Ami a módszertant illeti, népszerűek a kockázattal korrigált mutatószámok a befektetési alapok teljesítményének elemzésekor, de nemcsak a kötvényeknél, hanem a részvényportfóliókon is számolnak ezzel a megközelítéssel. *Chen – Chang (2012)* kockázattal korrigált mutatókkal végzett összehasonlító elemzést 131 zöldalapra, melyben a zöldalapot felülteljesítik a konvencionális alapokból álló peer csoport. Fama és French 3 faktoros modelljének kibővített változatának alkalmazásával a hagyományos alapok pénzügyi teljesítménye eredményesebb volt a zöldalapotokénál, míg a zöld- és fekete-portfóliók kockázattal korrigált teljesítményei között nem volt szignifikáns különbség. A 175 zöldalap, 259 feketealap, és a 976 konvencionális alap elemzésével *Chen – Chang (2012)* konklúziójához hasonlóan azt a megállapítást tették, hogy az időablak előretolásával 2012 és 2014 között a zöldalapotok egyre magasabb hozamot érnek el, eltűnik a zöld prémium (*Ibukunle – Steffen 2017*).

A szakirodalmi összefoglalónk alátámasztja a zöld prémium empirikus létezését. A kutatások nagy része megegyezik a zöld prémium, vagyis a zöldkötvények negatív hozamának szignifikáns igazolásában. Ettől eltérőt csak nagyon kevés kutatás állít. A következőkben saját kutatásunk eredményeit mutatjuk be.

4. A zöldkötvény-portfólió és a teljesítménymérésre alkalmazott módszerek

Kutatásunkban egy nyilvánosan elérhető eszközökből álló zöldkötvény-portfóliónak a teljesítményét vizsgáljuk. Empirikus bizonyítékot keresünk a greenium léteére azért, hogy egy zöld portfólió teljesítménye elérje-e a piaci benchmark-indexek teljesítményét, vagy alulmarad a piachoz képest. Eredményünkéből kiderül, hogy jövedelmező befektetési alternatívát kínálnak-e a zöldkötvények, vagy inkább vállalati reputációs célokat szolgálnak, amelyért a fenntarthatóság iránt elkötelezett befektetők fizetni (azaz hozamvesztést elviselni) is hajlandók.

Adatbázisunkban aktívan kezelt alapokat gyűjtöttünk össze, melyek célja a viszonyítási alapjuk túteljesítése. Az aktív befektetési alapkezelés a portfólió-menedzser azon képességére épít, hogy az képes kiválasztani az értékpapírokat és képes megfelelő időzítéssel és egyedi stratégiákkal fellépni a piacon, míg a másik típus, a passzív alapkezelés egy piaci index hozamainak lehető legpontosabb előállításával operál. Egy becslés szerint az aktív alapok 23 százaléka teljesítette túl passzív megfelelőjüket (Stempler 2021), ezért ilyen alapokra esett választásunk.

A zöldkötvény-portfóliók értékeléséhez többféle mutatót alkalmazunk. A piaci viszonyok jellemzésére a CAPM-modellből (itt: az indexmodellből) az alfát és a bétát, a kockázattal korrigált teljesítmény mérésére pedig a Sharpe-rátát, az M^2 -mutatót és a Sortino-rátát használjuk. Kutatásunk egyik hipotézise, hogy a zöldkötvény-alapok átlagos hozama alacsonyabb, mint a piaci benchmark-hozam, azaz létezik a zöld prémium. A hozamok és a minél valószínűbb teljesítmény közlése miatt a kockázattal korrigált mutatók értékéből következtetünk a hipotézis megválaszolására. A másik hipotézisünk, hogy van olyan zöldkötvény-alap, amely esetében az aktív alapkezelés értéket teremt, és a piacnál magasabb hozamot ér el az alapkezelő képességének köszönhetően. A hipotézist a zöldkötvények alfáinak eredménye alapján vizsgáljuk meg.

4.1. A vizsgált adatbázis jellemzői

A viszonylag fiatal piac miatt jelen tanulmányban a zöldkötvények teljesítményének elemzéséhez használt periódus 2017. március 1-től 2020. február 28-ig tart. Az Environmental Finance által definiált 32 zöldkötvény-alapból – mely csak azon alapokat vizsgálta, melyekben a zöldkötvények súlya legalább a felét tették ki – 17 alap felelt meg a hároméves időtáv kritériumának, és ebből is csak 11-nél volt elérhető historikus adat. Az adatbázisunkat *Climent – Soriano (2011)* kutatásához hasonlóan csak nyílt végű és elsődleges befektetési alapok alkotják, melyek szabadon elérhetők bármely befektető számára. Az eszközosztály fókusza csak és kizárólag a kötvények. Négy különböző adatbázisról töltöttük le az adatokat, melyek a Yahoo Finance, a Boursorama, a Markets és az Umundi voltak. Az elemzésbe bevont zöldkötvény-alapok listáját, pénznemét és nettó eszközértékét a 2. táblázat tartalmazza.

2. táblázat

A kutatásban vizsgált zöldkötvény-alapok főbb jellemzői

Alap neve	Pénznem	Nettó eszközérték 2019 (Millió USD)
Allianz Green Bond W EUR	Euro	383,58
Amundi Rspnb Investing Green Bds I C	Euro	86,79
Amundi Rspnb Investing Imp Gr Bds I C	Euro	385,17
AXAWF Global Green Bds I Dis EUR	Euro	251,82
BfS Nachhaltigkeitsfonds Green Bonds	Euro	21,97
Calvert Green Bond I	USD	418,39
JSS Sustainable Green Bd Glb P EUR acc	Euro	24,36
Mirova Global Green Bond N	USD	39,65
NN (L) Green Bond I Cap EUR	Euro	1 422,64
Raiffeisen-GreenBonds I T	Euro	103,03
SEB Green Bond D EUR	Euro	122,62

Forrás: A Yahoo Finance, a Boursorama, a Markets és az Umundi adatbázisok

Az általunk kialakított portfólióban összesen 11 zöldkötvény-alap szerepel. Az alapok által kezelt vagyon összértéke mintegy 4 440 millió USD. A zöldkötvény-alapok kumulált nettó eszközértéke kevesebb mint a felét teszik ki az ezen időszak alatti teljes piac által kezelt vagyonnak. A feltüntetett alapok mind nyíltvégűek, pénznemüket tekintve pedig kilenc euro-, kettő pedig USD-árfolyamú. Ugyan az USD pénznemű alapokban az amerikai kötvényeknek a súlya a legnagyobb, az euro pénzneműben pedig az európai kötvényeknek, az elemzés során nem kezeljük őket külön kategóriában, mert mindegyik portfólió területileg is diverzifikált, valamint vállalati és állami kötvényeket is tartalmaznak. A hozamprémium meghatározásához a három hónapos amerikai kincstárjegy hozamát választottuk kockázatmentes hozamnak, melyet a U.S. Department of the Treasury oldaláról töltöttünk le.

Az elemzés fontos részét képezi a megfelelő benchmark-portfóliók kiválasztása, miután az egyes indexek hatása a kötvényalapok hozamára szignifikáns lehet. A kutatásban 3 indexszel dolgoztunk, amelyekhez az alapok teljesítményét hasonlítjuk. Az első index a zöldkötvény-piacot reprezentálja (S&P Green Bond Index), a második index (S&P Global Developed Aggregate Ex-Collateralized Bond Index) a hagyományos kötvénypiacot, a harmadik index (MSCI All-Country World Index) a globális értékpapír-piacot.

A három legnépszerűbb zöld index a Bloomberg Barclays MSCI Green Bond Index, a Solactive Green Bond Index és a S&P Green Bond Index, melyek közül az utóbbira esett a választásunk, miután az index komponenseinek legmagasabb számával a legdiverzifikáltabb mind közül. Az S&P Green Bond index célja a globális zöldkötvény-piac nyomon követése. Az úttörő index szigorú szabványokat tart fenn annak érdekében, hogy csak azokat a kötvényeket vonja be, amelyek bevételét környezetbarát projektek finanszírozására használják fel. A globális, fix kamatozású eszközök egyik leggyakrabban használt benchmarkja az S&P Global Developed Aggregate Ex-Collateralized Bond Index, amely szuverén, kormányzati- és piaci vállalatok által kibocsátott kötvények teljesítményének nyomon követésére szolgál.

A harmadik index, amelyhez a zöldkötvény-alapok teljesítményét mértük, a MSCI All-Country World Index. A legtöbb befektetési alap teljesítményéről szóló szakirodalomban a FTSE All-World Index mellett ezt használják a teljes pénzügyi piac reprezentálására. Az MSCI All-Country World Index globális részvényindex, melynek célja, hogy a nagy- és közepes kapitalizációjú részvényeket 23 fejlett és 26 feltörekvő piacon reprezentálja. 2019 decemberében több mint 3000 alkotóeleme volt 11 különböző ágazatban.

4.2. Az aktívan menedzselte portfólióelemzés alkalmazott módszertana

A szakirodalomban számos szempont szerint értékelik az aktívan menedzselte portfóliók teljesítményét, és leggyakrabban kockázattal korrigált mutatókat, többek között a Jensen-alfát, a Sharpe-rátát és a Sortino-rátát, illetve az M^2 -mutatót alkalmazzák (Rácz 2019). A zöld prémium számításakor az összefoglalónkban ismertetett szakirodalmak általában egy hagyományos kötvényportfólióval mérik össze a zöld portfólió teljesítményét. Ettől eltérően jelen kutatás három különböző eszközosztályra fókuszáló piaci (benchmark) index (részvényindex, kötvényindex, zöldkötvény-index) teljesítményéhez viszonyítva keres bizonyítékot a zöld prémium létezésére.

A legelterjedtebb mérőszám a kockázattal kiigazított hozamokra és a befektetések összehasonlítására a Sharpe-ráta, amely az egy kockázati, vagyis szórás egységre jutó többlethozamot mutatja meg. Egy befektetés „vonzeréjét” jelenti, azt, hogy egységnyi vállalt többletkockázatért megfelelő többlethozamot biztosít-e az adott befektetési alap. Miután a hozamok vizsgálata torz képet adhat egy befektetési stratégiáról az eltérő kockázatvállalás miatt, ezért a kockázattal korrigált mutatókkal a különböző kockázattal rendelkező eszközök összehasonlíthatóvá válnak. A Sharpe-rátát a következő képlet adja meg:

$$\text{Sharpe-ráta} = (r_i - r_f) / \sigma_i, \quad (1)$$

ahol r_i az eszköz hozama, r_f a kockázatmentes hozam és σ_i az eszköz szórása, azaz kockázata. A Sharpe-rátával az alapok teljesítménye összehasonlítható a referencia-indexekével is. Ha egy alap Sharpe-rátája magasabb, mint az indexeké, az azt jelenti,

hogyan felülteljesítette az indexet. Vannak azonban olyan esetek, amikor a Sharpe-ráta nem ad megbízható eredményt, például a hozamok negatív ferdeségénél alábecsüli a kockázatot, azaz a stratégia valójában kockázatosabb, mint amit a Sharpe-arány mutat⁵, ezért más mutatószámokat is alkalmazunk.

A Sortino-mutató a Sharpe-ráta egyik továbbfejlesztése, amely szintén a kockázattal módosított teljesítményt méri, de a kettő között az a különbség, hogy míg a Sharpe-ráta a teljes szórással számol, a Sortino-ráta csak a negatív szórással, azaz a Sharpe-rátával ellentétben nem bünteti a pozitív irányú volatilitást. Kiszűri a befektetők által egyébként kedvelt esetet, amikor az árfolyam emelkedése miatt nő a volatilitás. A Sortino-mutató képlete a hozamprémium és a portfólió negatív szórásának a hányadosa.

$$\text{Sortino-ráta} = (r_i - r_f) / \sigma_d, \quad (2)$$

ahol r_i az eszköz hozama, r_f a kockázatmentes hozam és σ_d a negatív hozamok szórása.

A Markowitz-féle portfólióelmélet alapján és az erre épülő tőkepiaci árfolyamok modell (CAPM) továbbfejlesztésével különböző modellek, mutatószámok használhatók a befektetési lehetőségek értékelő összehasonlításra a kockázat és hozam optimalizációjának szempontjából. A CAPM-modell elméletben jól működik, azonban feltevései a gyakorlatban sérülnek, és piaci anomáliák sokaságát hozták magukkal. Miután a gyakorlatban a realizált (ex post) hozamok figyelhetők meg (Lovas et al. 2019), ezért a CAPM-modell helyett az egyfaktoros indexmodellel dolgozunk. Az egyfaktoros indexmodell olyan regressziós modell, amely a portfólió által elért többlethozamot méri a benchmarkhoz képest. Ezzel a megközelítéssel tudjuk mérni az általunk összeállított zöldkötvény-portfólió piachoz viszonyított teljesítményét. Az eszköz- és a piac hozamprémiumaira a legkisebb négyzetek módszerével (OLS) illesztett egyenes az értékpapír karakterisztikus egyenese (SCL), melynek meredeksége béta, metszéspontja alfa (Bodie et al. 2005). Az alfa vagy más néven Jensen-alfa a portfólió többlethozamát számszerűsíti, kifejezi, hogy mekkora a különbség a portfólió átlagos hozama és a CAPM szerinti (itt: indexmodell szerinti) hozam között.

$$\alpha_i = E(r_i) - [r_f + \beta_i \cdot (E(r_m) - r_f)], \quad (3)$$

ahol α_i a többlethozam, $E(r_i)$ a CAPM-modell elméleti várható hozama, β_i a nem diverzifikálható piaci kockázat és $E(r_m - r_f) (= E(r_m) - r_f)$ a várható piaci kockázati prémium. A Jensen-alfa (α_i) pozitív értékéből arra következtethetünk, hogy az alapkezelő a referenciaindexnél magasabb hozamot ért el, tehát az aktív portfóliókezelés eredményes volt. A regressziós egyenletben az alfát t-próbával teszteltük, melyben

⁵ Rollinger, T.N. – Hoffmann, S.T.: *Sortino: A 'Sharper' Ratio*. <https://www.cmegroup.com/education/files/rr-sortino-a-sharper-ratio.pdf>. Letöltés ideje: 2019. június 5.

$H_0: \alpha = 0$. Ha a nullhipotézis elutasítható, azaz α nem egyenlő nullával, akkor az aktív portfóliókezelésnek van hozzáadott értéke. A β_i a piaci portfólió hozamprémiumával való együttmozgását magyarázza.

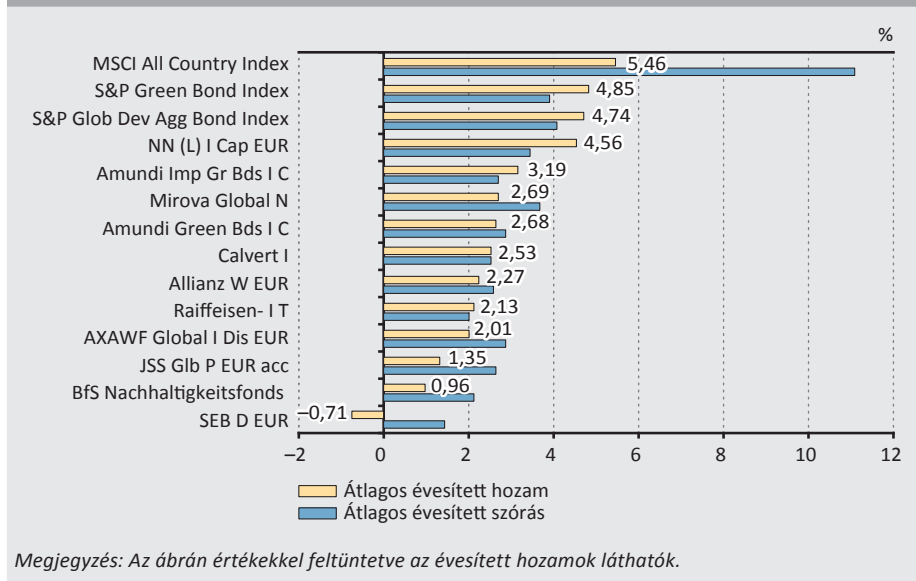
A mutatókat először a teljes időszakra, majd évekre lebontva számoljuk ki, hogy a kockázattal korrigált hozamok időbeli alakulását is megfigyeljük. *Ibikunle – Steffen (2017)* tanulmányából kiindulva arra számítunk, hogy a zöldkötvény-alapoknál is hasonló növekvő trend lesz látható, mint amit a zöldrészvény-alapoknál tapasztalt a fenntartható befektetések térhódítása miatt.

5. Az zöldkötvény-alapok teljesítményének mérése

A 11 zöldkötvény-alap és a 3 referenciaindex átlagos éves hozamát és volatilitását mutatjuk be elsőként, hogy áttekintést adjunk a vizsgálatba bevont zöldkötvény-alapok alapvető jellemzőiről. A vizsgált időszakra a napi árfolyamadatokból évesített logaritmikus hozamokat számoltunk, a napi hozamok és a szórás évesítése során az átlagos kereskedési napokkal (250-nel) korrigálva. A hozamprémium meghatározásához a 3 hónapos amerikai kincstárjegy hozamát tekintettük kockázatmentes hozamnak.

3. ábra

A zöldkötvény-alapok és a referenciaindexek éves átlagos hozamai és szórásai 2017. február 28. és 2020. február 28. között



A 11 zöldkötvény-alap közül tíznek sikerült pozitív hozamot elérnie, azonban a zöldkötvény-alapok hozama minden vizsgált benchmark-portfóliónál alacsonyabb hozamot realizált, ezért egyik sem tudta megverni a piacot, egyik benchmark-indexhez képest sem. Az alapok hozama átlagosan 2,15 százalék volt, ezzel csak a kockázatmentes hozamot (2 százalék) sikerült felülmúlniuk, de az indexek 4–5 százalék körüli hozamától messze elmaradnak. A zöldkötvény-alapok közül a legnagyobb eszközértékű, az NN (L) alap teljesített a legkiemelkedőbben (4,56 százalék), azonban ezzel az eredménnyel is csak megközelítenie sikerül a legalacsonyabb hozamú referenciaindexet (4,74 százalék). Jellemzően az alacsonyabb hozam mellett a vizsgált alapoknak a kockázatuk is alacsonyabb volt. Az eredmények azt mutatják, hogy a zöldkötvény-alapok ugyan nem jövedelmezőbb befektetések, de a piaci portfóliókhöz képest kevésbé kockázatosak (3. ábra). Más kutatás is jutott arra a megállapításra, hogy a fenntartható befektetések alacsonyabb kockázatúak más portfólióknál (Taghizadeh-Hesary et al. 2021).

A szórások alakulását illetően nem meglepően az MSCI All Country Indexnek a szórása a legmagasabb, ami indokolható azzal, hogy a részvények kockázatosabb eszköznek számítanak, mint a kötvények. Az indexek közül az S&P Green Bond index, azaz a zöldkötvény-index és az S&P Bond Index, azaz a hagyományos kötvényportfólió indexének teljesítménye kockázatban és hozamban is közel azonos. Megjegyezzük, hogy a legnagyobb hozamú zöldkötvény-alap csak a második legnagyobb kockázatot viseli, azonban a hozam és szórás kapcsolatáról csak a kockázattal korrigált mutatók számolása után érdemes további következtetéseket levonni.

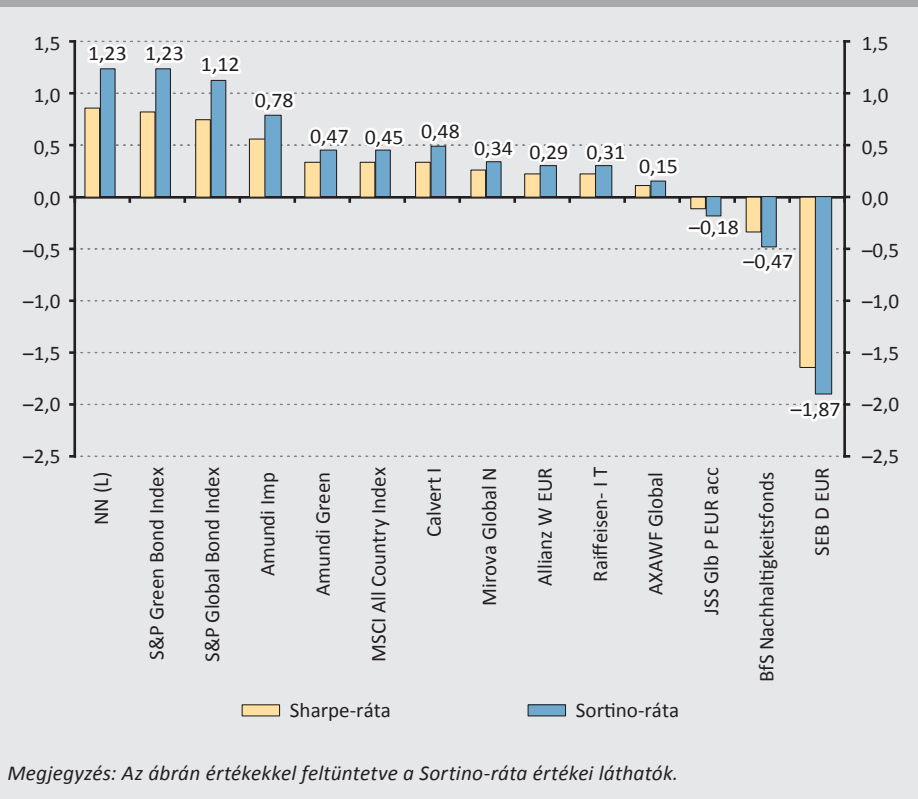
5.1. A kockázattal korrigált mutatók

Az előzőekben bemutatott, évesített hozamok alapján kapott sorrend a zöldkötvények és a benchmarkok között vitatható, miután a portfóliómenedzserek különböző kockázat mellett érték el a hozamokat. A teljesítmények korrekt értékelésére alkalmasabbak a kockázattal korrigált mutatószámok. Jelen tanulmányban a Sharpe-ráta és két továbbfejlesztett változata, a Sortino-ráta és az M^2 -mutató alapján kapott teljesítményeket ismertetjük.

Míg a hozamok esetén a három benchmark-index teljesített a legjobban, a legmagasabb Sharpe-rátát a zöld benchmark-index és egy zöldkötvény-alap, az NN (L) alap érte el. A részvénypiaci indexet két zöldkötvény-alap kockázattal korrigált mutatója is megelőzte. A zöldkötvény-alapokra számolt Sharpe-ráták három alap kivételével pozitívak, ami azt jelenti, hogy a legtöbb zöldkötvény-alap felülteljesítette a kockázatmentes hozamot. A zöldkötvény-alapok átlagos teljesítménymutatója 0,07, míg a negatív értékek kizárásával 0,36, így összességében éppen csak a részvénypiaci index előtt végeznek (4. ábra).

Az NN (L) alap volt az egyetlen olyan zöldkötvény-alap, amely a zöld- és a hagyományos piaci indexeknél is nagyobb teljesítményt ért el a vizsgált periódusban. A két Amundi-alap ugyan a két említett index mögött végzett, de a részvényindex felett teljesített. Az alapoknak tehát csak a negyede bizonyult jobb befektetésnek a piacnál és volt képes egységnyi kockázatra vetítve magasabb hozam elérésére. Az eredményekből az is látszik, hogy pusztán a hozam alakulásából nem érdemes a teljesítményre következtetni, mert például a Mirova Global N alap magasabb hozammal zárta a vizsgált időszakot, mint az Amundi Imp alap (3. ábra), azonban ezért jóval magasabb kockázatot is vállalt, és így az egységnyi kockázatra vetített hozamban az Amundi Imp alap – mint ahogyan ezt a Sharpe-ráta-rangsor is tükrözi – jobb teljesítményt ért el. A legalacsonyabb hozamú zöldalapokról elmondható, hogy a Sharpe-ráta általi sorrendben is utolsók, miután a kockázatmentes hozamot nem sikerült elérniük (4. ábra).

4. ábra
A zöldkötvény-alapok rangsorolása a Sharpe-ráta alapján és a Sortino-ráták



A Sortino-ráta a Sharpe-ráta egyik továbbfejlesztett változata, amely kifinomultabban kezeli az árfolyamváltozásokat, mert nem bünteti az árfolyamok emelkedését, csak a visszaesésük kockázatával számol. A Sortino-ráta eredményei a Sharpe-ráták sorrendjén csak két alap esetén változtattak. Lényeges, hogy egy újabb alap, a Calvert I alap is megveri a részvénypiaci benchmarkot, így már a 11 zöldkötvény-alapból 4 alap bizonyul jó befektetésnek az aktuális piaci körülmények között (4. ábra). A pozitív Sharpe-rátájú portfóliók Sortino-mutatója mind magasabb, azaz a pozitív irányba kiugró értékek száma több volt, mint a negatívoké. Ezért egy kis mértékű balra elnyúló, jobbra ferde hozameloszlást feltételezünk, amit a hozamokra futtatott leíró statisztikai függvény is alátámaszt, ahol a ferdeségi mutató negatív, és az átlagok kisebbek a mediánnál, az pedig a módusznál. Tehát a hozamok aszimmetrikusak, eloszlásuk nem normális. Ezért a Sortino-mutató pontosabb eredményt ad az alapok teljesítményéről.

Külön, éves bontásban tekintve az egyes zöldkötvény-alapok hozamait, növekvő tendencia fedezhető fel teljesítményükben. A megfigyelt hozamváltozás indikálja a kockázattal korrigált hozammutatók vizsgálatát az időszak szerinti bontásban. A vizsgálat első két időszakában az alapok Sortino-mutatói negatívak, azonban a harmadik évben, azaz a 2019. március eleje és 2020. február vége közötti adatok alapján, hét alap mindhárom benchmark-indexet túlteljesítette, a négyből három alap pedig két benchmark-indexnél is jobban teljesített (3. táblázat). A negatív Sortino-rátájú SEB D EUR zöldkötvény kivételével tehát mindegyik zöldalap teljesítménye felülmúlta a referenciaindexeket a vizsgált periódus 3. évében. Eredményünk összhangban áll *Chen – Chang (2012)* és *Ibikunle – Steffen (2017)* konklúziójával, miszerint az időablak előretolásával a zöldalapotok egyre jobban teljesítenek, és eltűnik a zöld prémium.

3. táblázat**A zöld prémium időbeli alakulásának vizsgálata a Sortino-mutató évenkénti bon-
tásával**

Zöldkötvény-alapok	Időszakok Sortino-mutatói		
	2017.03.01.– 2018.02.28.	2018.03.01.– 2019.02.28.	2019.03.01.– 2020.02.28.
Allianz W EUR	-1,14	-0,98	2,77
Amundi Green Bds I C	-1,09	-1,14	3,32
Amundi Imp Gr Bds I C	-0,95	-0,69	3,32
AXAWF Global I Dis EUR	-1,50	-1,27	2,53
BfS Nachhaltigkeitsfonds	-1,31	-2,21	2,21
Calvert I	-1,85	-0,81	3,43
JSS Glb P EUR acc	-2,06	-1,99	3,33
Mirova Global N	-0,82	-0,65	2,48
NN (L) I Cap EUR	0,04	0,24	3,16
Raiffeisen- I T	-1,80	-1,02	3,00
SEB D EUR	-2,50	-3,87	-0,68
MSCI All Country Index	2,78	-0,56	0,02
S&P Global Dev Agg Bond Index	2,01	-1,31	2,69
S&P Green Bond Index	3,20	-1,43	2,06

A Sharpe-ráta egy másik továbbfejlesztett mutatója az M^2 -mutató, amely kiküszöböli a ráta tényleges, számszaki összehasonlíthatóságának hiányát (3. táblázat). A Sharpe-ráta csak rangsorolja az alapokat a kockázattal korrigált teljesítményük szerint, de az M^2 -mutató a portfólió kockázatát a piaci kockázatához igazítja, és megadja az így kialakított portfólió elméleti hozamának és a benchmark hozamának a különbségét. Megmutatja, mennyivel teljesített jobban vagy rosszabbul az adott alap a piacnál. Jelen tanulmányban a zöld prémium mértékére következtetünk a mutató alakulásából.

Megjegyezzük, hogy a negatív Sharpe-rátájú alapok itt nem értelmezhetők, és torzítják az eredményeket, nélkülük (JSS Glb P, BfS Nachhaltigkeitsfonds, és SEB D EUR) a zöld prémium +0,2 és -1,75 bázispont között változik (4. táblázat). A részvényindexhez viszonyítva tehát nincs zöld prémium, átlagosan 0,2 százalékkal magasabb hozamot produkáltak a zöldkötvény-alapok. Számításunk szerint a kötvény- és a zöldkötvény-indexnél a zöldkötvény-alapok átlagosan mintegy 1,58–1,75 százalékkal maradtak alul, ami azt jelenti, hogy a zöldkötvény-alapok átlagosan 1,6 bázispont zöld prémiumot fizetnek, ami megfelel a szakirodalmakban (MacAskill et al. 2021; Harrison 2019; Gianfrate – Peri 2019) mért értékeknek.

4. táblázat
Az M²-mutatók alakulása mindhárom piaci (benchmark) indexhez viszonyítva

	M ² -mutató (%) (részvényindex)	M ² -mutató (%) (kötvényindex)	M ² -mutató (%) (zöldkötvény-index)
NN (L)	5,49	0,38	0,11
S&P Green Bond Index	5,17	0,26	–
S&P Global Bond Index	4,47	–	–0,25
Amundi Imp	2,29	–0,80	–1,02
Amundi Green	0,02	–1,64	–1,82
MSCI All Country Index	–	–1,65	–1,82
Calvert I	–0,10	–1,69	–1,86
Mirova Global N	–0,76	–1,93	–2,09
Allianz W EUR	–1,36	–2,15	–2,30
Raiffeisen- I T	–1,42	–2,17	–2,33
AXAWF Global	–2,55	–2,59	–2,72
Átlagos zöld prémium	0,20	–1,58	–1,75

A Sharpe-ráta és a Sortino-ráta értékei csak az átlaghozamtól, a kockázatmentes hozamtól és a teljes vagy alsóági kockázattól függenek. A mutatókat nem befolyásolta a benchmark-index megválasztása, mindegy, hogy a hagyományos vagy zöld indexekhez mértük a teljesítményüket. Az M²-mutató számolásában azonban a benchmark-indexet is használjuk, ezért mind a három index esetén feltüntettük az eredményeket, noha a későbbi számításunkból kiderül, valójában csak az egyik benchmark-index korrelál a zöldkötvény-alapok hozamával.

Csak a kockázattal korrigált mutatók figyelembevétele nem elegendő annak meghatározásához, hogy az alapok relatívan hogyan teljesítettek, ezért a következőkben a CAPM-moddellen alapuló, egyváltozós indexmodellel számított eredményeket mutatjuk be. Előtte a választott benchmarkokra szükséges tennünk kitekintőt. Az alfa és a béta értékei, melyek a portfóliómenedzser kiválasztási és alapkezelő képességét, illetve az alapok piaccal való együttmozgását mérik, érzékenyek a választott benchmarkokra. Ezért felmerül a kérdés, melyik benchmarkot válasszuk.

A zöldkötvény-alapok és a globális részvénypiac között kis mértékű negatív korrelációt találtunk, mely –0,2 és 0 között mozog, így t-teszttel megerősítettük, hogy a két hozam értéke egymástól független. Az alapok és kötvényindexek között azonban már erősebb, pozitív irányú szignifikáns korreláció mérhető. Meglepő, de azt kaptuk, hogy a globális kötvényindex jobban korrelál a zöldkötvény-portfóliókkal, mint a zöld index. Ennek az lehet az oka, hogy míg az előbbi tartalmazhat zöldértékpapírokat is, de az utóbbi kizárja a hagyományos kötvényeket, így összetétele kevésbé hasonlít az alapokéhoz. *Bauer et al. (2005)* az etikus befektetési alapok elemzéséből szintén

arra jutott, hogy az etikus indexek magyarázó ereje igen gyenge. A korrelációvizsgálatban kapott eredményekből kiindulva a globális kötvényindexhez viszonyítjuk az alapok hozamprémiumát, miután a korrelációs számítás szerint az MSCI World index kevésbé magyarázza azok mértékét.

Az 5. táblázat az S&P Global Bond kötvényindexszel futtatott regressziós egyenlet eredményeit tartalmazza, ahol a függő változó az index hozamprémiuma, a független változó pedig az alapok kockázatmentes hozam feletti prémiumai. A Jensen-alfa alapvetően a CAPM-modell szerinti, várható hozam feletti többlethozamot adja meg, de annak már említett gyakorlati nehézségei miatt az indexmodellt alkalmazzuk a hozamprémiumok mérésére.

5. táblázat			
Az egyváltozós indexmodell paraméterei a kötvényindex-benchmarkkal			
Zöldkötvény-alapok	Alfa (%)	Béta	R²
Allianz W EUR	0,001	0,16*	0,06
Amundi Green Bds I C	0,0026	0,37*	0,28
Amundi Imp Gr Bds I C	0,0045	0,38*	0,33
AXAWF Global I Dis EUR	0,0003	0,35*	0,25
BfS Nachhaltigkeitsfonds	-0,0011	0,19*	0,13
Calvert I	0,0016	0,40*	0,42
JSS Glb P EUR	-0,0022	0,34*	0,28
Mirova Global N	0,0022	0,40*	0,20
NN (L) I Cap EUR	0,0099	0,39*	0,21
Raiffeisen- I T	0,0058	0,06*	0,01
SEB D EUR	-0,0068*	0,37*	0,13

Megjegyzés: * $p < 0,05$

A zöldkötvény-alapok teljesítményéről elmondható, hogy a 11 aktívan kezelt alap közül a nyolc pozitív alfájú alap felülteljesítette a piacot reprezentáló, globális kötvényindex-benchmarkot. A Jensen-alfával kapott kockázattal kiigazított, abnormális hozamok eredményei összhangban állnak korábbi számításainkkal, miszerint a BfS Nachhaltigkeitsfonds, a JSS Glb P EUR és a SEB D EUR alapok negatív hozamot, negatív Sharpe-rátát és szintén negatív Sortino-rátát produkáltak. A p-értékek 5 százalékos szignifikanciaszinten mért vizsgálatkor azonban csak a SEB-alap esetében vehetjük el a nullhipotézist, tehát a kötvényindextől szignifikánsan csak az egyik, legrosszabbul teljesítő alap teljesítménye különbözik, azonban a determinációs együttható értékének alacsony volta miatt a zöld prémiumra vonatkozóan messzemenő következtetések nem vonhatók le.

Elemzésünkben a szignifikáns bétákból látható, hogy a benchmark-index jól magyarázza az alapok teljesítményét. A béták t-próbájával egy eszköz piaci érzékenységét

magyarázzuk, a béta a benchmark-index hozamának egységnyi változására az adott eszköz hozamában bekövetkezett változást adja meg. A béták átlaga 0,21, tehát kis mértékben mozognak együtt a piaccal, és kevésbé kockázatos eszközöknek minősülnek. A Calvert I alap bétája a legmagasabb, 0,42, és a determinációs együttható is itt mutatja a legnagyobb értéket, vagyis a Calvert I alap hozamprémiumának a varianciáját a globális kötvényindex 42 százalékban magyarázza.

Összességében az aktív alapkezelésnek tehát nem volt hatása a zöldkötvény-alapok hozamainak alakulására, az alapkezelő tevékenysége sikertelen volt, mert képességével nem tudta megverni a piacot. Eredményünk alátámasztja *Fama és French (2020)* eredményeit az aktívan kezelt amerikai részvényalapokról, amelyek hosszú távon a piacot alulteljesítették még költségkorrekció után is, sőt, alapvetően negatív alfákat kaptak az aktívan kezelt alapokra.

6. Összefoglalás

A tőkepiacokon zöld forradalom zajlik. A klímacélok megvalósulását szolgáló, fenntartható papírok népszerű befektetési lehetőségnek tűnnek, azonban meglepő módon elterjedésük kulcsa nem feltétlenül rejtett a magasabb hozamban. A zöldkötvények empirikus irodalmából bemutattuk, hogy a befektetők hajlandók lemondani a hozam egy részéről a kibocsátók javára, és részt venni a klímafinanszírozásban, zöld prémium fizetésével támogatva a fenntartható célok elérését. A zöld prémium egy másik, hasonló tulajdonsággal bíró konvencionális eszközökhöz mért negatív hozam, azaz a befektető részéről egyfajta hozamáldozatnak tekinthető, amelyből a kibocsátó a termék zöld minősítésének érdekében felmerült költségeit finanszírozza. Kutatásunkból az is kiderül azonban, hogy a befektetők „zöldítők” eszközallokálása nem kell, hogy veszteséget realizáljon, számukra akár már középtávon is jövedelmező stratégia lehet.

Két hipotézist fogalmaztunk meg. Az első hipotézist elfogadtuk, hiszen a hozamok alakulásából és a kockázattal korrigált mutatókból is látható volt a zöldkötvény-alapok benchmarkokhoz viszonyított alulteljesítése. Az M^2 -mutató átlagos értékéből két benchmark esetén is bebizonyosodott a zöld prémium létezése, és a részvényindexhez viszonyítva csak minimálisan teljesítettek jobban a zöldkötvények. A CAPM-alapú regressziós modellből azonban az alacsony magyarázó erő és az insignifikáns eredmények miatt a zöld prémiumra nem tudtunk érvényes következtetéseket levonni. A másik hipotézisünket szintén elfogadtuk, mert egyetlenegy zöldkötvény-alap, az NN (L) alap mindvégig kiemelkedő teljesítményt mutatott, tehát elképzelhető zöld prémium nélküli, jövedelmező zöldkötvény-portfólióba fektetni.

Kutatásunk azt az összefüggést támasztja alá, hogy a befektetők választása a zöldkötvényekbe való investálással kezdetben ugyan „csak” reputációs értéket képviselt, de idővel, az adatainkból kirajzolódó trend folytatásával, a zöld prémium eltűnik, és

a zöldkötvényektől jobb teljesítmény, magasabb hozam is várható. A teljes időszakot vizsgálva, a 11 zöldkötvényből álló portfólió alapjainak nagy részénél igazoltuk a zöld prémium meglétét, az évek előre haladtával azonban a zöld prémium kevésbé jelent meg, és kisebb mértékben. Egy másik, irodalmakban elterjedt nézetet sikerült így azonosítanunk, mégpedig a zöld prémium piac általi beárazódását. A Sortino-ráták évenkénti vizsgálatából kiderült, hogy a zöldkötvények egyre jobban teljesítenek, és némelyik a benchmark-indexek felülteljesítésére is képes.

Megállapításainkkal kiemeljük a környezeti preferenciák megerősítésének szerepét és jelentőségét a kötvénypiaci szereplők körében. A környezetbarát befektetői preferenciák tőkésítése fontos katalizátora lehet az éghajlatváltozás „veszélyes” hatásainak elkerülése és mérséklése érdekében. Annak ellenére, hogy a zöldkötvény-alapok nem teljesítettek jól a teljes mintában, láthattuk, hogy idővel eltűnhet a zöld prémium, és jövedelmező befektetésekké is válhatnak, de úgy véljük, csak akkor, ha a zöld(kötvény)- alapok körüli szabályozási kérdések tisztázódnak.

Felhasznált irodalom

- Baker, M. – Bergstresser, D. – Serafeim, G. – Wurgler, J. (2018): *Financing the Response to Climate Change: The Pricing and Ownership of U.S. Green Bonds*. SSRN Electronic Journal. <http://doi.org/10.2139/ssrn.3275327>
- Baranyai Eszter – Banai Ádám (2020): *Do climate change projections appear in mortgage characteristics?* 11th Annual Financial Market Liquidity Conference, Hungary, 26-27 November.
- Bauer, R. – Koedijk, C.G. – Otten, R. (2005): *International evidence on ethical mutual fund performance and investment style*. Journal of Banking and Finance, 29(7): 1751–1767. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.06.035>
- Bodie, Z. – Kane, A. – Marcus, J.A. (2005): *Befektetések*. Aula Kiadó.
- Boros Eszter (2020): *A klímaváltozás kockázatai és a hitelintézeti stressztesztek*. Hitelintézeti Szemle, 19(4): 107–131. <http://doi.org/10.25201/HSZ.19.4.107131>
- CBI (2017): *Green bonds policy: Highlights from 2016*. Technical report, Climate Bonds Initiative. <https://www.climatebonds.net/files/files/2016%20GB%20Market%20Roundup.pdf>. Letöltés ideje: 2019. május 5.
- CBI (2020): *2019 Green Bond Market Summary*. Technical report, Climate Bonds Initiative. https://www.climatebonds.net/files/reports/2019_annual_highlights-final.pdf. Letöltés ideje: 2019. május 5.

- Chen, Y.S. – Chang, C.H. (2012): *Enhance green purchase intentions: The roles of green perceived value, green perceived risk, and green trust*. *Management Decision*, 50(3): 502–520. <https://doi.org/10.1108/00251741211216250>
- Climent, F. – Soriano, P. (2011): *Green and Good? The Investment Performance of US Environmental Mutual Funds*. *Journal of Business Ethics*, 103: 275–287. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0865-2>
- Deschryver, P. – de Mariz, F. (2020): *What Future for the Green Bond Market? How Can Policymakers, Companies, and Investors Unlock the Potential of the Green Bond Market?* *Journal of Risk Financial Management*, 13(3): 61. <https://doi.org/10.3390/jrfm13030061>
- Ehlers, T. – Packer, F. (2017): *Green Bond Finance and Certification*. *BIS Quarterly Review*, September: 89–104. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1709h.htm. Letöltés ideje: 2019. május 5.
- Fama, E.F. – French, K.R. (2010): *Luck Versus Skill in the Cross Selection of Mutual Fund Returns*. *The Journal of Finance*, 65(5): 1915–1947. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01598.x>
- Filkova, M. – Boule, B. – Frandon-Martinez, C. – Giorgi, A. – Giuliani, D. – Meng, A. – Rado, G. (2018): *Bonds and Climate Change: The State of the Market 2018*. https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_sotm_2018_final_01k-web.pdf. Letöltés ideje: 2019. május 5.
- Fogarassy, Cs. – Neubauer, É. – Mansur, H. – Tangl, A. – Oláh, J. – Popp, J. (2018): *The main transition management issues and the effects of environmental accounting on financial performance – with focus on cement industry*. *Administratie si Management Public* (31), pp. 52–66. <https://www.ceeol.com/search/article-detail?id=718218>. Letöltés ideje: 2021. február 8.
- Forsbacka, K. – Vulturius, G. (2019): *A Legal Analysis of Terms and Conditions for Green Bonds*. *Europarättslig Tidskrift* 3: 379–442. https://www.stockholmsustainablefinance.com/wp-content/uploads/2018/06/Forsbacka_Vulturius_2019.pdf. Letöltés ideje: 2021. június 5.
- Gianfrate, G. – Peri, M. (2019): *The green advantage: Exploring the convenience of issuing green bonds*. *Journal of Cleaner Production*, 219: 127–135. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.02.022>
- Gyura Gábor (2020): *Az adicionalitás vizsgálata a zöld kötvények kapcsán*. PhD-értekezés, Pécsi Tudományegyetem. <https://pea.lib.pte.hu/bitstream/handle/pea/23690/gyura-gabor-phd-2020.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Letöltés ideje: 2021. február 8.

- Hachenberg, G. – Schiereck, D. (2018): *Are green bonds priced differently from conventional bonds?* Journal of Asset Management, 19(6): 383–423. <https://doi.org/10.1057/s41260-018-0088-5>
- Harrison, S. (2019): *Green Bond pricing in the primary market: January – June 2019*. https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_gb_pricing_h1_2019_final.pdf. Letöltés ideje: 2020. január 5.
- Hyun, S. – Park, D. – Tian, S. (2018): *The price of going green: The Role of Greenness in Green Bond Markets*. <http://www.iksa.or.kr/resource/global/hak/2018-1-1.pdf>. Letöltés ideje: 2020. január 5.
- IBA (2021): *Green Bond Principles and the EU framework for green finance*. International Bar Association. https://www.ibanet.org/article/f43b78f6-59d7-4b29-a332-e10ccc9ff0be#_ftnref2. Letöltés ideje: 2021. április 25.
- Ibikunle, G. – Steffen, T. (2017): *European Green Mutual Fund Performance: A Comparative Analysis with their Conventional and Black Peers*. Journal of Business Ethics, 145(2): 337–355. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2850-7>
- ICMA (2019): *Green Bond Principles Voluntary Process Guidelines for Issuing Green Bonds*. International Capital Market Association. <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Regulatory/Green-Bonds/June-2018/Green-Bond-Principles---June-2018-140618-WEB.pdf>. Letöltés ideje: 2020. szeptember 5.
- Jókuthy Laura (2020): *Zöld kötvények. Befektetés a jövő generációjának*. Szakmai cikk, Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/jokuthy-laura-zold-kotvenyek-befektetes-a-jovo-generaciojanak.pdf>. Letöltés ideje 2021. február 5.
- Karpf, A. – Mandel, A. (2018): *The changing value of the ‘green’ label on the US municipal bond market*. Nature Climate Change, 8(2): 161–165. <https://doi.org/10.1038/s41558-017-0062-0>
- Kidd, D. (2015): *Indexes Sprout Up as Green Bonds Take Root*. Investment Risk and Performance. 2015(1). <https://deborahkidd.com/wp-content/uploads/Indexes-Sprout-Up-as-Green-Bonds-Take-Root-1.pdf>. Letöltés ideje: 2019. február 2.
- Kolozsi Péter Pál (2019): *Piaci összeomlással fenyeget a klímaváltozás?* Economania. <https://economaniablog.hu/2019/12/17/piaci-osszeomlással-fenyeget-a-klimavaltozas/>. Letöltés ideje: 2021. április 25.
- Lovas Anita – Berlinger Edina – Dömötör Barbara – Keresztúri Judit Lilla – Ölvedi Tímea – Petróczy Dóra Gréta – Pollák Zoltán (2019): *Pénzügyi számítások – Bevezetés a pénzügyi termékek értékelésébe*. http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/4465/1/PenzugyiSzamitasokKonyv_201912.pdf. Letöltés ideje: 2020. február 5.

- MacAskill, S. – Roca, E. – Liu, B. – Stewart, R.A. – Sahin, O. (2021): *Is there a green premium in the green bond market? Systematic literature review revealing premium determinants*. Journal of Cleaner Production, 280(2): 124491. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2020.124491>
- MNB (2019): *Zöld pénzügyek Magyarországon*. Konzultációs dokumentum, Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/zold-penzugyek-konzultacios-dokumentum.pdf>. Letöltés ideje: 2020.01.05.
- Mihálovits Zsolt – Tapaszi Attila. (2018): *Zöldkötvény, a fenntartható fejlődést támogató pénzügyi instrumentum*. Pénzügyi Szemle, 2018(3): 312–327.
- Nanayakkara, M. – Colombage, S. (2019): *Do investors in Green Bond market pay a premium? Global evidence*. Applied Economics, (51)40: 4425–4437. <https://doi.org/10.1080/00036846.2019.1591611>
- Németh-Durkó Emilia (2019): *Környezet és pénzügyek*. Műhelytanulmány, Budapesti Corvinus Egyetem Befektetések és Vállalati Pénzügy Tanszék, Budapest. <http://unipub.lib.uni-corvinus.hu/4294/>. Letöltés ideje: 2019. november 1.
- OECD (2017): *Investing in Climate, Investing in Growth*. OECD Publishing, Paris. <http://doi.org/10.1787/9789264273528-en>
- Partridge, C. – Medda, F.R. (2020): *The evolution of pricing performance of green municipal bonds*. Journal of Sustainable Finance and Investments, 10(1): 44–64. <https://doi.org/10.1080/20430795.2019.1661187>
- Pham, L. (2016): *Is it risky to go green? A volatility analysis of the green bond market*. Journal of Sustainable Finance & Investment, 6(4): 1–29. <http://doi.org/10.1080/20430795.2016.1237244>
- Rácz Dávid Andor (2019): *Abszolút hozamú befektetési alapok teljesítményének értékelése – a teljesítménymanipulálás kimutatása*. Közgazdasági Szemle, 66(7–8): 824–846. <https://doi.org/10.18414/KSZ.2019.7-8.824>
- Reichelt, H. (2010). *The euromoney environmental finance handbook – Green bonds: a model to mobilise private capital to fund climate change mitigation and adaptation projects*. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/680921507013408005/pdf/120168-BRI-PUBLIC-euromoney-handbook-2010-green-bonds.pdf>. Letöltés ideje: 2019. május 2.
- Sági Judit (2020): *Zöldkötvények kibocsátásának egyes kérdései, a környezeti célokkal összefüggésben*. Polgári Szemle, 16(4–6): 270–278. <https://doi.org/10.24307/psz.2020.1019>
- Stempler Balázs (2021): *ESG-befektetés: Az ESG-értékelések alkalmazása smart beta stratégiában*. Hitelintézeti Szemle, 20(2): 91–116. <http://doi.org/10.25201/HSZ.20.2.91116>

- Sartzetakis, E.S. (2020): *Green bonds as an instrument to Finance low carbon transition*. Economic Change and Restructuring, 54: 755–779. <https://doi.org/10.1007/s10644-020-09266-9>
- Shislov, I. – Morel, R. – Cochran, I. (2016): *Beyond transparency: unlocking the full potential of green bonds*. Institute for Climate Economics. https://www.i4ce.org/wp-core/wp-content/uploads/2016/06/I4CE_Green_Bonds-1.pdf. Letöltés ideje: 2019. február 2.
- Timár Barnabás (2021): *Hogyan árazza a piac a felelős és fenntartható befektetéseket?* Hitelintézeti Szemle, 20(2): 117–147. <http://doi.org/10.25201/HSZ.20.2.117147>
- Taghizadeh-Hesary, F. – Yoshino, N. – Phoumin, H. (2021): *Analyzing the Characteristics of Green Bond Markets to Facilitate Green Finance in the Post-COVID-19 World*. Sustainability, 13(10): 5719. <https://doi.org/10.3390/su13105719>
- Tang, D.Y. – Zhang, Y. (2018): *Do shareholders benefit from green bonds?* Journal of Corporate Finance, 61(C). <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.12.001>
- Tuhkanen, H. – Vulturius, G. (2020): *Are green bonds funding the transition? Investigating the link between companies' climate targets and green debt financing*. Journal of Sustainable Finance & Investment. <https://doi.org/10.1080/20430795.2020.1857634>
- Zerbib, O.D. (2019): *The effect of pro-environmental preferences on bond prices: Evidence from green bonds*. Journal of Banking & Finance, 98(January): 39–60. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2018.10.012>

A pénzügyi kirekesztődés a digitális fizetési térben*

Somogyvári Márta

A fizetési rendszerek digitalizálódása egyre gyorsul és feltartóztatatlannak tűnik. Ma vegyes, a készpénzre és a digitális pénzre épülő fizetési rendszereket használunk, de egyre több jegybank vizsgálja a digitális jegybanki pénz bevezetésének lehetőségét és a teljes digitalizációt is. Ennek legnagyobb gátja nemcsak a forgalomban levő készpénz mennyiség növekedése, hanem azoknak a társadalmi csoportoknak a helyzete is, amelyek nem használnak elektronikus fizetési módokat, kirekesztődnek a pénzügyi szolgáltatásokból. Ennek a jelenségnek több oka is van, ide tartozik a gazdasági és az intellektuális hozzáférés nehézsége, a digitális és pénzügyi jártasság alacsony szintje, a bankok üzletpolitikája, valamint a digitális infrastruktúrához történő hozzáférés nehézségei. A pénzügyi kirekesztődés mérséklésében segíthet a digitális hozzáférés szubvencionálása, a különböző nevelési oktatási programok, de a legátütőbb megoldást azok a fejlesztések jelenthetik, amelyek mesterséges intelligencia segítségével helyettesítik a személyes kapcsolatot. Ehhez gyors, biztonságos, transzparens, a pénzügyi kirekesztődés által érintett heterogén csoportok sajátosságait figyelembe vevő innovációkra van szükség.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E42, D14, G20, G53

Kulcsszavak: pénzügyi kirekesztődés, elektronikus fizetési rendszerek, pénzügyi jártasság, digitális pénzügyek, készpénzhasználat, fizetési infrastruktúra, jövő bankja

1. Bevezetés

A 21. században a gazdaságot és a mindennapi életet is a digitális térből irányítjuk és a világról szóló információink is itt csapódnak le. A digitalizálódás megállíthatatlannak tűnik a pénzügyi világban is. A pénzügyeknek a mindennapi élet szempontjából életbevágóan fontos szegmensét jelentik a ma még vegyesen, készpénzzel vagy készpénz nélkül lebonyolítható fizetési tranzakciók. A különböző digitális fizetési módok nemcsak a felhasználó számára jelentenek új, sokszor az eddiginél gyorsabb és kényelmesebb megoldásokat, de a bankok és pénzintézetek is napról napra új technológiai kihívásokkal szembesülnek. A Covid-járvány alatt a félelem

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

Somogyvári Márta egyetemi docens a Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kara Kvantitatív Menedzsment Intézetében. E-mail: somogyvari.marta@ktk.pte.hu

A magyar nyelvű kézirat első változata 2021. március 10-én érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <http://doi.org/10.25201/HSZ.20.4.6586>

a papírpénzen és a pénzerméken esetlegesen előforduló kórokozóktól jelentősen megemelte a kártyás fizetés reputációját. Ezt a folyamatot elősegítette az érintés nélküli tranzakciók összehatárának felemelése 15 ezer forintra. A nagyobb kiskereskedelmi egységekben az érintéses fizetési módok mellett elsősorban a fiatalok használják a mobilapplikációkat is. Ha csak a szakajtóban nap mint nap bejelentett újabb digitális megoldásokat, az azonnali átutalás bevezetését, a hírekben főcímekeket elfoglaló kriptopénzek árfolyamait és a központi bankok által meglebegtetett elképzeléseket nézzük a nemzeti fizetőeszközök, vagyis a „fiat pénz” teljes digitalizációjáról, akkor hajlamosak vagyunk elhinni, hogy nemsokára búcsút mondhatunk a papírpénznek.

A számok azonban mást mutatnak. Késspénzzel szinte mindenki fizet, a késspénzt használók aránya 2015-ben még csaknem 99 százalék volt (*Illyés – Varga 2015*), és a késspénzes tranzakciók aránya a kiskereskedelemben még 2019-ben is 80 százalék volt (*MNB 2020*). A magyarországi késspénzállomány 2012 és 2019 között évente csaknem 14 százalékkal 6 500 milliárd forintra nőtt (*Végső 2020*), és a koronavírus járvány hatására 2020 decemberére ez az összeg elérte a 7 291 milliárdot¹. Ezek az adatok azt mutatják, hogy még sokáig együtt fogunk élni a késspénzzel, és ha emelkedik is a digitális eszközökkel történő fizetések száma, a késspénz mint megtakarítási forma (*Végső et al. 2018*) valószínűleg nem veszít népszerűségéből a jövőben sem. A digitalizáció ennek ellenére feltartóztathatatlan. Megkérdőjelezhetetlen érvnek tűnik, hogy az elektronikus fizetési rendszerek elősegítik a gazdaság fejlődését, és jelentős költségmegtakarítást jelentenek a társadalom számára (*Turján et al. 2011*). Ez a megtakarítás azonban azok számára, akik kiszorulnak a digitális pénzügyi világból, egyáltalán nem realizálódik. A digitalizáció előrehaladásával ezek a csoportok kiszorulnak a pénzügyi termékek potenciális vevőinek köréből, és az egyre inkább elektronikus térbe áttevődő kereskedelmi tranzakciókhoz sem férnek hozzá.

Jelen esszében azt veszem számba, hogy milyen általános érvek szólnak a fizetési rendszerek teljes digitalizációjára mellett, és ezzel szembeállítom azokat az előnyöket is, amelyeket a késspénz nyújt. Összefoglalom a pénzügyi kirekesztődésre vonatkozó szakirodalmat, és bemutatom azokat a tényezőket, amelyek egyes sérülékeny társadalmi csoportok számára lehetetlenné teszik a csatlakozást a digitalizált pénzügyi térhez és benne a digitális fizetési módokhoz. A dolgozat felhívja a figyelmet a késspénzhasználat teljes kivezetéséből adódó etikai problémákra, illetve bemutat néhány innovációs irányt, amellyel csökkenteni lehet a pénzügyi kirekesztődést.

¹ *Sajtóközlemény a Magyar Nemzeti Bank előzetes statisztikai mérlegéről.* Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/mnbmerleg-hu-202101.pdf>. Letöltés ideje: 2021. február 19.

2. Útban a készpénzmentes fizetési rendszerek felé

Az egyes országok a fizetési rendszerek digitalizációjának különféle fokozatain állnak, amit a digitális megoldások sokfélesége és a pénzforgalom digitális csatornákon lebonyolított hányada jellemez. Az újabb meg újabb FinTech-megoldások a készpénzes és újabban a kártyás fizetés kiváltására nemcsak a több kártyatársaság által kibocsátott fizikai kártyát kezelni képes elektronikus kártyákat, elektronikus pénztárcákat jelentik, hanem együtt járnak a szolgáltatók számának látványos növekedésével is. A banki és a pénzügyi szektor olyan, a nemzetközi digitális térben működő versenytársakat kapott, amelyek könnyen jutnak kockázati tőkéhez, flexibilisen tudnak reagálni a fogyasztói igényekre, és nem vonatkozik rájuk a 2008 óta egyre szigorodó mennyiségi és minőségi tökélefeleléségi követelményeket előíró Bázeli III (Kerényi et al. 2017), illetve az egyes országok szigorú pénzügyi szabályai és sokszor betévédelmi intézkedései sem. Mindez azt is jelenti, hogy a felhasználókat szinte semmi nem védi egy esetleges hackertámadás vagy a szolgáltató csődje esetén. Amikor valaki a Revolut segítségével szeretne tőzsdéi ügyleteket lebonyolítani és egyik pillanatról a másikra eltűnik az egyenlege vagy kiderül a német tőzsdén Blue Chipként jegyzett Wirecardról, hogy mérleghamisítással leplezte a tőkehiányát, akkor alapvetően rendülhet meg a felhasználók bizalma a FinTech-szektorban (Zeranski – Sancak 2020). Éppen ezért a versenyben világszerte egyre nagyobb szerepet játszanak azok a BigTech-vállalatok, amelyekben óriási piaci súlyuk és a Covid-járvány hatására robbanásszerűen növekedő felhasználói körük miatt is jobban bíznak a felhasználók, és fenyegető versenytársai lehetnek a FinTech-vállalatoknak, (amelyeket rendszerint felvásárolnak), illetve a hagyományos pénzügyi szektornak egyaránt. A Facebook Libra projektje megmutatta, hogy az egyes országok nemzeti pénzteremtési szuverenitására mekkora veszélyt jelenthet egy a nagy technológiai vállalatok által kontrollált nemzetközi fizetési ökoszisztéma bevezetése. A Libra projekt célja egy stabil devizából és alacsony volatilitású eszközökből összeállított devizakosárral fedezett, de tulajdonságait tekintve inkább a készpénzhez hasonló decentralizált és anonim, univerzális digitális fizetési rendszer kialakítása (Brühl 2020). A Facebook ugyan végig azt hangoztatta, hogy a projektet a pénzügyi szabályok betartásával szeretné elindítani, de nyilvánvaló, hogy az általuk elképzelt digitális fizetési rendszer nem tudja megoldani az ügyfélazonosítással és a pénzmosás megakadályozásával kapcsolatos problémákat. A Libra bevezetésének szándéka felhívta a jegybankok és a pénzügyi szabályozás figyelmét a BigTech-tőrekvések veszélyességére, és ez felgyorsította a diskurzust a jegybanki digitális pénz bevezetéséről (Didenko et al. 2020). A projekt látszólag megbukott, miután a világ legnagyobb központi bankjai sorra nyilvánították ki kritikájukat, de a cég nem tett le róla, hiszen a Librával elmentésben már nem egy devizakosárhoz, hanem a dollárhoz kötött új pénz, a Diem bevezetésén fáradozik.

Ha a mai fizetési rendszereket és a lehetséges fejlődési irányokat nézzük, akkor három, a jövőben is lényeges paradigmát különböztethetünk meg a csak készpénzes és csak digitális fizetési rendszerek között:

- a ma általános vegyes, vagyis készpénzre és digitális fizetési módokra épülő fizetési rendszert;
- a készpénzkímélő, elsősorban digitális fizetésre épülő, de kisebb címleteket még használó fizetési rendszert;
- a digitális jegybanki pénzre (és esetlegesen a kriptopénzekre) épülő, teljesen készpénzmentes fizetési rendszert.

A készpénz kivezetése mellett felsorakoztatott érvek három csoportba sorolhatók: a digitális fizetési módok által nyújtott kényelem; a készpénz felhasználása különféle bűncselekményekre; a készpénzes fizetési rendszerek fenntartásának társadalmi és privát költségei.

Az első érv természetesen tűnik mindazoknak, akik otthonosan mozognak a digitális térben, nem hordoznak magukkal készpénzt, nem állnak sorban a bankban, egyetlen bankkártyával fizetnek a boltban vagy az internetes vásárlásaikért, otthonról intézik el a banki átutalásokat, azonnal értesítést kapnak a bankszámlájukon történt tranzakciókról.

Ugyanakkor a készpénzes fizetés sokak szerint a feketegazdaság, a pénzügyi bűncselekmények és az adócsalás melegágya (Rogoff 2016). A készpénz kétség kívül felhasználható különböző illegális tevékenységek, mint a kábítószerkereskedelem, a csempészet, a terrorizmus finanszírozására, illetve pénzmosásra. A készpénz kínálat csökkentésével és a készpénzforgalom korlátozásával azonban a mai vegyes fizetési rendszerben nem lehet érdemben csökkenteni a bűnözést, illetve a pénzmosást. Ezek ugyanis fokozatosan áttevődnek a digitális csatornákra, felhasználva a kriptopénzek, illetve a darknet által nyújtott lehetőségeket. A készpénz és a feketegazdaság kapcsolatát elemezve Cleland (2017:82) megállapítja, hogy Nagy-Britanniában a be nem fizetett adó az utóbbi tíz évben nem nőtt annak ellenére, hogy a készpénz iránti igény 75 százalékkal nőtt, és levonja ebből azt a következtetést, hogy, ellentétben a közvélekedéssel, a készpénz kivezetésével nem lehet jelentősen csökkenteni vagy netán megszüntetni az adócsalást. A Deutsche Bundesbank (DB) kicsit árnyaltabban közelíti meg a kérdést, amikor rámutat arra, hogy egyelőre nincs olyan empirikus bizonyíték, ami igazolná a készpénz kivezetésének pozitív hatását a befizetett adókra. Ezzel szemben vannak olyan tényezők, amelyek egyértelműen befolyásolják az adófizetési hajlandóságot, ilyen az önfoglalkoztatók aránya, az adómérték és a szociális hozzájárulási kötelezettség nagysága (DB 2019a:49).

A készpénz előállítás, szállítása, őrzése, az elhasználandó papírpénz és érmék pótlása bonyolult logisztikai folyamatokat feltételez, ráadásul erőforrás-igényes és drága. *Turján et al. (2011)* összesen 103 milliárd forintos megtakarítást feltételez, amennyiben a következő feltételek teljesülnek: a kártyás POS-tranzakciók elérik az évi 1 milliárd darabot, a papíralapú átutalásokat teljes egészében sikerül elektronikus útra terelni, a nyugdíjakat bankszámlákra utalni, illetve a sárga csekkes postai befizetéseket teljesen kiváltani átutalással, illetve csoportos beszedéssel. Sajnos arról nem született tanulmányok, hogy ez a megtakarítás a digitalizálódás elterjedésével realizálódott-e. Ez az összeg azonban alacsonynak tűnik a GDP-hez viszonyítva, és kérdéses, hogy valódi-e a megtakarítás, ha az összképet nézzük. Nem tudjuk, hogy a készpénz kivezetése, vagy a digitalizáció erőltetett bevezetése milyen szereplőkre ró nagyobb terhet, milyen, a banki és pénzügyi folyamatoktól független költségeket vagy nehézséget okoz a társadalom pénzügyileg sérülékeny csoportjai számára. Ezekbe a csoportokba nemcsak azok a háztartások tartoznak, amelyek nem férnek hozzá a digitális térhez, hanem azok a főleg mikrovállalkozások is, amelyek ezekkel a csoportokkal vannak kapcsolatban. Különösen nagy terhet ró a digitalizáció a kereskedelemre, hiszen a digitális fizetési módok esetében a költségek több mint felét ők állják, többek között a kártyatársaságok és bankok felé fizetendő díjak, a terminállal kapcsolatos fenntartási költségek formájában (*Schmiedel et al. 2013; Business Insider 2019*). Ugyan a kártyás tranzakciókkal kapcsolatos költségek az utóbbi időben jelentősen csökkentek, ezek a német adatok szerint még mindig hozzávetőleg 34 százalékkal drágábbak a kereskedők számára, mint a készpénzes tranzakciók (*DB 2019b*). Amíg a nagy kereskedelmi láncok számára ezek a rendszerek könnyen menedzselhetőek, a kis, kevésbé tőkeerős vagy akár kényszervállalkozások likviditását és akár fennmaradási esélyeit is jelentősen rontják.

A készpénz kivezetésével szembeni érveket két nagyobb csoportra oszthatjuk. Ezek egyrészt az egész pénzügyi rendszer stabilitására, másrészt a lakosság készpénzhez való ragaszkodására vonatkoznak. A pénzügyi rendszer stabilitását azért erősítheti a készpénz jelenléte, mert ezzel akkor is fenn lehet tartani a fizetési forgalmat, amikor a digitális csatornákon valamilyen zavar keletkezik. Ennek oka lehet a rendszer szoftveres vagy hardveres hibája, vagy valamilyen külső cybertámadás. Nem elhanyagolható problémát okozhat a villamosenergia-rendszer összeomlása, az akárcsak pillanatnyi, vagy akár napokig tartó áramszünet. Ezekben az esetekben a lakosság számára a készpénz biztonsági tartalékként funkcionálhat. A készpénz tartalékképző szerepe lehet az az ok, ami miatt a fejlett digitális pénzügyi kultúrával rendelkező országokban is magas a lakoságnál található készpénz mennyisége (*Végső 2020*). A lakosság széles rétegei számára a készpénzhez való fizetés az a fizetési mód, ami egyszerű, ingyenes és biztosítja az azonnali, különféle díjak és költségek nélküli felhasználást. Fontos szempont a készpénz anonimitása, a személyes adatok védelme is (*Greenham – Travers-Smith 2011*). A digitális fizetési csatornákkal ellentétben nem elhanyagolható a készpénz pszichológiai funkciója sem, hiszen a készpénzhez

való ragaszkodásnak gyakran érzelmi okai vannak. Ez az, amit az emberek megszoktak, ami fizikailag is megfogható, és ez a fizikai hozzáférés és a készpénzes fizetés aktusa személyesebb, mint a digitális tranzakció. Az adatok is azt mutatják, hogy a készpénz népszerűsége a digitális alternatívák ellenére ma még töretlen az egész világon (Cleland 2017).

Ha ma úgy is tűnik, hogy a készpénz sokáig velünk marad, a digitális fizetési eszközökhez való hozzáférés egyre fontosabbá válik. A készpénzmentes, vagy először csak készpénzkímélő fizetési rendszerre történő áttérésben Magyarország élen jár. Ezt bizonyítja a kiskereskedelmi fizetések digitális irányba terelése, a kötelező kártyaelfogadás az online kasszák mellé, az üzleti szférában a készpénzes fizetésekre vonatkozó megszorítások, az azonnali átutalások sikeres bevezetése. A pénzügyi világ és a fizetési rendszerek digitalizálása egyben azt is jelenti, hogy a gazdasági tranzakciók egyik legfontosabb eleme virtuálissá válik, és azok, akik nem mozognak otthonosan a virtuális világban, kirekesztődnek annak lehetőségeiből. A pénzügyi kirekesztődés hatása ezekre a társadalmi csoportokra olyan – szinte nem, vagy csak nehezen számszerűsíthető – externáliákkal jár, amiket rendszerint nem veszünk számba a digitális fizetési módok társadalmi hatásának értékelésekor.

3. A pénzügyi kirekesztődés a digitális világban

A pénzügyi szolgáltatásokhoz való hozzáférés teljes hiánya a 2010-es évek végén több mint 1,7 milliárd embert érintett a világon (Demirgüç-Kunt et al. 2018). Ők azok, akiknek nincs banki kapcsolatuk, nem kapnak hitelt, nem férnek hozzá különböző befektetési, biztosítási, megtakarítási termékekhez és szolgáltatásokhoz. A vegyes fizetési rendszerek esetében a hozzáférés hiánya látszólag nem jelenti a teljes kirekesztést, hiszen a készpénzhez mindenki, vagy majdnem mindenki hozzáfér. Az elektronikus fizetési rendszerek egyre szélesebb körű elterjedése viszont azt jelenti azok számára, akik készpénzfüggők, hogy nehezen vagy csak korlátozottan tudnak részt venni a gazdasági életben. Ez természetesen vonatkozik a háztartásokra is, hiszen világszerte a háztartások csak kevesebb mint felének van hozzáférése az alapvető pénzügyi szolgáltatásokhoz. Azok, akik az elektronikusan kifizethető szolgáltatásokhoz és termékekhez közvetlenül nem férnek hozzá és csak a készpénzes fizetési módokra hagyatkoznak, drágábban tudnak termékeket és szolgáltatást beszerezni, ha egyáltalán elérhetők számukra, és ez lecsapódik az alacsonyabb életszínvonalukban és az anyagi jólétükben is. A webshopok általában alacsonyabb haszonkulccsal dolgoznak, mint az üzletek, bizonyos összeghatár fölött ingyenes a házhozszállítás is. Akinek nincs bankkártyája, az vagy nem tud egyáltalán az internetről rendelni, vagy közvetítőkre van utalva, akik bizonyos felárért lebonyolítják helyette a vásárlást. A másik lehetőség az áruk megvásárlása azokban a különböző kereskedelmi egységekben, amelyek drágábban árulják ugyanazokat a termékeket. Amennyiben ezek az emberek vidéken, tömegközlekedéssel nehezen

megközelíthető helyen laknak, akkor bizonyos termékekért be kell utazni a városba, amihez rendszerint az informálisan utaztatással vagy fuvarozással is foglalkozó, gépkocsival rendelkező ismerősök segítségét kell igénybe venni. A kiskereskedelmi egységek vagy akár a mozgóboltok árszínvonala a falvakban jelentősen meghaladja városi üzletekét, miközben a fogyasztók között nagyon sokan kevés jövedelemmel rendelkeznek. A pénzügyi kirekesztődés így gyakran együtt jár a szociális kirekesztődéssel (Kempson at al. 2000).

3.1. A fizetési módok használata a készpénztől a digitális megoldásokig

A pénzügyi szolgáltatások széles portfóliójából a fizetési rendszerekhez való hozzáférés a legelterjedtebb, hiszen, ellentétben a hitelezéssel vagy a banki szolgáltatásokkal, készpénzt mindenki használhat. Vannak azonban olyan marginálisnak tűnő, de több százezer emberből álló csoportok a felnőtt lakosság körében, akik elvesztették a pénzügyi önrendelkezésüket. Ide tartoznak többek között azok a középkorú és idősebb emberek is, akik kognitív képességeik elvesztése miatt nem tudnak már a készpénzzel sem bánni. Közülük jelenleg sokan rendelkeznek akár bankszámlával is, mégis a környezetük, általában a családjuk intézi helyettük a pénzügyeiket. Hosszabb távot tekintve ugyanakkor elterjedt az a feltételezés, hogy amikor a mostani digitális pénzügyi rendszert használó középkorú generációk elérik az öregkort, ez egyben az idősebbek teljes felzárkózását jelentheti a digitális pénzügyi szolgáltatásokat használók körébe (Ilyés – Varga 2015; Horn – Kiss 2019). Ezt a várt teljes felzárkózást megnehezítheti az idősebb korosztályok egészségi állapotára vonatkozó néhány megfigyelés. Közülük talán a legfontosabb, hogy az idősek körében a kognitív képességek beszűkülésével járó legelterjedtebb betegség a demencia, ami egyrészt világszerte a hetedik leggyakoribb halálok volt 2019-ben (WHO 2020), másrészt a magas jövedelmű országokban a harmadik a vezető halálokok között, és az előrejelzések szerint a demensek aránya a népességben belül folyamatosan növekedni fog².

Azok, akik rendelkeznek a pénzügyeik felett, különböző mértékben használják a digitális szolgáltatásokat. A csak készpénzt használók közül sokan önkéntesen mondanak le a digitális fizetési módokról. Ebben az esetben megvan számukra a hozzáférés lehetősége, de úgy gondolják, hogy nincs rá szükségük, és kulturális vagy érzelmi okból ragaszkodnak a készpénzhez (Claessens 2006).

Az elektronikus fizetési módok felhasználóinak köre az alkalmi felhasználóktól a teljesen digitalizált, csak elektronikus pénzt használókig terjed. Az alkalmi felhasználók azok, akiknek nincs bankszámlájuk. Ők általában valamilyen szabadon, vásárlásra felhasználható prepaid kártyát használnak, de idetartozik a villamosenergia-szolgáltatás esetében az előfizetés mérőhöz szükséges kártya, a mobiltelefon egyenlegének

² *Alzheimer's and other dementias – Statistics & Facts.* <https://www.statista.com/topics/3722/alzheimer-s-disease-and-other-dementias/>. Letöltés ideje: 2021. január 14.

feltöltése, de Magyarországon a SZÉP-kártya használata is (bár ott a kártya mögött van egy technikai számla).

A következő csoportban azokat találjuk, akik igénylik a személyes kapcsolatot a bankszámlájukkal kapcsolatos információkkal, esetleges problémákkal kapcsolatban. Közülük sokan kényszerű felhasználók, hiszen például közalkalmazottként kötelezően bankszámlára kapják a fizetésüket, vagy bankszámlára utaltatják a nyugdíjat, de semmilyen más szolgáltatást nem használnak. Havonta egyszer felveszik a pénzt készpénz formájában a bankfiókban vagy egy ATM-automatából. Az esetleges átutalásokat papíron, a bankban adják le, a kitöltéshez igénybe veszik a banki alkalmazottak segítségét, és bár sokan közülük csoportos beszédessel fizetik a közszolgáltatásokat, de a bankban kérnek felvilágosítást a bankszámlájuk állásáról. A személyes kapcsolatot a banki ügyintézővel azért is igénylik, mert egyedül nem boldogulnának, nincs megfelelő információjuk a banki folyamatokról, nem tudják, hogy mikor, milyen számlát érdemes fenntartaniuk. Ennek részben az az oka, hogy a tájékoztatók a banki termékekről, számlatípusokról, kondíciós listákról viszonylag nehezen érhetőek el. A bankok honlapjáról is csak hosszú keresés után lehet letölteni ezeket a hivatalos dokumentumokat, a honlap könnyebben elérhető részei a célcsoportnak szóló marketinges anyagokat tartalmaznak. Ezek a dokumentumok ugyan a bankfiókokban is kifüggesztésre kerülnek, de a banki tájékoztatás hivatalos nyelvezete nehezen érthető, a megfogalmazás túl szakmai, az információkat egy kívülálló elég nehezen tudja értelmezni. Nem véletlen, hogy az EU 2014/92/EU irányelve előírja a bankoknak a bankszámlákkal kapcsolatos érthető és transzparens tájékoztatást (EU 2014).

A digitális pénzügyi világba történő belépés legnagyobb ugrása az internetes bankolás. Ha nem is mindig különül el a készpénzhasználók és elektronikus pénzt használók köre, hiszen készpénzt ma szinte mindenki használ, de a határvonal azok között, akik a személyes banki kapcsolatot igénylik, és nem vesznek részt a digitális bankolásban és a netbankot használók között viszonylag éles. A netbankot használók aránya Magyarországon alig marad el az EU átlagától, az EU-ban 2020-ban a lakosság 57 százaléka, Magyarországon 51 százaléka használta az internetes bankolást. Ez az arány viszont nagyon alacsony az olyan legerőteljesebb lefedettségű északi országokhoz képest, mint Finnország vagy Norvégia, ahol 90 százalékon felüli a netbankot használók aránya (EC 2020).

Az internetes bankolás, valamint a hozzá kapcsolódó kártyás és ma már telefonos applikációkkal történő fizetések pozitív tapasztalatai, az ezzel járó kényelem és a rendszerhez való non-stop hozzáférés igénye megalapozhatja a FinTech fizetési módok használatát is. Ezek ma nagyon sokrétűek. Ide tartoznak többek között az internetes, kártya nélküli fizetési megoldások; a netes POS-terminálként funkcionáló fizetési kapuk, melyek összekötik az e-kereskedelem résztvevőit és a bankokat; a mobil P2P (peer to peer) fizetési megoldások; a fizikai bankkártyák mögötti technikai

számlákkal kapcsolatot tartó mobil pénztárcák, a külföldön dolgozó vendégmunkásokat és az otthon maradt családtagokat összekötő digitális nemzetközi pénzküldési szolgáltatók; a mobiltelefonos fizetési rendszerek (*Business Insider 2019*).

3.2. A hozzáférés és a használat megkülönböztetése

A digitális fizetési rendszerekhez való hozzáférés valójában a kínálati oldal megfelelő szolgáltatásainak és termékeinek elérhetőségét jelenti. Amennyiben a kínálati oldal megtalálja a megfelelő célcsoportokat, akkor a kínálat és a kereslet közös metszeteként jutunk a felhasználókhoz. A használatból kimaradók köre két csoportra osztható: olyanok, akik önkéntesen rekesztik ki magukat a digitális fizetési rendszerek használatából, illetve olyanok, akik valamilyen külső vagy belső okból rekesztődnek ki a használatból (*Claessens 2006*).

Vajon miért rekesztik ki magukat önkéntesen bizonyos potenciális felhasználók a digitális fizetési rendszerek használatából annak ellenére, hogy sem a rendelkezésükre álló infrastruktúra, sem a digitális jártasságuk nem akadályozná meg ezt? Az egyik gyakorlati ok az, ha fizetésüket, illetve jövedelmüket készpénzben kapják, így nem éri meg azt havonta befizetni a bankszámlára. A használat elutasításának másik, általános oka az elektronikus pénz virtualitásában keresendő. Akik bankkártyát használnak vagy bankszámláról utalnak, azoknak sokszor nem egyértelmű, hogy mire és mekkora összeget költenek, és azt sem tudják, hogy éppen mekkora összeg van a számlájukon. Ez pedig oda vezethet, hogy nem tudják megfelelően beosztani a jövedelmüket. A nemzetközi felmérések is azt mutatják, hogy sokkal könnyebben osztják be az emberek a pénzüket, ha az megfogható, fizikai formában létezik. A banki kapcsolatokkal nem rendelkezők mintegy 31 százaléka mondta egy nagy-britanniai kutatásban, hogy ezért nem rendelkezik banki kapcsolatokkal (*Lloyds Bank 2017*).

3.3. A nem önkéntes kirekesztődés okai

Ahhoz, hogy meg tudjuk ítélni, milyen termékekre és szolgáltatásokra lenne szükség a digitalizálódás penetrációjának fokozásához, fel kell tárnunk azokat az okokat, amelyek miatt a népesség viszonylag jelentős aránya még mindig a készpénzhez van kötve (*Demirgüç-Kunt et al. 2008*). Annak, hogy sokan kényszerűen rekesztődnek ki a digitális fizetési rendszerből, vannak olyan szubjektív és objektív elemek, amelyek gyakran egymást erősítik. Ezeket az akadályokat két nagy csoportra oszthatjuk. Az első csoportban a digitális fizetési szolgáltatásokhoz való hozzáférés akadályait, a másodikban a banki kínálatból adódó kirekesztődést elősegítő tényezőket és a szabályozással összefüggő problémákat találjuk.

3.3.1. A digitális pénzügyi fizetési infrastruktúra elérhetősége

A pénzügyi infrastruktúrához történő hozzáférés történhet személyesen vagy digitális módon. Ugyan van már példa Magyarországon is olyan lehetőségre, hogy

interneten, videós azonosítással nyissunk bankszámlát vagy intézzük el a számlával kapcsolatos ügyeinket, de ezek csak úttörő lehetőségek, viszonylag jó digitális jártasságot és folyamatos nagy sebességű internetes hozzáférést feltételeznek. Az általános módszer az, hogy a számlanyitáshoz személyesen be kell menni a bankfiókba, a készpénzfelvétel is csak a bankban, vagy ATM-ből, esetleg a postafiókban történhet. Nem véletlen, hogy *Ilyés és Varga (2015)* a szociodemográfiai tényezők felsoroláskor kiemeli, hogy a település nagysága alapvetően befolyásolja a bankszámlás lefedettséget, és a kistelepüléseknek a hatása negatív a banki szolgáltatások igénybevételére. A településtípus így egyértelműen meghatározza a banki szolgáltatások fizikai elérhetőségét (*Horn – Kiss 2019*). A magyar bankfiókhálózat az utóbbi időszakban jelentősen zsugorodott. 2008-ban még több mint 4 400 bankfiók volt az országban (Helmeczi 2010), ezzel szemben a Magyar Nemzeti Bank (MNB) bankfiók- és ATM-keresője 2021 elején már csak 1 844 bankfiókot mutat. A hazai települések 78 százalékában nincs bankfiók, csak Közép-Magyarországon és a Dél-Alföldön megfelelő a bankfiók sűrűsége, vagyis csak itt érhető el szinte minden településen pénzügyintézet (*El-Meouch et al. 2020*). A többi területen, ahol a pénzügyileg különösen sérülékeny, aprófalvakban lakó szegény lakosságot találjuk, nem csak a bankfiók hiánya, hanem a hiányzó tömegközlekedés is jelentős hátrányt jelent a pénzügyi infrastruktúrához való hozzáféréshez (*El-Meouch et al. 2020*).

Magyarország az egy főre eső ATM-ellátottság terén a Világbank 2019-es adatai alapján Szlovákia szintjén áll, de jelentősen elmarad Horvátországtól és még Romániától is.³ Az addig dinamikusan növekvő ATM-telepítés a világban 2011-től jelentősen lelassult, 2017-ben pedig láthatóan megállt (*World Bank 2021*). 2021 februárjában 4 685 ATM-et találunk az országban. A pénzfelvétel a postán is történhet, ez 2021-ben 2 554 postafiókot jelent. A kisebb vidéki fiókok korlátozott nyitvatartása miatt azok, akik dolgoznak, nehezen vehetik igénybe a postán elérhető, ugyancsak korlátozott banki szolgáltatásokat. A digitális fizetési rendszerekhez való széleskörű hozzáférés a vidéki területeken nincs megoldva, de maga a pénzfelvétel valamilyen módon a nagyobb településeken megoldható.

A bankfiók számának csökkenése nem csak a magyarországi bankkonszolidációval függ össze. Ez olyan öngerjesztő folyamat, amit elősegít a digitális pénzügyi megoldások elterjedése is. Ha az ügyfelek netbankon intézik az ügyeiket, és a fizetések eltolódnak az elektronikus irányba, akkor csökken az igény a személyes kapcsolatokra, ami a bankfiók kihasználtságának csökkenését vonja maga után. A pénzügyi szolgáltatásokat nyújtó FinTech-cégek által generált verseny negatívan hat a bankok nyereségességére is (*Scardovi 2017*). Ezt tetézik a klasszikus bankokra vonatkozó egyre szigorodó előírások. Az új, gyakran nemzetközi szolgáltatásokat nyújtó FinTech-cégek szabályozása ugyanis ma még meglehetősen laza. A bankok az élesedő versenyre költségcsökkentéssel reagálnak, ami miatt egyre több bankfiókot

³ 100 ezer lakosra kb. 61 ATM jut (*World Bank 2021*).

zárnak be. A vidéki lakosság hozzáférése a banki szolgáltatásokhoz már régi probléma az egész világon.

A digitális hozzáférés alapvető feltétele a megfelelő digitális eszközök birtoklása és az internetkapcsolat. Magyarországon 2018-ban a háztartások 48 százaléka rendelkezett lappal, 42 százalékukban volt asztali számítógép, 15 százalékukban tablet, és szinte minden háztartásban volt egy vagy több mobiltelefon (KSH 2018). Arról, hogy hány háztartásban nem található internetezésre alkalmas infokommunikációs eszköz, nincs adat, de amikor a Covid19-járvány miatt digitális tanrendre álltak át az iskolák, sok vidéki kistérségen az internetkapcsolat, a digitális eszközök és a villamos energia hiánya jelentette a legnagyobb problémát. A tanodákkal rendelkező falvakban végzett felmérés szerint a tanulók több mint egyharmada nem tudott bekapcsolódni a digitális oktatásba⁴. Az internetes lefedettség tekintetében az ország viszonylag jól áll, hiszen a vezetékes szélessávú hálózat a háztartások 94 százalékára terjed ki, a nagysebességű szélessávú lefedettség 90 százalék, a 4G-lefedettség 97 százalék. Ha a használatot tekintjük, akkor már sokkal rosszabb a kép. A rendszeresen internetező 2019-ben a lakosság 80 százalékát teszik ki, az internetfelhasználók 66 százaléka használja a netbankot, ami a 2017-es 49 százalékot tekintve nagyon nagy emelkedés. Ezzel szemben viszont a lakosság 9 százaléka egyáltalán nem használ internetet. A mobil-szélessáv használata az EU-ban a legalacsonyabb, Magyarországon 100 előfizető közül csak 70 használja a mobilnetet. Az Európai Bizottság DESI kompozit indexe alapján, ami a technológiai előrehaladást (a szélessávú internet kiépítettségét és használatát, a szélessávú mobilinternet elterjedtségét és az árazását), a társadalom képzettségi szintjét, az internethasználat elterjedtségét és az e-kormányzást tartalmazza, Magyarország az EU 28 országa közül a 21. helyen áll (EC 2020). A digitális pénzügyi megoldások használatához elengedhetetlen infrastrukturális feltételek a legszegényebb vidéki, szegregált háztartások kivételével ugyan rendszerint rendelkezésre állnak, de azok használata nem tükrözi a lehetőségeket.

3.3.2. Gazdasági hozzáférés

Hiába állnak rendelkezésre a megfelelő hálózati infrastrukturális feltételek, ha a deprivált háztartások nem tudják megfizetni. Világszerte a háztartások alacsony jövedelme az egyik legkifejezettebb indikátora annak, hogy ki használ csak készpénzt (Greenham – Travers-Smith 2011), de ugyanez az összefüggés kimutatható a GDP-vel is (Bech et al. 2018). A magyar kutatások is megerősítik ezt (Horn – Kiss 2019). Ha megkíséreljük összeszedni, hogy milyen költségtényezők befolyásolják a digitális infrastruktúrához való hozzáférést, akkor a villamos energia ára, a vezetékes és

⁴ Amit a digitális tanrend felszínre hoz: sok helyen nem hogy digitális tudás, de megfelelő tér, vagy áram sincs – tanodák, roma közösségi szervezetek és szülők tapasztalatai. https://www.rosaparks.hu/wp-content/uploads/2020/06/K%C3%B6z%C3%B6ss%C3%A9gi_kutat%C3%A1s%C3%B6v.pdf. Letöltés ideje: 2021. január 14.

a mobilinternet ára az, ami gátja lehet az esetlegesen rendelkezésre álló infrastruktúrára történő kapcsolódásnak. A szegény családban élő emberek az első jövedelmi tizedben mintegy 1 millióan vannak, nagyon alacsony, éves 500 ezer Ft körüli jövedelemmel, és a második tizedbe tartozó újabb 1 millió ember jövedelme sem éri el az éves 1 millió forintot⁵. A villamos energia rendelkezésre állása ugyan magától értetődőnek tűnik Magyarországon, de nagyon sok olyan szociális helyzete miatt védendő fogyasztó van, aki viszonylag nagy hátralékot halmozott fel. A kikapcsolt fogyasztói helyek száma 2017-ben csaknem 100 ezer volt⁶, 2019-ben az egy éven túli tartozással rendelkező fogyasztók száma kicsit meghaladta a 300 ezret⁷. Számukra a vezetékes internet és a mobilinternet is megfizethetetlen. A legolcsóbb netes tarifák havi 4–5 ezer forint körül vannak, vagyis a legszegényebbek számára éves jövedelmük csaknem 10 százalékát tenné ki a vezetékes internet igénybevétele. A mobilinternetet még a jobb jövedelemmel rendelkezők közül sem használja mindenki, a mobiltelefon-használat tarifái ugyanis a legmagasabbak közé tartoznak az Unióban (EC 2020). A legsérülékenyebbek és legszegényebbek számára a digitális infrastruktúrához kapcsolódás a mai jövedelmi viszonyok alapján lehetetlen. Számukra a készpénz az egyetlen olyan univerzális fizetési eszköz, amihez külön költségek nélkül hozzáférhetnek, és amit mindenütt azonnal fel tudnak használni (Végső et al. 2018).

3.3.3. Intellektuális hozzáférés

Ahhoz, hogy valaki megfelelőképpen használja az infokommunikációs eszközöket, és megtanulja, hogyan kell használni az elektronikus pénzt, két dologra van szükség: digitális készségekre és pénzügyi jártasságra. A magyar lakosság digitális készségei még az alapszintű készségeket tekintve is az uniós átlag alatt vannak, 49 százalék az Unió 58 százalékával szemben, és ez az utóbbi években sajnos nem mutatott pozitív irányú fejlődést (EC 2020). Az iskolázottsággal nő a digitális fizetési eszközöket használók aránya, de a csak 8 általánossal, sőt még a szakmunkásképzővel rendelkezők is jelentősen lemaradnak, ha esetleg van is bankszámlájuk, nem használnak bankkártyát (Ilyés – Varga 2015). Ennek nem csak az lehet az oka, hogy a kevésbé iskolázottak közül azok, akik meg is tudnák fizetni a pénzügyi infrastruktúrához való hozzáférést, nem tudják kezelni a számítógépet vagy az okostelefont, de nagyon gyakran a fizetésük egészét vagy egy részét is készpénzben kapják, vidéken laknak, sokszor alkalmi munkából tartják el magukat, és ezért úgy gondolják, nincs is szükségük elektronikus fizetési eszközökre. A digitális jártasság hiánya egyértelműen megállapítható az idősebb generációk esetében, a magasabb kor egyértelműen

⁵ Egy főre jutó bruttó és nettó jövedelem jövedelmi tizedek szerint. Központi Statisztikai Hivatal. https://www.ksh.hu/docs/hun/xstadat/xstadat_eves/i_zhc047.html. Letöltés ideje: 2021. január 14.

⁶ *Eladósodottság és hátralékosság*. Éves jelentés a lakhatási szegénységről 2018. <https://www.habitat.hu/mivel-foglalkozunk/lakhatasi-jelentesek/lakhatasi-jelentes-2018/eladosodottsag-es-hatralekosság/#6>

⁷ Hátralékos fogyasztók száma energiahordozók és a fizetési késedelem időtartama szerint (db). <https://habitat.hu/sites/lakhatasi-jelentes-2020/adattar/>. Letöltés ideje: 2021. január 14.

növeli a készpénzhasználatot az elektronikus megoldásokkal szemben (Ilyés – Varga 2015, Greenham – Travers-Smith 2011).

Az intellektuális hozzáférés másik fontos tényezője a pénzügyi tudatosság (Kovács – Terták 2019). A különböző felmérések a világban azt mutatják, hogy nemcsak az alacsony, de a közepes és magas jövedelmű országokban is alacsony a pénzügyi tudatosság szintje. Ide tartozik a pénzügyek és az egyes intézmények ismerete, olyan pénzügyi készségek, mint a kamatos kamatszámítás, valamint a pénzügyi tervezés és a pénz kezelése, befektetése. Ha a demográfiai tényezőket tekintjük, akkor jellemző, hogy a nők, az idősek, a szegregációban élő kisebbségek pénzügyi tudatossága alacsony, míg a magasabb jövedelem és a magasabb iskolázottság növeli a pénzügyi tudatosság szintjét (Xu – Zia 2012).

3.3.4. A banki kínálatból és a pénzügyi szabályozásból adódó kizáró tényezők

A rendezetlen státusz, a rossz banki előélet, a bírósági végrehajtás is gyakran megakadályozza a bankszámlanyitást és/vagy -használatot. Magyarországon a bankszámlanyitáshoz ugyan elvileg nem kell lakcímkártya, de a bankok a magyar állampolgároktól azt rendszerint megkövetelik. A bankszámlákkal szemben azok is preferálják a tiszta készpénzhasználatot, akik eladósodtak és a tartozásukat levonják a számlájukra érkező fizetésükből vagy egyéb jövedelmükből.

A pénzügyi szolgáltatásokból sokan a banki folyamatok és a bankok üzletpolitikája miatt rekesztődnek ki (Kempson et al. 2000; Gosztonyi – Havran 2021; Kirwan 2021). Az általános banki gyakorlat esetében ide tartozik az is, amikor az ügyfél túl kockázatosnak bizonyul. Ez ellen a gyakorlat ellen lépett fel az EU a bankszámlákról szóló direktívájával, amiben előírta a tagállamok bankjainak, hogy minden európai polgár számára biztosítaniuk kell az alapszámlát (EU 2014). Vannak olyan bankok, amelyek egy bizonyos üzletkört céloznak meg, ezért a többi potenciális, de nem kívánatos ügyfelet elriasztják a termékek igénybevételét szabályozó kondíciók. Ilyen követelmény például egy bizonyos nagyságú jövedelem beérkezése, vagy bizonyos számú átutalás végrehajtása az adott számláról. Ilyenkor a bankok célzott marketinggel csak azokat próbálják megszólítani, akiket szívesen látnának az ügyfelek között. Ide tartozik az árazás is, a számlavezetési díjak, illetve a készpénzfelvételi díjak, a netbankolás díja – ez is lehetőséget ad arra, hogy csak azok az ügyfelek vegyék igénybe az adott szolgáltatást, akik meg tudják fizetni, vagy akik nagyobb forgalmat generálnak és így hozzájárulnak a banki profithoz. Az utolsó üzletpolitikával összefüggő tényező, amit Kempson és szerzőtársai (2000) megemlítenek, az az önkéntes kirekesztődés, amit a banki eljárásoktól való félelem ösztönöz. Sokan azért nem veszik igénybe a banki szolgáltatásokat, mert úgy gondolják, úgymint visszautasítják őket társadalmi státuszuk vagy jövedelmi helyzetük miatt.

4. A pénzügyi kirekesztés megszüntetésének lehetséges irányai

Azok a társadalmi szereplők, akik tudnak valamit tenni a digitális pénzügyi rendszerből való kirekesztés elkerülésére, nagyon sokfélék. Ilyen az állam mint szabályozó hatóság, az oktatási rendszer, a bankok, a FinTech-cégek, köztük az infokommunikációs innovációs startuptok, a BigTech-cégek, a kiskereskedők, illetve a keresleti oldalon maguk a felhasználók is.

2021. január 1-től Magyarországon minden online kasszával rendelkező kiskereskedelmi egységnek kötelezően el kell fogadnia az elektronikus fizetést. Ahhoz, hogy ez érdemben csökkentse a készpénzhasználatot, meg kell teremteni a felhasználói oldalon is az elektronikus fizetés iránti keresletet. Hogyan lehetséges ez a pénzügyi kirekesztődéssel sújtott rétegek esetében? Az EU-s előírások célrendszerei elsősorban az infrastrukturális előfeltételeket és az egész társadalom digitális jártasságának elősegítését célozzák, de nem fókuszálnak külön a speciális helyzetű csoportok nem önkéntes pénzügyi kirekesztődésére. A Magyar Nemzeti Digitalizációs stratégia is megemlíti a problémát, és külön kiemeli a mélyszegénységben élők, romák, vidéken magányosan élő idősek csoportját, akiknek a digitális jártasságát „célzott tudatosító és kommunikációs programokkal” szeretnék javítani (NDS 2019:115). Látható, hogy elsősorban nem a digitális infrastruktúrához való hozzáférés lehetőségének hiánya az, ami Magyarországon meggátolja a pénzügyi digitális infrastruktúrához való hozzáférést. Sokkal nagyobb akadály az intellektuális mellett a gazdasági hozzáférés hiánya. Amennyiben Magyarországon is elismernénk, hogy a digitális rendszerekhez, vagyis az internethez való hozzáférés alapjog, amit az államnak közjósággként kell biztosítania, akkor nagyrészt megszüntethetnénk a gazdasági hozzáférés nehézségeiből adódó hátrányokat, és ez megkönnyítené az alsóbb jövedelmi tizedekbe esők számára is a digitális hozzáférést. A digitális infrastruktúrák használatával kapcsolatos fix költségek támogatása és így a pénzügyi rendszerhez történő hozzáférés elősegítése a szegénység elleni küzdelemben fontos érv, aminek a hatásosságáról és jogosságáról heves vitákat találunk a szakirodalomban, különösen a század elején (Demirgüç-Kunt et al 2008; Bech et al. 2015). Az ezzel kapcsolatos deklarációk közül a legfontosabb talán az észt példa. Észtország ugyanis emberi jogként definiálja a hozzáférést az cyberspace-hez, és ezt gyakorlatilag ingyen biztosítja az állampolgárok számára. Ez lehetővé teszi az állampolgárok és az állami szervek közötti kizárólagos digitális kapcsolattartást is⁸.

Az internethez történő hozzáférés biztosítása mellett az alsó jövedelmi tizedekbe eső háztartások esetében ingyenesen vagy jelképes összegért kellene biztosítani a digitális eszközöket is. Ez a rászoruló rétegek, különösen a gyerekek és a fiatalok számára megkönnyítené az online oktatáshoz való hozzáférést is, és logikusan

⁸ Estonia is a digital society. <https://www.visitestonia.com/en/why-estonia/estonia-is-a-digital-society>

következő lépés lenne az ingyenes tankönyvek után, amit akár ki is válthatna. Egy ilyen lépéssel és természetesen a hozzá kapcsolódó, a célcsoportok sajátosságaira szabott oktatási programokkal át lehetne hidalni azt a szakadékat is, amely a bankfiók hiányából, illetve az aprófalvas, elmaradt régiókban a rossz közlekedés miatti elérhetetlenségükből adódik. Így a digitális hozzáférésre ráépülhetne a pénzügyi rendszerhez való hozzáférés, és elérhetővé válnának az elektronikus fizetési rendszerek és más pénzügyi szolgáltatások is.

Bármilyen módon is biztosítjuk az infrastrukturális és a gazdasági hozzáférést a digitális fizetési rendszerekhez, az intézkedések csak akkor lehetnek sikeresek, ha mellette az intellektuális hozzáférés akadályait is lebontjuk. A pénzügyi ismeretek oktatása már elkezdődött mind a középiskolákban, mind az általános iskolákban, ami a jövőre nézve bizakodásra adhat okot⁹. A Pénz7 program szerepel a magyar kormány által 2017-ben elfogadott „A lakosság pénzügyi tudatosságát fejlesztő stratégia” c. dokumentumban is¹⁰. Kérdés azonban, hogy ezek a programok mennyiben jutnak el a legszegényebb, legszegregáltabb települések iskoláiba. A 7–8. osztályosoknak szóló, kiváló színvonalú és ötletes tankönyv célcsoportjába az átlagos vagy jó körülmények között élő családok gyerekei tartoznak (*Burkáné et al. 2017*). A mélyszegénységben élő és gyakran olvasási, szövegértési problémákkal küzdő, gyenge matematikai vagy algebrai tudással rendelkező diákok számára az ő életkörülményeiket tükröző és a megfelelő számolási készségeket és infokommunikációs felhasználói jártasságot begyakorló oktatási anyagokat kellene készíteni.

Hogyan lehet lebontani az intellektuális hozzáférés akadályait azok számára, akik eddig kiszorultak a digitális térből, vagy éppen nem tudják, esetleg nem merik használni az internetes banki felületeket? A legtöbb magyar netbank még a digitális világban jártas felhasználók számára sem tűnik felhasználóbarátnak. Egy 2015-ös felmérés szerint a vizsgált netbankok csak 50–70 százalékot érnek el a felhasználói felület és a felhasználói élmény tekintetében¹¹. A pénzügyi kirekesztődés által érintett csoportok számára olyan könnyen használható, a felhasználók logikáját és adott esetben korlátozott digitális készségeit figyelembe vevő rendszerekre lenne szükség, amelyek ügyfélbarátok, egyszerűek, érthetőek, ahol könnyen lehet navigálni, nem megjegyezhetetlen és logikátlanul kialakított piktogramokra épülnek, és amelyek csak azokat a funkciókat tartalmazzák, amelyekre a felhasználónak szüksége van.

Ezeket az új rendszereket, új szolgáltatásokat, a kirekesztődő felhasználók speciális igényeinek a figyelembevételét aligha várhatjuk a hagyományos bankoktól. Túl

⁹ *Indul a PÉNz7 pénzügyi és vállalkozói témahét.* <https://penziranytu.hu/indul-penz7-penzugyi-es-vallalkozoi-temahet>. Letöltés ideje: 2021. január 14.

¹⁰ *Pénzügyi tudatosság fejlesztésének stratégiája.* <https://www.okosanapenzel.hu/Media/Default/ASZ-videok/P%C3%A9nz%C3%BCgyi%20tudatoss%C3%A1g%20fejleszt%C3%A9s%C3%A9nek%20strat%C3%A9gi%C3%A1ja.pdf>

¹¹ *Internetbankok használhatósági elemzése.* <https://ergonomx.hu/modszertan.php>. Letöltés ideje: 2021. január 14.

sokrétű a „nem felhasználók” tábora, hiszen ide tartoznak az idősek, esetleg kognitív nehézségekkel küzdők, a szegény, szegregált társadalmi csoportok vagy kisebbségek, de azok az önfoglalkoztató kényszervállalkozók is, akik teljes egészében rá vannak utalva a hivatalos ügyeik és még az átutalások intézésében is a könyvelőikre. A pénzintézetek nem ismerik ezeknek a csoportoknak a sajátosságait, illetve nem is szeretnék foglalkozni velük, mert túl sok költséggel járnak, és gyakran a banki üzleti stratégiájuk is kizárja ezt. Ezt a folyamatot a lakosság szegényebb rétegeinek hitelezésében is megfigyelhetjük, ahol a bankok helyett a hitelezést a helyi kereskedők, a helyi uzsorások, vagy az erre szakosodott, nagy helyi ügynökhálózattal dolgozó, a hitelfelvevőkkel személyes kapcsolatot tartó, nagyon magas teljes hitel-díjmutatóval dolgozó pénzügyi cégek veszik át.

Ha a banki kínálat változására nincs nagy esély a közeljövőben a pénzügyi kirekesztődés csökkentése érdekében, akkor kik azok a szereplők, akiknek a segítségével megcélozhatók a piramis alján található rétegek? Vajon van-e arra lehetőség, hogy olyan csoportokat is bevonjunk a digitális pénzügyek felhasználói közé, akikről lemondanak a hagyományos pénzintézetek? A bankfiókok bezárása a társadalom lelegezetebb rétegeit bünteti, és a bankok nem igazán fektetnek be olyan szolgáltatásokba, amelyek pótolják a bankfiókban igénybe vehető személyes kapcsolatokon alapuló ügyintézés. Itt olyan alternatív megoldásokra van szükség, amelyek nemcsak a digitális térbe helyezik át a fizetési tranzakciókkal és a hitelezéssel kapcsolatos szolgáltatásokat (Boobier 2020), de elérhetővé is teszik mindenki számára. A megoldást a mesterséges intelligencia felhasználása és a digitális térben a természetes nyelven történő kommunikáció jelenti. A jövő fizetési rendszereit működtető vállalkozásoknak meg kell tanulniuk valamennyi digitális eszközön, legyen az számítógép, tablet vagy mobiltelefon „ugyanazon a hangon”, ugyanazon a módon kommunikálni a felhasználóval, és nem a programozói logikát, hanem a felhasználók logikáját követve kialakítani a banki interfészeket. Vagyis nagyon hatékony, transzparens és radikálisan egyszerű szolgáltatást kell nyújtani. A pénzügyi kirekesztődés csökkentése tekintetében a legnagyobb jelentősége a verbális, vagyis hangutasításos interfészeknek van. A jövő fizetési szolgáltatója chatbotok segítségével beszélget a felhasználóval (Bhattacharyya 2017), aki szóban, írásban vagy akár a megfelelő képek érintésével közli a mondandóját. Mesterséges intelligencia értelmezi a beszélgetést, összehasonlítva az adott szituációt az ügyfél eddigi tranzakcióival, illetve a hasonló tranzakciók felhőben tárolt viselkedési mintáival. A ma elterjedt, egyszerű költségvetési funkciókkal felruházott pénzügyi asszisztensek a banki appokban nem védik meg a felhasználót attól, hogy rossz pénzügyi döntéseket hozzanak, sőt az appokat használók gyakrabban halmoznak föl adósságot¹². Így célszerű az új, pénzügyi jártassággal nem rendelkező, vagy akár a kognitív hanyatlással küzdő csoportok számára olyan mesterséges intelligencián alapuló megoldás kialakítása, ami nem

¹² *Want to manage your money better? Ditch your banking apps.* www.finextra.com/newsarticle/32933/want-to-manage-your-money-better-ditch-your-banking-apps. Letöltés ideje: 2021. január 14.

csak a fizetési folyamatokat bonyolítja le, hanem ellenőrzi és végrehajtja az előre beállított szabályok szerint a háztartások költségvetésének beosztását, a közüzemi számlák kifizetését, figyeli a napi költségeket, felhívja a figyelmet az eddigi fizetési szokásoktól való hirtelen eltérésekre, és adott esetben meggátolja a kirívóan magas vagy szokatlan tranzakciókat.

Az a jövő, amikor a digitális banki asszisztens mind anyanyelvi, mind kulturális értelemben a saját nyelvükön szólítja meg az ügyfeleket, és mindenki számára érthetően magyarázza el a fizetési tranzakciókat és pénzügyi folyamatokat, sőt meg is óvja őket a meggondolatlan kiadásoktól, még messze van. Az ezt kifejlesztő vállalatok nem feltétlen a pénzügyi szférából jönnek. A BigTech-cégek, így pl. a Google, az Amazon, az Apple és a Facebook széleskörű és nap mint nap bővülő tapasztalatokkal rendelkeznek a mesterséges intelligencia, a beszédfelismerés, a szövegek értelmezése terén. Az ő szervereiken, az ő felhőjükben van a szociális média végtelen adathalmaza, amivel bármilyen célból részletesen profilírozni tudják a felhasználókat. De az ő rostájukon is kiesnek a nem-felhasználók, a digitális analfabéták. Nem tudjuk, hogy mennyit kell még várni ezekre a digitális pénzügyi appokra, és ha az angol nyelvű változatok legelső variánsai már működnek is, ki tudja, meddig tart ezek magyartítása mind nyelvi, mind kulturális tekintetben.

A szűkülő személyes banki elérhetőség és a fokozódó digitalizáció miatt a pénzügyi kirekesztettek száma mind Magyarországon, mind Európa többi országában a közeljövőben is tovább növekedhet. Ezeknek a meglehetősen heterogén csoportoknak speciális, az ő igényeikre és pénzügyi jártasságukra, illetve járatlanságukra szabott megoldásokra van szükségük. Az egyetlen olyan infokommunikációs eszköz, ami szinte mindenki rendelkezésére áll, a mobiltelefon. Ahogy Kínában is a felhasználók nagy tömegei a készpénzről a bankkártya használata nélkül álltak át a mobiltelefonnal elérhető fizetési rendszerekre, úgy ez hazánkban is megfontolandó fejlesztési iránynak tűnhet a kirekesztett csoportok számára. A közeljövő csak akkor hozhat áttörést, ha olyan új szereplők, új FinTech-cégek jelennek meg, amelyek képesek közvetítőként fellépni a digitális pénzügyekben járatlanok és a bankok között. Ez azt jelenti, hogy felvállalják azt a kommunikációs terhet a kirekesztődött csoportokkal, amire a bankok nem képesek, aggregálják a keresleti oldalt, és adott esetben csak a „back-end” fizetési folyamatok lebonyolítását bízzák a bankokra. Ez olyan innovatív megoldásokat jelent, amelyekkel egyszerű, biztonságos, mindig elérhető fizetési szolgáltatásokat nyújtanak az eddigi kizárólagos készpénzt használóknak. Ahhoz, hogy ez sikerüljön, az első lépés azoknak az okoknak a feltárása, amelyek megakadályozzák, hogy viszonylag széles társadalmi rétegek részt vegyenek a digitális pénzügyekkel fémjelzett modern gazdaságban.

5. Összefoglalás

A pénzügyek digitalizációja egyre jobban előrehalad, és ez érinti a pénzügyi szolgáltatások teljes spektrumát, köztük a fizetési rendszereket is. A jegybankok jövőre vonatkozó tervei is vizsgálják a digitális jegybanki pénz bevezetését, amit a készpénz használatának drasztikus korlátozása és hosszabb távon a készpénz teljes kiszorítása követhetne. A készpénz kivezetésére vonatkozó fő érvek a következők: a készpénz anonimitása lehetővé teszi a pénzmosást, az illegális tranzakciók kiegyenlítését, megkönnyíti a korrupciót; a készpénzforgalom fenntartása magas költségekkel jár, amit a társadalom visel. A mai vegyes, digitális megoldásokra és készpénzre épülő fizetési rendszer azonban azt is megmutatja, hogy milyen veszélyekkel járna a teljes digitális átállás. A készpénz biztonsági tartalékként is felfogható, és így növeli a fizetési rendszerek ellenállóképességét olyan külső sokkok esetében, mint a digitális infrastruktúra teljes vagy részleges bedőlése hackertámadásoknak vagy akár a villamosenergia-ellátás összeomlásának következtében. A készpénzhasználat a társadalom szociálisan és/vagy pénzügyileg sérülékeny csoportjai számára biztosítja a lehetőséget a gazdasági és társadalmi életben történő aktív részvételre. Azok a tényezők még sokáig fennállnak, amelyek miatt a társadalom viszonylag jelentős csoportjai részben vagy teljesen kiszorulnak a digitális pénzügyi térből, és nem tudják vagy nem akarják alkalmazni a készpénzmentes fizetési módokat. Ide tartozik a digitális infrastruktúrához való fizikai, intellektuális és gazdasági hozzáférés, illetve ezt alapvetően befolyásolja a szolgáltatást nyújtó bankok és FinTech-cégek profitorientált üzletpolitikája is. Éppen ezért a jövő digitális fizetési rendszereinek, a készpénz teljes kivezetését célzó elképzeléseknek csak megfelelő körültekintéssel, a társadalmi egyenlőtlenségek mélyítése nélkül szabad reális alternatívává válniuk. Ahhoz, hogy a digitális pénzügyi fizetési módok penetrációja kiterjedjen a pénzügyi kirekesztődés által érintett csoportokra is, szükség van olyan új digitális innovációkra, amelyek figyelembe veszik ezeknek a meglehetősen heterogén csoportoknak a jellegzetességeit, és képesek rájuk szabni a szolgáltatásokat. A pénzügyi fizetési rendszerekhez való hozzáférést akadályozó tényezők bemutatásával és kategorizálásával ehhez a folyamathoz szerettem volna hozzájárulni.

Felhasznált irodalom

Bech, M. – Faruqui, U. – Ougaard, F. – Picillo, C. (2018): *Payments are a-changin' but cash still rules*. BIS Quarterly Review, March, pp. 67–80. https://www.bis.org/publ/qrtrpdf/r_qt1803g.pdf

Beck, T. – Senbet, L. – Simbanegavi, W. (2015). *Financial Inclusion and Innovation in Africa: An Overview*. Journal of African Economies, 24(Issue suppl_1), i3–i11. <https://doi.org/10.1093/jae/eju031>

- Bhattacharyya, S. (2017): *WTF is Conversational Banking?* DigiDay. 7 February. <https://digiday.com/media/what-is-conversational-banking/>. Letöltés ideje: 2021. január 14.
- Boobier, T. (2020): *AI and the Future of Banking*. Wiley. <https://doi.org/10.1002/9781119596165>
- Brühl, V. (2020): *Libra – A Differentiated View on Facebook’s Virtual Currency Project*. *Intereconomics*, 55(1): 54–61. <https://doi.org/10.1007/s10272-020-0869-1>
- Burkáné Szolnoki Ágnes – Merényi Zsuzsanna – Székely Júlia (2017): *Küldetések a pénz világában*. <https://penziranytu.hu/sites/default/files/tananyag/tankonyv/Kuldetesek%20a%20penz%20vilagaban%20tankonyv.pdf> Letöltés ideje: 2021. január 14.
- Business Insider (2019): *The Payments Ecosystem*. The biggest shifts and trends driving short- and long-term growth and shaping the future of the industry. Business Insider Intelligence, November.
- Claessens, S. (2006): *Access to Financial Services: A Review of the Issues and Public Policy Objectives*. *World Bank Research Observer*, 21(2): 207–240. <https://doi.org/10.1093/wbro/lkl004>
- Cleland, V. (2017): *Insights into the Future of Cash*. Bank of England. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2017/insights-into-the-future-of-cash.pdf>. Letöltés ideje: 2021. január 14.
- DB (2019a): *Cash demand in the shadow economy*. Deutsche Bundesbank Monthly Report March 2019, pp. 43–58. <https://www.bundesbank.de/resource/blob/793190/466691bce4f27f76407b35f8429441ae/mL/2019-03-bargeld-data.pdf>
- DB (2019b): *The costs of payment methods in the retail sector*. Deutsche Bundesbank Monthly Report June 2019, pp. 65–79. <https://www.bundesbank.de/resource/blob/800766/0462923c3587a2d98f2c2db5b71047ae/mL/2019-06-kosten-zahlungsmittel-data.pdf>
- Demirgüç-Kunt, A. – Beck, T.H.L. – Honohan, P. (2008): *Finance for All? Policies and Pitfalls in Expanding Access*. Policy research report, World Bank.
- Demirgüç-Kunt, A. – Klapper, L. – Singer, D. – Ansar, S. – Hess, J. (2018): *The Global Findex Database 2017: Measuring Financial Inclusion and the Fintech Revolution*. Washington, DC: World Bank.
- Didenko, A. – Zetzsche, D.A. – Arner, D.W. – Buckley, R.P. (2020): *After Libra, Digital Yuan, and COVID-19: Central Bank Digital Currencies and the New World of Money and Payment Systems*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3622311>

- EC (2020): European Commission: *A digitális gazdaság és társadalom fejlettségét mérő mutató (DESI), 2020*. https://ec.europa.eu/newsroom/dae/document.cfm?doc_id=66944. Letöltés ideje: 2021. január 14.
- El-Meouch Nedim Márton – Fellner Zita – Marosi Anna – Szabó Beáta – Urbán Ákos (2020): *Az uzorahitelezés nagyságrendi és területi becslése*. *Hitelintézet*, 19(2): 107–132. <https://doi.org/10.25201/HSZ.19.2.107132>
- EU (2014): *Directive 2014/92/EU of the European Parliament and of the Council of 23 July 2014 on the comparability of fees related to payment accounts, payment account switching and access to payment accounts with basic features*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014L0092>
- Gosztonyi, M. – Havran D. (2021): *Highways to Hell? Paths Towards the Formal Financial Exclusion: Empirical Lessons of the Households from Northern Hungary*. In: *The European Journal of Development Research* <https://doi.org/10.1057/s41287-021-00434-9>
- Greenham, T. – Travers-Smith, F. (2011): *Cashing Out: The hidden costs and consequences of moving to a cashless society*. RSA Action and Research Center. <https://www.thersa.org/globalassets/pdfs/reports/rsa-cashing-out.pdf>. Letöltés ideje: 2021. január 14.
- Helmecci István (2010): *A magyarországi pénzforgalom térképe*. MNB tanulmányok 84, Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/mt-84.pdf> Letöltés ideje: 2021. január 14
- Horn Dániel – Kiss Hubert János (2019): *Kinek nincs ma bankszámlája Magyarországon?* *Hitelintézet*, 18(4), 35–54. <https://doi.org/10.25201/hsz.18.4.3554>
- Ilyés Tamás – Varga Lóránt (2015): *Mutasd, mivel fizetsz, megmondom, ki vagy – A pénzforgalmi szokásokat befolyásoló szociodemográfiai tényezők*. *Hitelintézet*, 14(2): 26–61. <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/2-ilyes-varga.pdf>
- Kempson, E. – Whyley C. – Caskey, J. – Collard, S. (2000): *In or Out? Financial Exclusion: A Literature and Research Review*. Financial Services Authority, London. <http://www.bristol.ac.uk/media-library/sites/geography/migrated/documents/pfrc0002.pdf>. Letöltés ideje: 2021. január 14.
- Kerényi Ádám – Molnár Júlia (2017): *A FinTech-jelenség hatása – Radikális változás zajlik a pénzügyi szektorban?* *Hitelintézet*, 16(3): 32–50. <https://doi.org/10.25201/HSZ.16.3.3250>
- Kirwan, S. (2021): *Financial inclusion*. Agenda Publishing Limited.

- Kovács Levente – Terták Elemér (2019): *Financial Literacy Theory and Evidence*. Verlag Dashöfer, Bratislava. <https://bankszovetseg.hu/Public/publikacio/Financial%20literacy.pdf>. Letöltés ideje: 2021 október 16.
- KSH (2018): *A háztartások életszínvonala, 2018*. Központi Statisztikai Hivatal. <https://www.ksh.hu/docs/hun/xftp/idoszaki/hazteletszinv/2018/index.html>
- Lloyds Bank (2017): *Consumer Digital Index 2017: Benchmarking the Digital and Financial Capability of Consumers in the UK*, Lloyds Bank.
- MNB (2020): *Fizetési rendszerjelentés 2020*. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/fizetesi-rendszer-jelentes-2020.pdf>
- NDS (2019): *Nemzeti Digitalizációs Stratégia 2021–2030*. Innovációs és Technológiai Minisztérium, Belügyminisztérium. <https://2015-2019.kormany.hu/download/f/58/d1000/NDS.pdf>
- Rogoff, K.S. (2016): *The Curse of Cash*. Princeton University Press. <https://doi.org/10.1515/9781400883219>
- Scardovi, C. (2017): *Digital Transformation in Financial Services*. Springer. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-66945-8>
- Schmiedel, H. – Kostova, G.L. – Ruttenberg, W. (2013): *The social and private costs of retail payment instruments: a European perspective*. Journal of Financial Market Infrastructures, 2(1): 37–75. <https://doi.org/10.21314/jfmi.2013.020>
- Turján Anikó – Divéki Éva – Keszy-Harmath Zoltánné – Kóczán Gergely – Takács Kristóf (2011): *Semmi sincs ingyen: A főbb magyar fizetési módok társadalmi költségének felmérése*. MNB-tanulmányok 93, Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/mt93.pdf>
- Végső Tamás (2020): *A magyarországi készpénzkereslet változásának összehasonlító elemzése*. Hitelintézeti Szemle, 19(1): 90–118. <https://doi.org/10.25201/HSZ.19.1.90118>
- Végső Tamás – Belházyne Illés Ágnes – Bódi-Schubert Anikó (2018): *Készpénz vagy kártya? A magyar lakosság fizetési szokásainak feltáró elemzése*. Pénzügyi Szemle, 63(4): 455–479.
- Xu, L. – Zia, B. (2012): *Financial Literacy around the World – An Overview of the Evidence with Practical Suggestions for the Way Forward*. Policy Research Working Paper 6107, The World Bank, June 1–56. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/264001468340889422/pdf/WPS6107.pdf>
- WHO (2020): *The top 10 causes of death*. <https://www.who.int/news-room/fact-sheets/detail/the-top-10-causes-of-death>

World Bank (2021) *Automated teller machines (ATMs) (per 100,000 adults)*. <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&series=FB.ATM.TOTL.P5>

Zeranski, S. – Sancak, I.E. (2020): *The Wirecard Scandal: The High-speed Rise and Fall of a FinTech Company and Its Implications for Developed and Developing Economies*. Oxford Business Law Blog. <https://doi.org/10.13140/RG.2.2.19897.80482>

Az ingatlanok statisztikai értékbecslését támogató központi adatbázis létrehozásának kérdései*

Grosz Gabriella – Herbert Evelyn – Izsák Gábor – Szász Katinka

Az ingatlanfedezetek értékbecslése a hitelezési folyamatok egyik régóta létező, de napjainkban egyre inkább dinamikusabban fejlődő területe, melynek keretében a helyszíni szemlét alapul vevő értékbecslések helyett mindinkább elterjedtté válik a statisztikai alapú értékbecslések alkalmazása. Ennek jogszabályi feltételeit az elmúlt évben az európai és hazai szabályozás módosításai is megteremtették, azonban a módszer valódi széleskörű felhasználásához, működőképességéhez, a kapott értékbecslések pontosságához meg kell teremteni a hozzáférést az ingatlanokat érintő – részletes, pontos, naprakész és rendszeresen ellenőrzött – adatokhoz is. Mivel a hazai ingatlanokra vonatkozóan jelenleg elérhető adatbázisok rendkívül széttagoltak, ezért tanulmányunkban egy olyan központi adatbázis létrehozását javasoljuk, melyben egységesen és naprakészen állnak rendelkezésre az adatok, a jelenlegi, különálló adatbázisok összehangolásával. Egy ilyen adatbázis segítené a piacon az egyenlő versenyfeltételek megteremtését, költséghatékony, gyors és megbízható módon lenne képes automatizálni az adatátadást. Ez nagyban elősegítené a statisztikai alapú értékbecslések elterjedését, támogatva a digitalizáció további térnyerését, a banki verseny erősítését, a gyorsabb ügyintézés és a hitelezés költségeinek csökkenését minden szereplő oldalán.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: G21, G28, G32, G51, O33

Kulcsszavak: automatizálás, digitalizáció, fedezetértékelés, jelzáloghitel, pénzügyi szabályozás, statisztikai alapú értékelés

1. Bevezetés

Hazánkban az ingatlanok szerepe kiemelt fontosságú mind a háztartások, mind pedig a pénzügyi szektor szereplői számára, mivel a lakosság nagy része saját, az esetek jelentős részében hitelből finanszírozott ingatlanban lakik. A magyar háztartások reálvagyonának mintegy 70 százalékát a lakásállomány teszi ki, és mintegy

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

Grosz Gabriella a Magyar Nemzeti Bank közgazdasági elemzője. E-mail: groszg@mnbb.hu

Herbert Evelyn a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: herberte@mnbb.hu

Izsák Gábor a Magyar Nemzeti Bank jogásza. E-mail: izsakg@mnbb.hu

Szász Katinka a Magyar Nemzeti Bank jogi referense. E-mail: szaszkat@mnbb.hu

A szerzők köszönetet mondanak Béres Alexandrának és Tringer Zsófiának a tanulmány előkészítésében való közreműködésükért.

80 százalékuk saját ingatlanban lakik (MNB 2017). Az ingatlanoknak a pénzügyi szektor működésében betöltött szerepe kiemelkedő, a banki kitettségek jelentős része esetén szolgálnak fedezetként ingatlanokon alapított zálogjogok. 2020 végén a lakóingatlanlal fedezett jelzáloghitelek több mint 4 500 milliárd forintot, míg a kereskedelmi ingatlanlal fedezett jelzáloghitelek több mint 3 000 milliárd forintot tettek ki. Ez együttesen mérlegfőösszeg-arányosan a banki működés mintegy 16 százalékát jelentette.¹

A hatékony jelzáloghitelezési folyamatok elengedhetetlen kelléke, hogy a résztvevők naprakész és pontos információk birtokában legyenek a fedezetül felajánlott ingatlanok paraméterei tekintetében. Az ingatlanok érték-meghatározása más banki folyamatokban is jelentőséggel bírhat, például előzetes hitelajánlat kialakításakor vagy a fedezetül szolgáló ingatlan értékének futamidő alatti nyomon követése során. A Magyarországon elterjedt ingatlan-értékbecslés alapvetően egy független szakember helyszínen elvégzett felmérésén alapszik, melynek hitelessége és pontossága mind a hitelező, mind a leendő adós elemi érdeke, azonban jelentős költség- és időigénnyel bír.

Tanulmányunkban a jelzálogalapú hitelezés során a lakossági jelzáloghitelezésre fókuszálunk, mivel a banki folyamatokban – beleértve az értékbecsléseket – e szegmens kiszolgálása számosságában jelentős, a folyamatok jól standardizálhatók, és kiemelt szerepet kap a gazdaság egészének működésében. A lakossági jelzáloghitelezés fent említett akadályainak leküzdésére nyújthat – részben – megoldást a fedezeti ingatlanok helyszíni szemle nélküli, statisztikai adatokra és modellekre támaszkodó értékbecslése, amit 2021 februárjától a jogszabályi keretek meghatározott feltételek mellett lehetővé tesznek új hitelek kihelyezésekor is. E módszer ugyanakkor sokszor korlátokba ütközhet, hiszen számos hitelintézet birtokában nincs olyan adatvagyon, mely alapján az értékbecsléseket kellő pontossággal el tudnák végezni. Másrészt felmerülnek olyan gyakorlati kérdések és szabályozási hiányosságok, melyek kevésbé támogatják az értékelések e módját. Az ingatlanadatok statisztikai alapú értékbecslésekhez történő felhasználásának központi adatbázison keresztül történő biztosítása meglátásunk szerint támogatná a pénzügyi szektor szereplőit a kockázatkezelést hatékonyabbá tevő digitalizált megoldások kialakításában, a hitelezési folyamatok tekintetében pedig egyszerűbb, gyorsabb ügyintézés tenne lehetővé.

Jelen tanulmányunkban összefoglaló képet kívánunk nyújtani a hitelezési folyamatot érintő értékbecslések hazai és nemzetközi helyzetének aktuális állásáról, valamint bemutatjuk egy, az értékelésekhez alkalmazható központi adatbázis előnyeit és lehetséges kihívásait. A *második fejezetben* ismertetjük az értékbecslési folyamatok banki hitelezésben betöltött szerepét és funkcióját, valamint a hagyományos és statisztikai értékbecslések módszertanát, előnyeit és hátrányait. A *harmadik*

¹ A Magyar Nemzeti Bank (MNB) adatszolgáltatása alapján

fejezetben a statisztikai értékbecslés jogszabályi környezetét és gyakorlati alkalmazását tekintjük át, valamint röviden bemutatjuk a hazai lakáshitelpiac néhány releváns tulajdonságát. Ezt követően a *negyedik fejezetben* az alkalmazáshoz elengedhetetlen adatbázisokkal szemben támasztott követelményrendszert ismertetjük, valamint rövid vázlatát nyújtjuk a Magyarországon elérhető ingatlan adatvagyonból nyerhető adatoknak. Az *ötödik fejezetben* végezetül egy központi adatbázis elméleti működési modelljét mutatjuk be, ismertetve a szektor szereplői számára nyújtott lehetőségeket és kihívásokat.

2. Az értékbecslés szerepe a hitelezésben

2.1. Az ingatlanértékelésekhez kapcsolódó fogalmak és a hagyományos értékbecslési folyamat

Az ingatlant biztosítékként alkalmazó jelzáloghitelezés esetében a hitelcél legtöbbször maga az ingatlan megvásárlása vagy építése, amely egyben a hitel biztosítékként is szolgál. Az ingatlanfedezet az adósnak kedvezőbb hitelfeltételeket biztosít egy fedezetlen hitelhez képest (Aczél *et al.* 2016), hiszen csökkenti a hitelező kockázatait azáltal, hogy az adós esetleges nemteljesítése esetén a fedezet értékéből kielégítés nyerhető, ezért jelentős szerepe van a hitelezésben, így értékének ismerete is kiemelten fontos. A pénzügyi szabályozást évtizedek óta kihívások elé állítja a jelzáloghitel mögött biztosítékként álló, számos makrogazdasági és pénzügyi indikátortól függően folyamatosan változó ingatlanérték pontos megállapításának (becslésének) kérdése. A lakáspiaci folyamatok és különösen a lakásárak ingadozása a háztartások vagyoni helyzetén keresztül befolyással van a szektor megtakarítási és fogyasztási döntéseire, míg a jelzáloghitel-fedezetek révén a pénzügyi intézmények portfóliójára, profitabilitására és hitelezési aktivitására is (MNB 2021a).

A jelzáloghitel-igénylés során az ingatlan értékének meghatározása tekintetében különbséget kell tennünk az ingatlan piaci, forgalmi értéke és az ingatlan hitelezési folyamatok során figyelembe vett értéke, az úgynevezett hitelbiztosítéki érték között. Az ingatlan forgalmi értéke az adós ezen vagyonelemének eladása esetén az átlagos piaci viszonyok és független felek között általában becsült piaci ár^{2,3}, melynek különböző számítási módszerek segítségével történő megállapításához szakértői igénybevetelére van szükség. Ettől eltér a hitelbiztosítéki érték, mely nem lehet magasabb a forgalmi értéknél, mivel célja annak biztosítása, hogy a fedezet

² A természetes személyek adósságrendezési eljárásában az adós vagyona forgalmi értékének meghatározásáról szóló 231/2015. (VIII. 12.) Korm. rendelet 1. §. <https://net.jogtar.hu/jogszabaly?docid=a1500231.kor>

³ Az Európai Parlament és a Tanács 575/2013/EU rendelet (2013. június 26.) a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről és a 648/2012/EU rendelet módosításáról (CRR) (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=celex%3A32013R0575>) 4. cikk (1) bekezdés 76. pont.

hosszú távon⁴ garantálja a hitelintézet által nyújtott hitel megtérülését, az adós esetleges nemteljesítése esetén a banki veszteségek minimalizálását. A hitelbiztosítéki érték képezi az alapját általában a kölcsönnyújtás, illetőleg a kötelezettségvállalás sok esetben szabályozói eszközökkel maximált mértékének⁵, és fedezetet biztosít valamely követelésre és járulékaire.⁶

A bankok abból a gyakorlati megfontolásból várják el a hitel fedezetéül szánt ingatlan értékének értékbecslési szakértő általi meghatározását, hogy az adott pillanatra vonatkozóan a felek által kialakított vételár, illetve forgalmi érték („Forgalmi érték”) egy ingatlan hosszú távú (20–30 éves) értékét nem jelzi megfelelően. A fogyasztó fizetőképességének vizsgálata mellett az ingatlan hosszú távú értékállóságának („Hitelbiztosítéki érték”) felmérése kiemelt jelentőséggel bír, ezért maximálják – konzervatív szemléletben, rendszerszintű hatásokat is figyelembe véve az előzőnél szigorúbb szinten – a felvehető hitel legmagasabb összegét az ingatlan értékének arányában az MNB adóssághék szabályai⁷ is („Legmagasabb hitelfedezeti arány”). Ehhez képest a bankok kockázati érzékenységük szerint szigorúbbak is lehetnek („Banki belső limit”), ahogy az az 1. ábrán is látható.

⁴ A termőföldnek nem minősülő ingatlanok hitelbiztosítéki értékének meghatározására vonatkozó módszertani elvekről szóló 25/1997. (VIII. 1.) PM rendelet (<https://net.jogtar.hu/jogszabaly?docid=99700025.PM>) 2. § (1) bekezdés. „A hitelbiztosítéki érték valamely ingatlanok az óvatos becslés alapján meghatározott értéke. A hitelbiztosítéki érték megállapítása során a hitelező által folyósított kölcsönök hosszú lejáratából származó sajátos kockázatokat, valamint az ingatlanok csak azon tulajdonságait és hozamait veszik figyelembe, amelyek várhatóan a jövőben bármely tulajdonost megilletnek.”

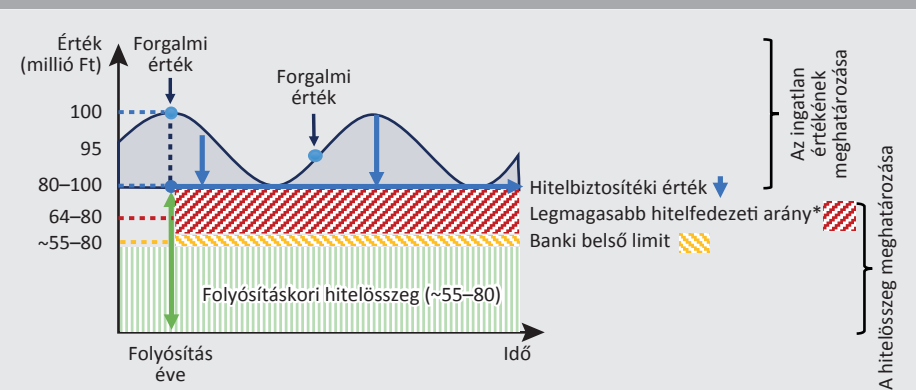
⁵ Magyarországon a jövedelemarányos törlesztőrészlet és a hitelfedezeti arányok szabályozásáról szóló 32/2014. (IX.10.) MNB rendelet (<https://net.jogtar.hu/jogszabaly?docid=a1400032.mnb>) 3. § (1) bekezdés szerint: „Az ingatlanra alapított jelzálogjog fedezete mellett nyújtott forinthiteleknel a kitettség hitelkérelem elbíráláskori értéke nem haladhatja meg az ingatlan forgalmi értékének 80 százalékát, pénzügyi lízingnél 85 százalékát. Építés alatt lévő létesítményre nyújtott hitelnel forgalmi érték alatt az ingatlan teljes készülségének elérésekor várható forgalmi értéke értendő”.

⁶ Az ingatlanok értékelésével összefüggésben további felügyeleti elvárásokat rögzít a pénzügyi szervezetek ingatlanokkal összefüggő kockázatainak kezeléséről szóló 11/2018. (II. 27.) MNB ajánlás.

⁷ A jövedelemarányos törlesztőrészlet és a hitelfedezeti arányok szabályozásáról szóló 32/2014. (IX.10.) MNB rendelet.

1. ábra

A forgalmi érték és a hitelbiztosítéki érték viszonya a hitel időtartama alatt



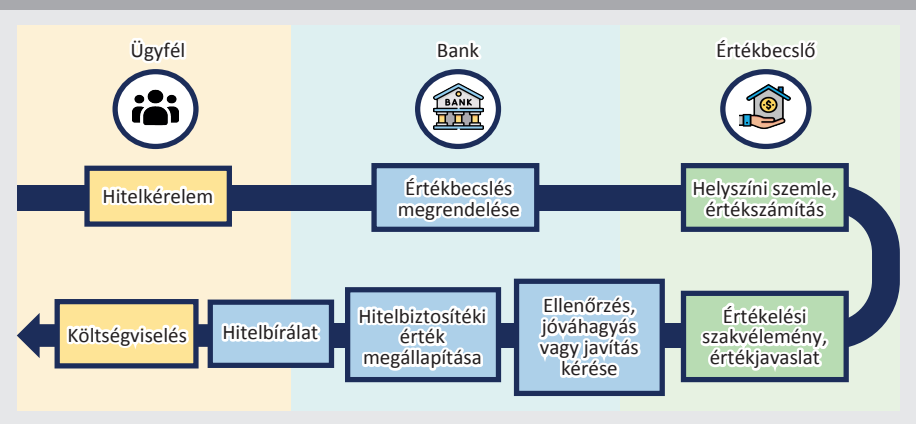
Megjegyzés: * A legmagasabb hitelfedezeti arány a természetes személlyel kötött, forint alapú, ingatlan fedezetű hitelszerződések esetén a piaci összehasonlító adatok elemzésén alapuló vagy statisztikai alapú értékelés szerint meghatározott hitelbiztosítéki érték 80 százaléka aktuálisan. A forinttól eltérő alapú ingatlanfedezetű jelzáloghitelre és az ingatlanfedezetű lízingekre eltérő hitelfedezeti arányok vonatkoznak.

Forrás: Szerkesztés Béres – Tringer (2020) alapján

A lakóingatlanok fedezete mellett megvalósuló hitelfolyósítások költségét és időigényét a független értékbecslő által elvégzett helyszíni szemle növeli, egy értékbecslés kb. 35–40 ezer forintos költséggel jár⁸, és több napot igényel. A helyszíni szemlét is tartalmazó értékbecslés folyamatát a hitelkihelyezés során a 2. ábra foglalja össze.

2. ábra

A hagyományos értékbecslés folyamata



⁸ https://www.erstebank.hu/hu/tudastar/maganszemelyek/hitelek/lakasepitesi-tamogatas/milyen_koltsegekkel_kell_szamolni. Letöltés ideje: 2021. október 8. https://granitbank.hu/upload/lakossag%20egyeb/T%C3%A1j%C3%A9koztat%C3%B3%20a%20GR%C3%81NIT%20jelz%C3%A1lghitelek%C5%91_140710.pdf. Letöltés ideje: 2021. október 8. https://lakashitel.raiffeisen.hu/?o=csok&utm_source=raiffeisen&utm_medium=text&utm_content=termekoldal&utm_campaign=lakashitel_2021. Letöltés ideje: 2021. október 8.

Az értékbecslést a bank által megbízott, a hitelezési döntésektől független értékelő végzi el. A termőföldnek nem minősülő ingatlanok hitelbiztosítéki értékének meghatározására vonatkozó módszertani elvekről szóló 25/1997. (VIII. 1.) PM rendelet (a továbbiakban: PM rendelet) alapján a szakvélemény elkészítése során szükséges felmérni a piaci és jogi aspektusokat. Emellett a szemle során az értékbecslő többek között megvizsgálja az ingatlan közvetlen környezetét, megközelíthetőségét, infrastrukturális ellátottságát, az ingatlan használati módját, a telek méreteit, viszonyait, közműellátottságát, a felépítmények leírását, szerkezetét, állapotát.

A helyszíni szemlét követően az értékbecslő megállapítja az ingatlan piaci értékét, és javaslatot tesz a hitelbiztosítéki értékre. Az érték megállapításához különböző értékelési módszerek, így a piaci összehasonlító adatok elemzésén alapuló értékelés, a hozamszámításon alapuló értékelés és a költségalapú értékelés alkalmazhatók, főszabály szerint ezek közül legalább kettő, de lehetőség szerint mind a három. A PM rendelet bizonyos feltételek teljesülése esetén megengedi egyetlen értékelési módszer (MNB-elvárás alapján a piaci összehasonlító adatok elemzésén alapuló értékelési módszer⁹) alkalmazását, ezen lehetőségét az intézmények rendszeresen alkalmazzák is.

Az értékelő által elvégzett, helyszíni szemlét is tartalmazó értékbecslés után javasolt értéket és az értékelési szakvéleményt a hitelezőnek ellenőriznie kell, majd jóvá kell hagynia, aminek rendjét és szabályait rögzíteni kell a belső szabályzatában. Amennyiben az ellenőrzés során talált tartalmi vagy formai hibák ezt indokolják, a bank az értékbecslés javítását kezdeményezheti. A hitelbiztosítéki érték összegéről a hitelező végül a szabályzatában meghatározottak szerint dönt, az elfogadott érték azonban nem lehet magasabb az értékelő által javasoltnál.

Bár a helyszíni szemlére alapuló értékbecslés feltárhat olyan, egyéb tényadatok ismerete nélkül nem azonosítható kockázatokat, amelyek befolyásolják az ingatlan értékét, ezen esetek előfordulásának esélye feltételezhetően alacsonyabb az olyan piacok esetében, ahol az ingatlanok egymással jól összehasonlíthatók bizonyos standard paraméterek alapján – pl. társasházi lakások egy adott környéken (*Dippong – Harnos 2008, 3. fejezet*). Ugyanakkor a személyes jelenléte igénylő értékbecslés költség- és időigénye jelentős, valamint a hitelezési folyamat digitalizálásának is akadályát képezi. A banki digitalizáció fejlesztése kiemelt cél nemzetközileg és hazánkban is, mert általa növekedhet a banki hatékonyság, és ennek köszönhetően csökkenhet az ügyfelek által fizetendő hitelkamat is (MNB 2019). A hiteligénylés folyamata pedig kényelmesebbé és gyorsabbá válna a teljesen digitalizált ügyintézés esetén.

⁹ A pénzügyi szervezetek ingatlanokkal összefüggő kockázatainak kezeléséről szóló 11/2018 (II.27.) MNB ajánlás. <https://www.mnb.hu/letoltes/11-2018-ingatlan-ajanlas.pdf>

Bár a hagyományos értékbecsléssel készített értékelések az ingatlan egyedi jellemzőinek részletes vizsgálatán alapulnak – az értékbecslő tapasztalatának beépítésével együtt –, fontos szem előtt tartani, hogy ezek az ingatlanértéknek egy becslését jelentik, így nem adnak tökéletes „piaci” árat eredményül. Ezt a bizonytalanságot a bankoknak kockázatkezelésük során figyelembe kell venniük, amit alátámaszt, hogy a lakóingatlanokra vonatkozóan az elmúlt közel 20 év adatait vizsgálva egy főként fejlett országokból álló mintán az átlagos eladási ár és az értékbecslők által becsült érték közötti átlagos különbség széles skálán mozgott (0 és 10 százalék között) (*MSCI 2019, 7. ábra*).

2.2. A statisztikai módszerekre vonatkozó általános elvárások

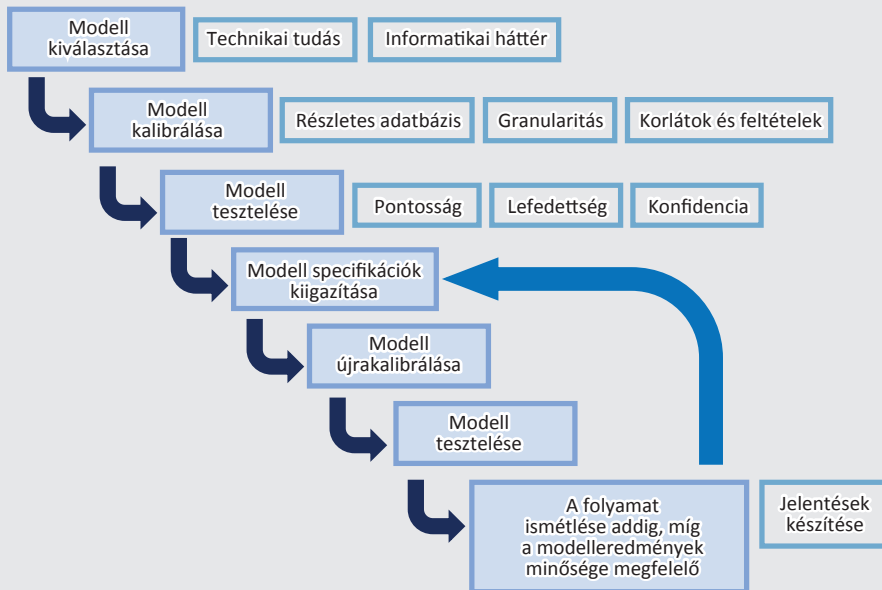
Az elmúlt években a technológiai fejlődés és a változó ügyféligények miatt terjednek és fejlődnek a helyszíni szemlét nem igénylő, ún. statisztikai alapú értékbecslési módszerek. Ezek olyan matematikai, statisztikai modelleken alapuló metódusok, amelyek ingatlanokra vonatkozó nagy mennyiségű, széles körű és részletes adatok alapján végzik el az értékelést, helyszíni szemle nélkül (*RICS 2017*). Egyes banki folyamatoknál, mint például a refinanszírozás vagy az ingatlanérték monitorozása és felülvizsgálata, eddig is lehetséges volt ezek használata. Az elmúlt időszakban a digitalizáció és a költségcsökkentés igénye mellett a koronavírus-járvány is rámutatott a helyszíni szemlével kapcsolatos szabályok átgondolásának szükségességére. A problémára a hazai szabályozás is reagált, aminek eredményeképp a 2021. február 5-i hatállyal módosított PM rendelet, valamint az MNB által alkotott adóssághék szabályok alapján már a hitelkihelyezéskor is lehetőség nyílik helyszíni szemle nélküli – statisztikai alapú – értékbecslés alkalmazására (részletesen lásd *3.1. fejezet*). Bár az esetek egy részében a helyszíni szemle továbbra is megkerülhetetlen része marad az értékbecsléseknek, a statisztikai alapú módszerek megfelelő feltételek mellett való széles körű elterjedése a banki digitalizáció és hatékonyságnövelés, költségcsökkentés egyik fontos feltétele.

Az Európai Automatizált Értékbecslők Szövetsége (European AVM Alliance, EAA¹⁰) részletesen kidolgozta a statisztikai alapú értékbecslési modellekre vonatkozó általános elvárásokat (*EAA 2019*), melynek keretében hangsúlyozza, hogy az eredmények pontosságához szükség van részletes és pontos adatokra, illetve kiterjedt és objektív visszatesztelésre egyaránt. Az elvárásokat két főbb csoportra bontja: egyrészt a működési szempontokra vonatkozó elvárásokat, másrészt pedig a modellek teszteléséhez kapcsolódó technikai elvárásokat fogalmaznak meg (*3. ábra*).

¹⁰ Az EAA egy európai nonprofit szervezet, amely az automatikus értékelési modelleket (automated valuation models – AVMs) a lakóingatlanokra alkalmazó értékbecslőket tömöríti. Céljuk az AVM előnyeinek szélesebb körű megismertetése, az AVM értékbecslők érdekképviselete és egységes sztenderdek megalkotása az AVM-ek használatához kapcsolódóan.

3. ábra

A statisztikai alapú értékbecslési modellek működési mechanizmusa



Forrás: Szerkesztés IAAO (2018) és EAA (2019) alapján

2.3. Statisztikai módszerek, alapelvek

A statisztikai értékelési módszer kifejezés valójában sokféle, eltérő komplexitású, adatigényű és emiatt eltérő célokra alkalmazható értékbecslési modelleket takar. Ezeket a módszereket az EAA (2019) által megadott kategorizálás és leírás alapján mutatjuk be (1. táblázat).¹¹

2.3.1. Lakásárindex

A lakásárindex az ingatlanok bizonyos szegmenseinek (általában területi alapon csoportosított) áraiból készített idősor, melyet a területi felosztáson túl egyéb dimenziók mentén is csoportosíthatunk. Hazánkban több publikált ingatlanár-index is elérhető, legismertebbek ezek közül az MNB, a KSH vagy a Takarékszövetkezet által publikált lakásárindexek. A lakásárindex számítására több módszer is létezik, történhet szakértői vélemények, egyszerű aggregálás, árukosár-módszer és ismételt vásárlások indexe alapján, vagy a hazai árindexek esetében hedonikus regresszió alapján. Nincs komoly technikai, informatikai háttérigénye, azonban a megfelelő adathalmaz rendelkezésre

¹¹ A statisztikai értékbecsléshez használt módszerek további kategorizálását ismerteti például Horváth et al. (2016).

állása és a módszertan kidolgozása ezen módszer esetében is lényeges. Az Eurostat (2013) a lakásárindexek készítéséhez részletes iránymutatásokat ad, valamint bemutatja az alkalmazott módszereket és legjobb gyakorlatokat.

2.3.2. Egyparaméteres értékelés (Single parameter valuation)

Az egyparaméteres értékelés az ingatlan egy kiválasztott tulajdonsága alapján becsüli meg annak értékét (leginkább az ingatlan típusa, pl. családi ház, ikerház, társasházi lakás alapján). A módszer egy adott földrajzi területre és időszakra vonatkozó átlag- vagy mediánárat veszi alapul. Általában hozzávetőleges, további mélyebb elemzésnek alávetett kezdeti ingatlanérték meghatározására vagy egy adott piac árszintjének leírására, illetve alakulásának nyomon követésére használják.

2.3.3. Hedonikus modellek

A hedonikus modellek olyan többváltozós módszerek, amelyek több ingatlanjellemző (pl. ingatlantípus, alapterület, építési év, szobák száma) figyelembevételével, előre meghatározott paraméterek alapján számolják ki az ingatlan értékét. Az ilyen modellek azt is feltételezik, hogy az ingatlanok elhelyezkedésük szerint csoportokba oszthatók, és azonos csoporton belül ugyanaz a kapcsolat figyelhető meg az ingatlanjellemzők és az érték között minden ingatlan esetében. A felhasznált paraméterek olyan kalibrációs adatállomány alapján kerülnek megállapításra, amelyben ingatlanjellemzők, értékadatok és a földrajzi területre vonatkozó kiegészítő társadalmi-gazdasági adatok (pl. munkanélküliség, lakosság átlagos életkora, medián jövedelem) is rendelkezésre állnak.

2.3.4. Összehasonlításon alapuló automatikus értékelési módszer (Comparables based automated valuation models)

Ez a módszer algoritmusok segítségével az adott ingatlanhoz hasonló ingatlanokat választ ki egy részletes és széles körű ingatlan-adatbázisból, amik alapján automatikusan, komplex matematikai modellek felhasználásával számolja ki a becsült ingatlanértéket. Ezek a modellek azt feltételezik, hogy az érték legjobban a leginkább hasonló ingatlanok értéke alapján becsülhető meg, amihez a hasonló ingatlanok kiválasztása az ingatlanjellemzők és az elhelyezkedés alapján történik.

1. táblázat				
Egyes statisztikai értébecslési módszerek jellemzői				
	Lakásárindex	Egyparaméteres értékelés	Hedonikus modellek	Összehasonlításra alapuló automatikus értékelés
Egyedi ingatlanjellemtzők figyelembevétele	Nem		Részben igen	Igen
Egyedi elhelyezkedés figyelembevétele	Csak előre meghatározott földrajzi kategóriák		Földrajzi kategóriák és egyedi távolságok	Igen
Konfidenciamutató minden egyedi értékelésnél	Nem		Igen	
Korábbi érték rendelkezésre állása szükséges	Igen	Nem		
Ingtatlanok egyedi alapon való értékelése	Nem		Részben	Igen
Portfólió/ piaci trendek monitorozására használható	Igen	Árindexszé alakítás után igen		
<i>Forrás: Szerkesztés EAA (2019) alapján</i>				

2.4. A statisztikai alapú értékbecslések használata az egyes hitelezésben érintett szereplők szemszögéből

A statisztikai értékbecslések megjelenése eltérő módokon érinti a hitelezési folyamatban részt vevő egyes szereplőket, amit a 2. táblázatban szemléltetünk.

2. táblázat			
A statisztikai alapú értékbecslési módszerek hatása az egyes érintett szereplőkre			
	Előnyök	Hátrányok	Kockázatok, korlátok
Bankok	<ul style="list-style-type: none"> Gyorsabb, részben automatizált értékbecslések Olcsóbb értékbecslések előállítása Rövidülő ügyintézési határidők Kisebb személyi kiadások 	<ul style="list-style-type: none"> Új belső folyamatok kiépítésére van szükség Több típusú értékbecslési módszerek párhuzamos jelenléte (nem minden esetben tudja a hagyományos értékbecslési módszereket kiváltani) Költséges a módszerek és adatbázisok felépítése 	<ul style="list-style-type: none"> Pontossága nagyban függ a rendelkezésre álló adatoktól Nem minden ingatlantípus esetén alkalmazható A modellek folyamatosan fejlődnek, ezek lekötése költséges a szereplők számára Az elérhető adatok szükségessége sokszor gátat szab a fejlettebb módszerek alkalmazásának Nem teljesen automatizálható az értékbecslés (a kedvezményes kockázati súlyok alkalmazásához továbbra is szükség van értékbecslő jóváhagyására)
Ügyfelek	<ul style="list-style-type: none"> Rövidülő ügyintézési határidők Az olcsóbb értékbecslések a hitelfelvétel költségét csökkentik Helyszíni szemle elhagyásának kényelmi értéke van 	<ul style="list-style-type: none"> A statisztikai alapú értékbecslésekkel kapcsolatos tapasztalat hiánya miatti nagyobb bizonytalanság miatt esetleg szigorúbb hitelfeltételek (pl. magasabb önerő elvárása vagy kockázati felár) Egyenetlen elterjedés esetén növelheti az egyes hitelek/bankok közötti különbséget 	<ul style="list-style-type: none"> Nem minden ingatlantípus esetén alkalmazható Az ügyfelek bizalmatlanok lehetnek az új módszerekkel szemben
Szabályozó hatóságok	<ul style="list-style-type: none"> A hitel- és ingatlanpiac hatékonyságát javíthatja a gyorsabb ügyintézésen keresztül A digitalizációs törekvéseket támogatja Egyenlő adatelérés mellett javítja a bankok közötti versenyt 	<ul style="list-style-type: none"> Növelheti az értékbecslések eredményének bizonytalanságát, főként az alkalmazás kezdeti szakaszában 	<ul style="list-style-type: none"> Az eltérő informatikai és adatbázis háttér miatt egyenlőtlen versenyfeltételekhez vezethet Addicionális szabályozói feladatot és speciális tudást igényel az új módszerek ellenőrzése, felügyelete A kezdeti szigorúbb feltételek folyamatos figyelemmel kísérése, esetleges módosítása szükséges A hazai szabályokat az európai szabályozással együtt kell alkalmazni, ami lassíthatja a módszer terjedését

A statisztikai alapú értékbecslések kapcsán az egyik leggyakrabban felmerülő kockázat, hogy a helyszíni szemlén alapuló, az egyedi ingatlan értékét akár érdemben befolyásoló információkat nem tudja figyelembe venni. Bár ez valóban növelheti az értékbecslések bizonytalanságát, azonban a széleskörű adathalmazon készülő statisztikai értékbecslések feltárhatnak olyan összefüggéseket a lakások és a környezeti/ingatlan jellemzők között, amelyek hagyományos, helyszíni szemlé is magában foglaló értékbecslés esetén az értékbecslő statisztikai adatok nélküli, szűkebb információs bázisa miatt nem állnak rendelkezésre. *Békés et al. (2016)* is megmutatta, hogy az ingatlanok egyedi jellemzői mellett a települések geográfiai jellemzői, agglomerációs és jövedelmi viszonyai is fontos információkat tartalmaznak az ingatlanárak meghatározására nézve. Az értékbecslések pontossága továbbá jelentősen javítható helyszíni szemle nélkül is az elérhető adatkörök szélesítése esetén. A megfelelő mennyiségű és minőségű adaton alapuló statisztikai értékbecslés pontossága mindezek figyelembevételével nem biztos, hogy elmarad a hagyományos, helyszíni szemlére építő értékbecsléstől.

A statisztikai értékbecslések egyik kiemelkedő előnye, hogy gyorsabban adnak eredményt a hagyományos értékbecslésekhez képest. Ez mind az ügyfelek, mind pedig a bankok számára kézzelfogható előnyökkel jár. A gyorsabb ügyintézés ugyanakkor nemcsak a hitelezési folyamatokat, hanem a lakáspiaci folyamatokat is hatékonyabbá teheti. A statisztikai értékbecslések használata ugyanis első körben a lakások, azon belül is a panellakások esetén várható (*4. táblázat*), mivel ezen ingatlantípusok jól kategorizálhatók, és kevesebb egyedi jellemzőt hordoznak. A panellakások értékesítési ideje a legalacsonyabb – mindössze 2 hónap – az egyes ingatlantípusok között (*MNB 2021a*), így itt kiemelt jelentősége lehet a hitelezési folyamatok gyorsításának.

3. A hagyományos és a statisztikai alapú értékbecslések jelenlegi helyzete az EU-ban és Magyarországon

3.1. Jogszabályi környezet

Az EU-s keretszabályok egyértelműen megteremtik a lehetőséget a hitelintézetek számára, hogy jelzáloghitelezés során a fedezetként szolgáló ingatlanok értékét statisztikai alapú értékbecsléssel állapítsák meg az ingatlanérték monitorozása és újraértékelése során. Új hitelkihelyezések tekintetében azonban a CRR nem tartalmaz speciális szabályokat, így explicit kizáró rendelkezéseket sem. Ugyanakkor azt rögzíti, hogy a biztosítékok értékelését minden esetben független értékbecslőnek kell elvégeznie. Az Európai Bankhatóság (European Banking Authority, EBA)

iránymutatása¹² alapján az érték megállapítása nem automatikusan, a modell által eredményül adott érték elfogadásával történik, hanem a statisztikai módszer segédeszközként funkcionál, amely alapján a folyamatban továbbra is részt vevő független értékbecslő állapítja meg az értéket.

A statisztikai alapú értékbecslés alkalmazását a CRR által meghatározott tőkekövetelmény-szabályok is befolyásolják. Az ingatlanok vonatkozásában¹³ ugyanis az intézmények csak akkor tekinthetnek egy kitétséget vagy egy kitétségrészt teljes mértékben fedezettnek, ha teljesülnek a rendeletben szereplő taxatív feltételek, így pl. az értéküket rendszeresen monitorozzák, valamint a fedezetek biztosítva vannak.¹⁴ A CRR és az EBA fent hivatkozott iránymutatása alapján arra következtethetünk, hogy a statisztikai alapú módszertannal értékelt ingatlanfedezet kizárólag abban az esetben vehető figyelembe a hitelezési kockázatok tőkekövetelményének meghatározása során csökkentő tételként, ha a független értékbecslő a modell kimeneti adataiból meghatározott becsült forgalmi érték megbízhatóságát egyedileg felülvizsgálja (szükség esetén korrigálja), és azokat lakóingatlanonként hitelesíti.¹⁵ Ez nem jelenti a helyszíni szemle lefolytatásának szükségességét, de az értékbecslő szakértelme és az általa elérhető egyéb információk alapján való ellenőrzést igen.

A fentiek szerint a tagállamok széles körben alkalmazhatják a statisztikai értékbecslést, amennyiben nemzeti jogszabályaik erre felhatalmazást adnak. Hazánkban a kockázatvállalás korlátozása érdekében a hitelintézetnek a hitelkihelyezésről történő döntése előtt meg kell győződnie a szükséges fedezetek meglétéről és valós értékéről¹⁶, melyet a PM rendeletben meghatározott szabályoknak megfelelően kell megállapítani. A PM rendelet 2021. február 5-től tette lehetővé, hogy valamennyi hitelintézet alkalmazza a statisztikai alapú értékbecslést az új hitelek kihelyezése során is az alábbi feltételek mellett:¹⁷

- a) az értékbecslés alapjául szolgáló ingatlan lakás megnevezésű lakóingatlanak minősül, és alapterülete maximum 150 nm;
- b) fekvése szerint Budapesten, megyeszékhelyen, megyei jogú városban vagy a budapesti agglomerációban van;

¹² A hitelnyújtásról és a hitelmonitorozásról szóló 2020. május 29-án kiadott iránymutatás https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Guidelines/2020/Guidelines%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring/Translations/886684/Final%20Report%20on%20GL%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring_COR_HU.pdf

¹³ Ld. 47c. cikk, 125. cikk (2) bek. d) pont, valamint 126. cikk (2) bek. d) pont

¹⁴ Részletesen ld. CRR 208. és 229. cikk

¹⁵ EBA-iránymutatás 210. pont

¹⁶ A hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról szóló 2013. évi CCXXXVII. törvény (Hpt.) (<https://net.jogtar.hu/jogszabaly?docid=a1300237.tv>) 99. §-a alapján

¹⁷ Ld. PM rendelet 5. számú melléklete

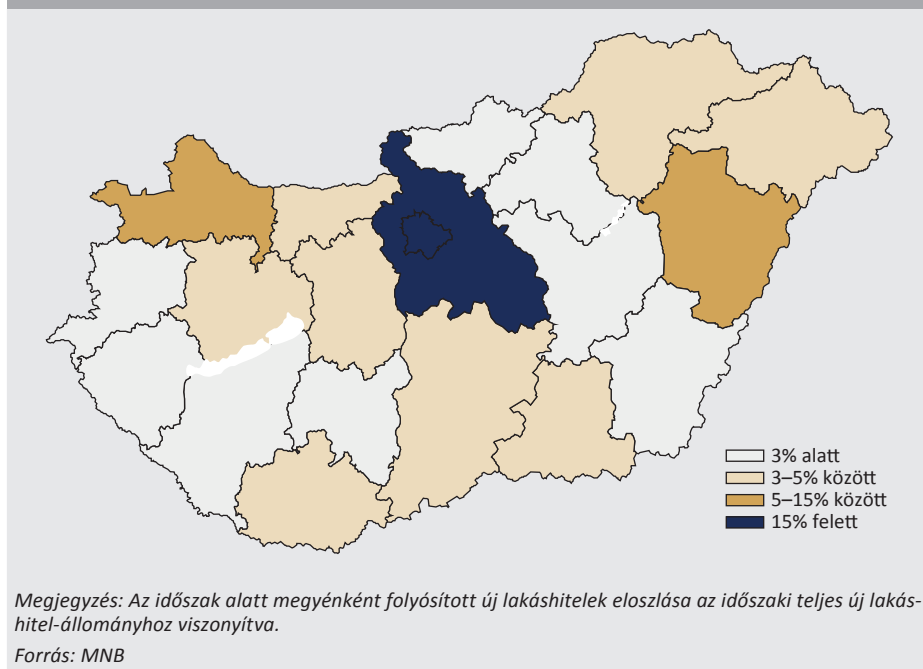
- c) az értékbecslést megelőző naptári évben az adott településen/kerületben legalább 10 db – egymástól fajlagos árban legfeljebb 30 százalékkal eltérő – ingatlan-adásvételre sor került;
- d) az adott ügylet tekintetében a hitelfedezeti mutató (HFM) értéke legfeljebb 60 százalék lehet.

3.2. A hazai lakáspiac jellemzői

A hazai lakáshitelezés dinamikusan növekszik, az elmúlt 2 évben évente átlagosan több mint 900 milliárd forint értékben történt új hitelkihelyezés (*MNB 2021b*). A hitelezés területi eloszlása azonban nem egyenletes, Budapesten és Pest megyében nyújtják a legtöbb lakáshitelt, míg Nógrád és Tolna megyében folyósították a legkevesebb lakáshitelt 2019 óta, mely adat korrelál a megyei népességi adatokkal (4. ábra).

4. ábra

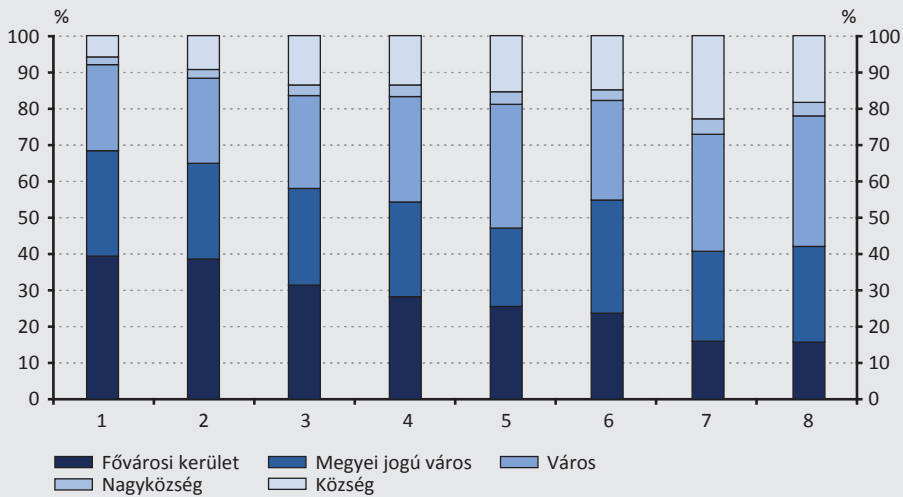
Az újonnan folyósított lakáshitelek megyei eloszlása (2019. január – 2021. július, darab)



A lakáshitelezés azonban nemcsak területileg, hanem településtípusonként is jelentős eltéréseket mutat, főként, ha egyes bankok portfólióját külön-külön is megvizsgáljuk. Itt látható, hogy bizonyos pénzügyi intézmények inkább a fővárosi/nagyvárosi hitelezésben, míg mások a kisebb települések lakáshitelezésében erősek (5. ábra).

5. ábra

Az újonnan folyósított lakáshitelek településtípusonként és bankonként (2019. január – 2021. július)

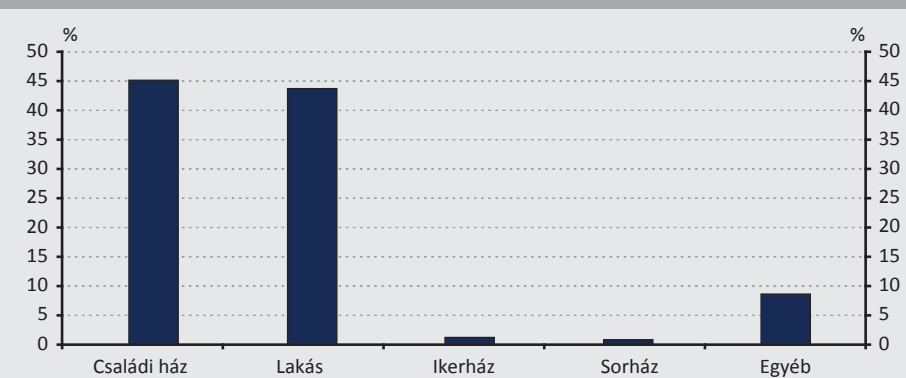


Megjegyzés: A számok a 8 O-SII (Egyéb rendszerszinten jelentős intézmények, Other Systemically Important Institutions) nagybankot jelölik (CIB Bank, Erste Bank, KH Bank, MKB Bank, OTP Bank, Raiffeisen Bank, Takarékszövetkezetek, Unicredit Bank).

Forrás: MNB

Az újonnan folyósított lakáshiteleket tovább vizsgálhatjuk a finanszírozott ingatlan típusa alapján is. A statisztikai értékbecslés kapcsán ez azért is fontos, mert nem minden típusú ingatlan értékelhető ilyen módszerrel, kell bizonyos számosság ahhoz, hogy a bankok megfelelő mennyiségű adattal rendelkezzenek az egyes ingatlantípusokról. Az elérhető adatok alapján látható, hogy a bankok családi ház és lakás típusú ingatlanokat finanszíroznak elsősorban, így a statisztikai értékbecslés is ezen ingatlantípusok – vagy ezek egy szűkebb – körében indulhat meg először, az egyedi jellemzők kisebb jelentősége miatt várhatóan a lakások piacán (6. ábra).

6. ábra
Az újonnan folyósított lakáshitelek ingatlantípusonként (2019. január – 2021. július)

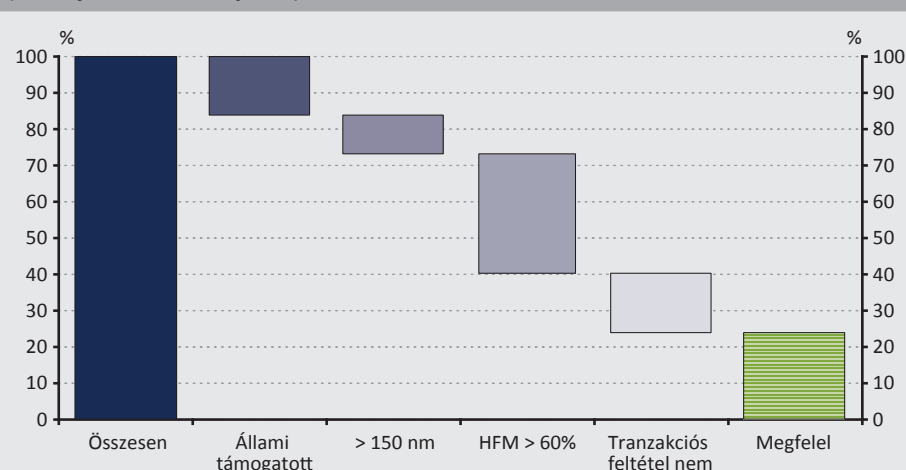


Megjegyzés: Az egyéb kategória az üdülő, garázs, iroda, üzlet, beépítetlen és egyéb lakóingatlan fedezeteket tartalmazza. Becslés a legnagyobb értékű fedezet alapján.

Forrás: MNB

A statisztikai értékbecslés alkalmazására a PM rendelet több feltételt is állít, így érdemes megvizsgálni, hogy az elmúlt évek hitelezése alapján mekkora kört érinthet potenciálisan a helyszíni szemle nélküli értékbecslés lehetősége. A rendelet feltételein kívül vizsgáltuk a hitelek állami támogatott minőségét is, mivel ezen hitelek esetében jogszabály írja elő a helyszíni szemle szükségességét. A legerősebb feltételnek a HFM feltétel (PM rendelet 5. melléklet 2.d pont), míg a legenyhébbnek a négyzetméter alapú korlát bizonyult (7. ábra).

7. ábra
Becslés a statisztikai alapú értékbecslésre alkalmas ingatlanok arányára (2019. január – 2021. július)



Megjegyzés: A településtranzakciós feltétel a NAV ingatlantranzakciós adatbázisának 2019-es adatai alapján kalkulált érték.

Forrás: NAV, MNB

Össességében elmondható, hogy jelentős lehet a statisztikai alapú értékbecsléssel értékelhető ingatlanok száma: a 2019 óta folyósított lakóingatlannal fedezett piaci jelzáloghitelek mintegy 20–30 százaléka felelhetett meg a PM rendelet által felállított követelményeknek, mely nagyságrendileg mintegy 50–70 ezer ügyletet jelent az elmúlt 2,5 évben¹⁸.

3.3. Az értékbecslések gyakorlati alkalmazása

A statisztikai alapú értékbecslés jogszabályi háttérének és alkalmazásával kapcsolatos tapasztalatoknak megismerése érdekében 2020 nyarán az MNB kérdőív formájában mérte fel az európai gyakorlatot¹⁹. A felmérésre érkezett 14 ország jegybankjának (illetve felügyeleti hatóságának) válasza alapján elmondható, hogy a nemzeti jogszabályi háttér jellemzően lehetővé teszi a statisztikai alapú értékbecslés alkalmazását különböző felhasználási célok esetén, a legtöbb ország azonban explicit módon csak a monitorozás tekintetében biztosít erre jogi lehetőséget (3. táblázat). A gyakorlati tapasztalatok is követik a jogszabályi környezetet, egyes esetekben bizonyos korlátozások mellett (Csehországban tranzakciószám alapú korlátok, Németországban korábbi értékelés megléte és hitelösszegkorlátok).

3. táblázat													
A statisztikai alapú értékbecslés gyakorlati elterjedtsége nemzetközi szinten													
	DK	ES	HR	MT	CZ	FI	DE	SI	RO	PL	LT	LV	NO
Hitelnújtáskor	x	x	x	x	✓	✓	✓	x	x	x	x	✓	-
Refinanszírozáskor	✓	x	x	x	✓	✓	✓	x	x	x	x	✓	-
Monitorozáskor	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	-	✓	✓	✓	✓	✓

Megjegyzés: a piros négyzetek esetén egy intézmény sem használja, a világoszöld pipa esetén néhány intézmény használja, középzöld pipa esetén széles körben elterjedt, sötétzöld pipa esetén minden intézmény használja.

Forrás: MNB 2020-as kérdőíves felmérés

2021. év elején az MNB a hazai bankok körében is felmérte a statisztikai alapú értékbecsléssel kapcsolatban megfogalmazott igényeket és azonosított kockázatokat²⁰. A beérkezett válaszok (10 bank, a lakossági jelzáloghitel-állomány 95 százalékát lefedve²¹) alapján elmondható, hogy a bankok a statisztikai alapú értékbecslést már az elkövetkezendő egy éven belül sokrétűen, számos banki folyamatban tervezik használni (4. táblázat). A válaszadók többsége három éven belül a lakáshitel-kihelyezésük akár 30 százalékanál is alkalmazná a statisztikai alapú módszert²², ezzel ugyanis a többségi vélemény szerint 50–80 százalékkal csökkenthetőek lennének

¹⁸ Az állami támogatott lakáshitel ügyleteket nem vettük figyelembe, mivel ott jelenleg a jogszabály kötelező helyszíni szemlét ír elő.

¹⁹ Nemzetközi kérdőív a statisztikai értékbecslés jogi környezetéről (MNB 2020-as felmérés)

²⁰ Felmérés a hazai pénzügyi intézmények statisztikai értékbecsléssel kapcsolatos terveiről (MNB 2021-es felmérés)

²¹ A lakóingatlannal fedezett jelzáloghitelek 2020. decemberi állománya alapján

²² Az OTP már jelenleg is biztosít a potenciális ügyfelei részére tájékoztató jellegű statisztikai alapú értékbecslési lehetőséget: <https://www.otpip.hu/online-ertekbecslo-kalkulator>

az értékbecslés költségei. Ugyanakkor szinte minden bank jelezte, hogy a PM rendeletben meghatározottaknál szigorúbb feltételek előírását is tervezi a statisztikai alapú értékbecslés használata tekintetében (pl. további területi, illetve ingatlantípus szerinti korlátozások, hiteltípus szerinti szűkítések, szigorúbb LTV-előírások).

4. táblázat								
A hazai bankok hitelezési folyamataik során alkalmazott statisztikai értékbecslésekre vonatkozó gyakorlata és a jövőbeli terveik								
	Előzetes hitelbírálat		Hitelbírálat		Érték-felülvizsgálat		Újraértékelés	
	Jelenleg	Tervezi	Jelenleg	Tervezi	Jelenleg	Tervezi	Jelenleg	Tervezi
Válaszadó bankok száma	0	6	0	9	3	6	3	5
Fedezet-típusok		Lakás Albetétes lakó-ingatlan		Lakás Albetétes lakó-ingatlan PM rendelet szerinti ingatlanok	Lakás Családi ház Minden lakó-ingatlan	Lakás Albetétes lakó-ingatlan	Lakás Családi ház Minden lakó-ingatlan Termő-föld	Lakás Minden lakó-ingatlan PM rendelet szerinti ingatlanok
Megjegyzés: A megjelenített fedezettípusok a válaszadó intézmények által leíró jelleggel megadott, nem egységesített válaszok.								
Forrás: Szerkesztés az MNB 2021-es kérdőíve alapján								

4. A statisztikai alapú értékbecsléshez szükséges adatok elérhetősége és a hozzáférés kihívásai nemzetközi kitekintésben és Magyarországon

A statisztikai alapú értékbecslési módszertanok sikerességéhez, az értékbecslések pontosságához központi jelentőséggel bír az alapul szolgáló adathalmaz megfelelő tartalma és minősége, valamint az ezen adathalmazt tartalmazó adatbázis kialakítása. A statisztikai alapú értékbecslések elterjedésének jelentős korlátja a piaci szereplők számára a korábbiakban bemutatott jogi alkalmazhatóságon túl a megfelelő adatokhoz történő hozzáférés hiánya, mely jogalkotói támogatás nélkül nehezen orvosolható: a nagyobb, információval jobban ellátott intézmények esetében adatmonopóliumok alakulhatnak ki, a kisebb intézmények pedig lényegesen nagyobb hátránnyal, ezáltal költségesebben tudnak csak hitelezni, gyengítve a hitelpiaci versenyt. A nagy adatbázist kiépítő bankok információs monopóliuma strukturális rendszerkockázatokat erősíthet fel, amennyiben bizonyos szereplők sokkal több és jobb információkkal rendelkeznek versenytársaiknál. A kisebb adatbázissal rendelkező pénzügyi intézmények csak rosszabb minőségű, lassabb és drágább fedezetértékelést tudnak végrehajtani, ami az esetleges veszteségeiken keresztül akár rendszerszinten a nagy adatbázist használó versenytársaikra is negatívan hathat.²³

²³ A strukturális rendszerkockázatokat okozó piaci kudarcokról lásd: *Freixas et al. (2015) 5. fejezet*

4.1. Nemzetközi helyzet

Az MNB 2020 nyarán készített kérdőíves felmérésében külön figyelmet fordított az egyes országok által statisztikai alapú értékbecslések elvégzéséhez felhasználható adatbázisok elérhetőségének feltárására. A válaszokból kiderült, hogy kivétel nélkül mindegyik országban egyaránt alkalmaznak állami és nem állami adatbázisokból származó adatokat (5. táblázat).

5. táblázat					
Az egyes országokban elérhető statisztikai értékbecsléshez felhasználható adatbázisok típusai					
Állami adatbázis	Építésügyi regiszter	Ingotlan-nyilvántartás	Adóhatósági adatbázis	Ingotlan-tranzakciós adatbázis	Statisztikai adatok, lakásárindex
	DK	PL	PL	CZ, HR, LT, PL	DE, FI, MT, RO
Nem állami kezelésű információk	Értékbecslő társaságok/bankok adatbázisai	Bankszövetségi adatbázis	Szolgáltatói adatbázisok	Ingotlanportálok hirdetési adatai	Külső értékbecslők értékbecslése
	DK, ES, HR	PL	DE, DK, FI, LV, PL, RO	CZ	CZ

Megjegyzés: A táblázatban az alábbi kérdésre érkezett válaszok szerepelnek: „From what kind of databases, data sources do the internal and external appraisers of credit institutions get data for the use of statistical valuation models, methods?”

Forrás: Szerkesztés az MNB 2020-as kérdőíve alapján

Számos európai példa azt mutatja, hogy egységes törekvések kezdenek kibontakozni az ingatlan-értékbecslésekkel foglalkozó szakterületeken, amelyek célja olyan multifunkciós adatbázisok létrehozása, amelyek pontosabban, gyorsabban és költséghatékonyabban tudnak adatokat szolgáltatni az arra jogosult felek részére. A Romániai Értékbecslők Országos Szövetsége (ANEVAR) 2015-ben hozta létre az ún. BIG adatbázist, amelybe valamennyi értékbecslő köteles felvezetni az általa elkészített értékbecslési szakvélemény adatait. Az adatbázis az ingatlanok hitelbiztosítéki értéke mellett további, anonimizált adatokat is tartalmaz, és az értékbecslőkön túl hozzáférhetnek pénzügyi intézmények is (Stan 2015). Lettorszában a legszélesebb körben alkalmazott adatbázis a magánkézben lévő Cenu Banka²⁴, amely ingatlan-tranzakciós adatokat szolgáltat. Az adatbázis több adatforrást is összekapcsol (pl. az ingatlan-nyilvántartás ingatlanpiaci adatbázisa) és lehetőséget kínál az adatok különböző paraméterek szerinti szűrésére, vagy akár a keresési terület térképen történő megjelölésére. Dániában az elmúlt években politikai viták tárgyává vált a statisztikai értékbecslés pontosságának kérdése, tekintettel arra, hogy az országban évtizedek óta e módszertan alapján állapítják meg, hogy a tulajdonosoknak mekkora mértékű

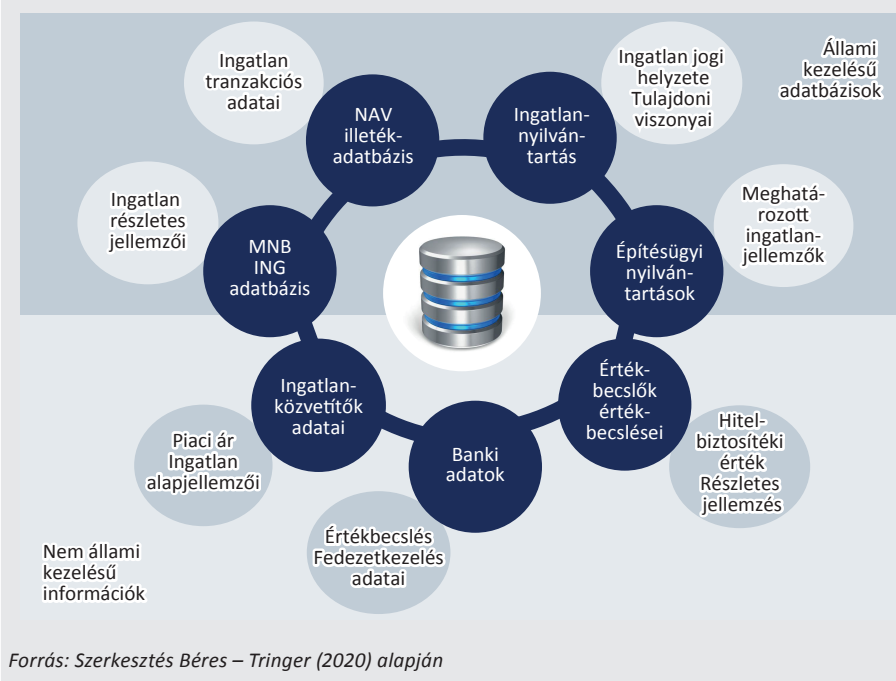
²⁴ <https://cenubanka.lv/en>. Letöltés ideje: 2021. október 8.

ingatlanadót kell fizetniük évente²⁵. Magát az értékbecslést a helyi önkormányzat végzi, az adatok hozzáférhetőségét az országos ingatlankataszterből biztosítják (Wolters 2002). A kataszterből felhasznált adatok azonban nem voltak elegendőek ahhoz, hogy pontos képet adjanak egy ingatlan valós piaci árával kapcsolatban. A jelenlegi kormányzat a problémákra reagálva bővítette a felhasználható adatok körét, így 2021-től az értékbecslésnél már figyelembe vehetőek az ingatlanról készült fényképek, a helyi adottságok (pl. erdő, tenger, közlekedési lehetőségek elérhetősége), illetőleg referenciaként a környéken eladott ingatlanok tranzakciós árai is.²⁶

4.2. A hazai helyzet

Magyarországon is számos, ingatlanra vonatkozó adatot tartalmazó adatbázis létezik mind állami, mind magánkézben (8. ábra), melyek hitelnyújtók számára való elérhetősége nagymértékben segíthetné a pontos statisztikai alapú értékbecslések elkészítését.

8. ábra
Ingatlanra vonatkozó adatokat tartalmazó állami és nem állami adatbázisok Magyarországon



²⁵ New Danish Property Assessments. <https://lead-roedl.dk/en/nye-ejendomsvurderinger/>. Letöltés ideje: 2021. október 8.

²⁶ <https://lead-roedl.dk/en/nye-ejendomsvurderinger/>. Letöltés ideje: 2021. október 8.

NAV kezelésében lévő illeték-adatbázis: a NAV az ingatlanátruházáshoz kapcsolódó illeték megfelelő mértékének megállapítása érdekében adatbázist vezet a tranzakcióval érintett ingatlan szerződésben szereplő értékét alapul véve.

Földhivatal által vezetett ingatlan-nyilvántartás: a nyilvántartás alapjául szolgáló tulajdoni lapon szereplő adatok naprakészen, teljeskörűen, a közhitelesség biztosítása mellett tanúsítják az adott ingatlan jelenlegi állapotára vonatkozó jogokat, tényeket, az ingatlanra vonatkozó tulajdoni változásokat.²⁷

Banki értékbecslők által kezelt adatok, értékbecslési szakvélemények: az értékbecslési szakvélemények tartalmazzák a legszélesebb adatkört, mely egy központi adatbázis kialakításához szükséges lehet. A szakvéleményben szerepel az érintett ingatlan árazására ható információk széles köre, valamint a helyszíni szemle esetleges kiváltását nagymértékben támogató fényképek is találhatóak.²⁸

Ingatlanközvetítő oldalak: az ingatlanközvetítő oldalak alapvetően az eladó/kiadó által megadott adattartalommal töltik fel adatbázisaikat, de nagyobb ingatlanközvetítőknél jellemző gyakorlat az adatok közvetítő által történő validálása. A nyilvántartás központi eleme a kínálati ár, de az ingatlan mérete, elrendezése mellett a feltüntetett eladási árat befolyásoló további jellemzőket is tartalmaz.

A Lechner Tudásközpont által működtetett Országos Építésügyi Nyilvántartás (5 alnyilvántartás): internetes elérésű, adatbázis-alapú, építésügyet kiszolgáló informatikai alkalmazások központi rendszere, melyet a Lechner Nonprofit Kft. saját informatikai infrastruktúráján üzemeltet. A nyilvántartás 5 adatbázisból²⁹ tevődik össze, amelyek az ingatlanok széles körben hasznosítható adatait tartalmazzák.³⁰

MNB ingatlantranzakciós adatbázis (MNB ING): az MNB a felügyeleti tevékenysége keretében, az intézményi adatszolgáltatást kibővítve gyűjt széles körű információkat a Magyarország területén lévő finanszírozott lakóingatlanokról, amely adathalmaz a jövőben ugyancsak potenciális inputként szolgálhat egy központi adatbázis kialakításához.³¹

A hazai bankok egyre nagyobb mértékben kívánnak különböző forrású adatbázisokra támaszkodni nemcsak a statisztikai alapú, de a hagyományos értékbecsléseik során is. Az MNB által megkérdezett bankok (10) közül jelenleg 4–5 bank használja

²⁷ Az ingatlan-nyilvántartásról szóló 1997. évi CXLI. törvény második része. <https://net.jogtar.hu/jogszabaly?docid=99700141.tv>

²⁸ Ld. PM rendelet 4. számú melléklete

²⁹ Építésügyi hatósági engedélyezési eljárásokat Támogató elektronikus Dokumentációs Rendszer (ÉTDR), E-építési napló, E-közmű, E-tanúsítás, Örökségvédelmi nyilvántartás

³⁰ <https://lechnerkozpont.hu/oldal/e-epitesugy>. Letöltés ideje: 2021. október 8.

³¹ A nyilvántartás a pénzügyi szervezetek által a finanszírozás során megismert ingatlan adásvételi tranzakciók adatai mellett részletes információkat tartalmaz az adásvétel tárgyát képező ingatlanról a finanszírozáshoz kapcsolódó értékbecslésből, valamint az ingatlan azonosítására szolgáló adatok tekintetében a földhivatali nyilvántartásból.

a fentebb ismertetett adatbázisok valamelyikét, a jövőben viszont már minden válaszadó felhasználná ezeket az információkat (6. táblázat).

6. táblázat				
A hazai bankok egyes elérhető adatbázisok felhasználására vonatkozó gyakorlata és a jövőbeli terveik				
	Hagyományos értékbecsléseknél		Statisztikai alapú értékbecsléseknél	
	Jelenleg használja	Tervezi használni	Jelenleg használja	Tervezi használni
Értékbecslők értékbecslései	5	5	0	4
Ingtalanközvetítő adatbázis	4	5	1	7
Saját banki adatbázis	4	8	2	10
Tranzakciós adatbázis	4	7	4	10

Megjegyzés: A dobozok színe a válaszadók számát jelöli: piros (0), narancssárga (1–3), sárga (4–6), zöld (7–10). A válaszadók a hitelintézetek lakóingatlanl fedezett háztartási hitelezésének 95 százalékát fedik le (2020. december).

Forrás: Szerkesztés az MNB 2021-es kérdőíves felmérés alapján

4.3. A hazai adatelérést hátráltató tényezők

Jelenleg a Magyarországon elérhető adatbázisok jellemzően elkülönülten működnek, az adatok sokszor pontatlanok vagy hiányosak, így a hozzáférés és az adatok felhasználhatósága korántsem optimális. Emellett az is problémát jelenthet, hogy bizonyos adatbázisok tartalma a szabályozási módosítások következtében tovább szűkülhet, még nehezebbé téve az adatok amúgy is korlátozott elérhetőségét.

A statisztikai alapú értékbecslés elvégzéséhez szükséges adatok szétaprózott, nehezen összekapcsolható adatbázisokból történő beszerzése szignifikáns idő- és költségigénnyel jár. Ez versenyhátrányt okoz azon kisebb intézmények számára, amelyek saját portfóliójukban nem rendelkeznek megfelelő mennyiségű adattal, így külső forrásokhoz kell fordulniuk. A nagyobb intézmények esetében is jelentős javulást eredményezne a különböző forrásokból származó, ellenőrzött adatok egységes, központi platformon való elérése. Az MNB 2021-es kérdőíves felmérése alapján is egyértelműen azonosítható az ingatlan-adatvagyonhoz való megfelelő, széleskörű hozzáférés kialakításának piaci igénye.

5. A statisztikai alapú értékbecslések hazai elterjedését támogató javaslat

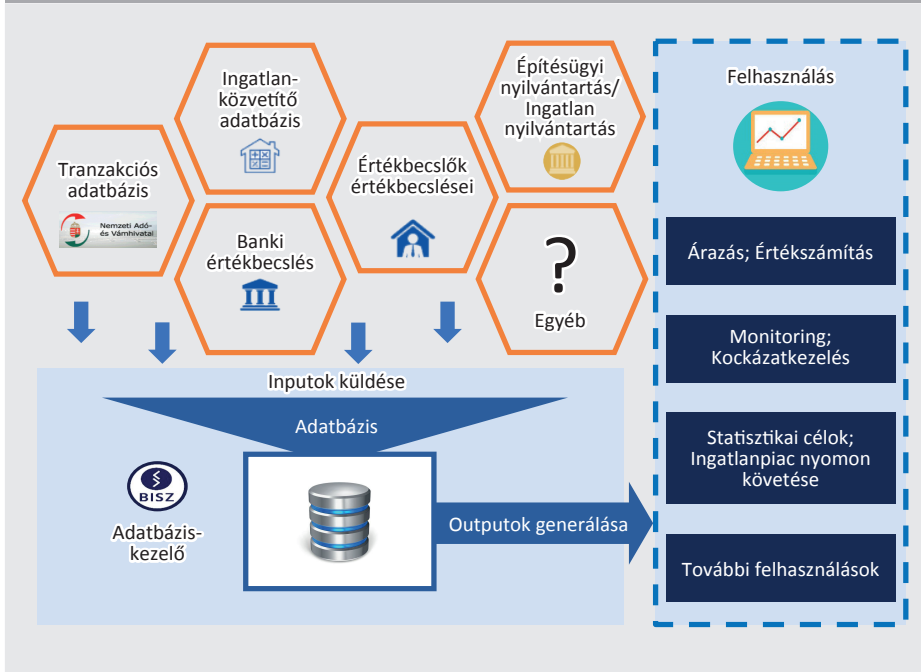
Javaslatunk alapján Magyarországon egy központi adatbázis kerülne kialakításra, mely ingatlanonként tartalmazza az ingatlanokra jellemző, statisztikai értékbecsléshez szükséges adatokat. Az adatbázis elsősorban már létező nyilvántartások tartalmát integrálná. Az adatok egységes feltételek mellett való, központi elérhetősége biztosítja egyfelől, hogy minden szereplő számára azonos csatornán keresztül elérhető, egységes és azonos minőségű információk álljanak rendelkezésre az értékbecslésekhez, ami így egyenlő versenyfeltételeket teremtve ösztönzi az értékbecslési modellek fejlesztésének versenyét és a hitelpiaci versenyt is, a költséghatékonyság és az alacsonyabb hitelkamatok irányába terelve a piacot.

Az önálló adatbázis létrehozását indokolhatja, hogy ily módon nem szükséges igazodni egyik már meglévő adatszolgáltató adatstruktúrájához sem, elkülönült rendszerként könnyebben lehet változtatni rajta. Emellett az egyedi felhasználási cél miatt speciális felhasználási és működési rendet igényel, aminek kialakítása célszerűbb lehet egy önálló rendszerben (pl. csak akkor szolgáltatható egy adott ingatlanról információ, ha az ingatlanra vonatkozó, szükséges mennyiségű adat már rendelkezésre áll). Kiemelt figyelmet kell továbbá fordítani a megfelelő adatminőségre: a különböző adatbázisokból érkező adatok egymásnak történő megfeleltetését, összefésülését és tisztítását is el kell végezni ahhoz, hogy megbízható értékbecslések készülhessenek ezen adatok alapján.

5.1. A központi adatbázissal szemben támasztott alapvető elvárások

A központi adatbázis kialakításakor fontos szempont, hogy minél szélesebb, de anonimizált adatkör állhasson a szektor rendelkezésére, hiszen ez támogathatja leginkább a kockázatkezelési modellek kifinomultságát, így egyúttal a hitelkihelyezéskori, helyszíni szemlét nélkülöző értékbecslések lefolytatásának alapját képezheti (9. ábra).

9. ábra
A központi értébecslési adatbázis sematikus működése



A különböző „adatbázisok” eltérő módszertannal és különböző időpontokban rögzített adatkörökkel rendelkeznek. Erre figyelemmel biztosítani kell az adott ingatlanra vonatkozó adatok

- **összekapcsolhatóságát:** az ingatlanok legjellemzőbb azonosító adatai a település-név és helyrajzi szám kombinációja, valamint a pontos cím (településnév, irányítószám, közterület neve, jellege, házzszám, emelet, ajtó);
- **az adatok közötti inkonzisztenciák feloldását:** az egyes „adatbázisok” adatrögzítései közötti időbeli és módszertani eltérések és téves adatrögzítések esetenként ellentmondásos információkat eredményeznek, emiatt szükséges
 - az adatok keletkezési körülményeinek (mikor keletkezett, mi az információ forrása) megismerhetőségét biztosítani;
 - megfelelő struktúrát (definíciós kereteket) kialakítani az adatok standardizált-ságának biztosítására;
 - az ezek kiszűrésére és kezelésére alkalmazott technikákat szükséges kialakítani.

A kialakítás során figyelemmel kell lenni arra, hogy a működési modell ne keletkeztesen a szektor szereplői tekintetében – pusztán a szabályozói tevékenységnek köszönhetően – versenyelőnyt/hátrányt azzal, hogy olyan IT-megoldásokat használ, amelyek nem elérhetőek valamennyi intézmény számára, vagy kialakításuk aránytalan nehézségekbe és/vagy költségekbe ütközne. Az intézmények saját mechanizmusaikkal, infrastruktúráikkal vélhetően gyorsan tudják majd adaptálni a helyszíni szemlét nélkülöző statisztikai értékbecslésre kialakított működési modellt, de számolni kell azzal, hogy nem minden szereplő képes majd megfelelően felkészülni a rendszer indulására. Ennek érdekében a szabályozói, felvigyázói, illetve (adat)szolgáltatói oldal tekintetében már a rendszer indulásakor törekedni kell a minél nagyobb fokú automatizáltságra, a felhasználói oldal igényeit és eszközrendszerét figyelembe vevő technológiai megoldásokra.

Tekintettel arra, hogy az adatok adatbázisba kerülése esetén személyes adatok kezelése valósul meg, megfelelő adatvédelmi garanciákat kell kialakítani a bemenő és központi kézben feldolgozott információk vonatkozásában. Az EU általános adatvédelmi rendelete (GDPR)³² szigorú szabályokat tartalmaz az érintettek adatainak kezelésére vonatkozóan. A GDPR 5. cikke taxatív felsorolja, hogy a személyes adatok kezelésének mely elvek figyelembevételével kell megvalósulnia. E körben kiemelendő, hogy az adatokat célhoz kötötten, csak a szükséges mértékben, naprakész pontossággal kell kezelni, és tárolásuknak olyan formában kell történnie, amely az érintettek azonosítását csak a személyes adatok kezelése céljainak eléréséhez szükséges ideig teszi lehetővé. Egy központi adatbázis létrehozatala során egyrészt a fenti elvek kikényszerítése, másrészt az adatkezelés jogszerűségének biztosítása céljából megkerülhetetlennek tűnik a felhatalmazások és technikai követelmények jogszabályokban történő rendezése.³³ Előfordulhat, hogy azért, hogy a már kezelt adatok csak a szükséges mértékben és formában kerüljenek felhasználásra, olyan technológiai megoldásokat kell választani, amelyek biztosítják, hogy az output információkat a felhasználók ne tudják visszafejteni az érintett személyek tekintetében. E körben megoldás lehet, ha az értékbecslésre vonatkozó működési elv szerint egy központi módszertan alapján már maga az adatbázis-kezelő végzi el az input adatokból a szükséges műveleteket, és csak a végeredményt juttatja el a végfelhasználókhöz. Ugyancsak alkalmazható megoldásnak tűnik, hogy az adatfeldolgozás során az adatkezelő a kimenő adatokon oly mértékű torzítást végez (pl. helyrajzi adatok tekintetében), ami lehetővé teszi az értékbecslések végrehajtását, de az ingatlan és a kapcsolódó személyes adatok azonosítását nem.

³² Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2016/679 Rendelete (2016. április 27.) a természetes személyeknek a személyes adatok kezelése tekintetében történő védelméről és az ilyen adatok szabad áramlásáról, valamint a 95/46/EK rendelet hatályon kívül helyezéséről (általános adatvédelmi rendelet). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=CELEX%3A32016R0679>

³³ Jogalkotói tevékenység hiányában az érintettek hozzájáruló nyilatkozata is elegendő lehet az adatbázis feltöltéséhez, ugyanakkor így az annak működéséhez szükséges adatmennyiség elérése lényegesen hosszabb távon valósulhat csak meg.

5.2. A központi értékbecslési adatbázis javasolt felépítése

A bemeneti adatok kötelezően szolgáltatandó körét meghatározott adatszolgáltatók bocsátanak rendelkezésre, a jövőben pedig lehetőség lenne a meghatározott adatszolgáltatók körének bővítésére, esetlegesen opcionális adatszolgáltatás biztosítására. Az adatszolgáltatókkal egyeztetett, legfontosabb elérhető adatokat tartalmazó adatkörök kapcsán meg kell határozni, hogy azok milyen szabályrendszer szerint kerülnek frissítésre, mi biztosítja a megbízhatóságukat. Emellett azt is rögzíteni kell, hogy mekkora az az egy ingatlanra vonatkozó minimum információmennyiség, mely alapján az adatközlésre sor kerülhet.

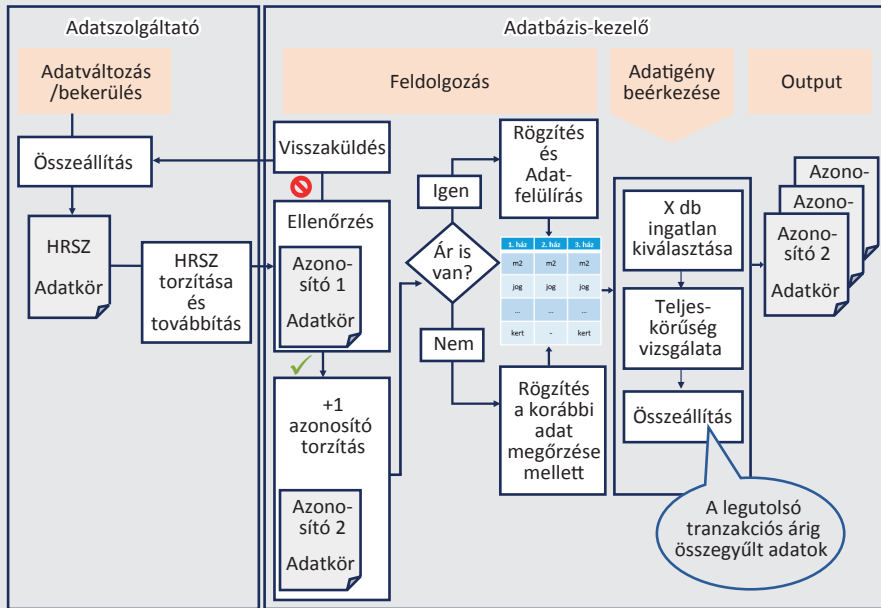
Az adatbázis kezelésére célszerű egy olyan – az adatszolgáltatóktól és adatfelhasználóktól eltérő – harmadik felet bevonni, amely rendelkezik adatbázis-kezelési és ügyfélkapcsolati tapasztalatokkal, és képes az ügyfélérdekek összehangolására. Ez lehet akár egy már létező adatbázis-kezelő, vagy esetleg egy újonnan, kifejezetten ezen adatbázis kezelésére létrehozott vállalkozás. Az adatok adatbázisba kerülése érdekében egységes definíciós rendszert kell meghatározni, mely minden adatszolgáltató tekintetében alkalmazható, és lefed minden releváns adatkört. Az adatbázis működőképességéhez számos technikai részletet kell kidolgozni. Ilyen többek között az egyes információforrás-típusok szerinti egyedi sablonok kialakítása, az adatok kezelése tekintetében pedig az inkonzisztenciák feloldására egységes logikai rend, az adatátadásokat biztosító mechanizmusok és az adatok helyesbítési rendjének meghatározása.

Javaslatunk alapján az adatok felhasználása egy kezdeti és egy folyamatos bővítési fázisból állna, ezért a központi adatbázist úgy kell létrehozni, hogy a későbbi bővítések a lehető legkevesebb átalakítást tegyék szükségessé. Az adatbázishoz kapcsolódó kommunikációs csatornáknak a legtöbb esetben kétirányú kommunikációt kell tudniuk biztosítani, egyes szereplők esetében azonban felmerül, hogy csak inputokat küldenek.

Az adatbázis működése szempontjából meglátásunk szerint két szükséges részfolyamattal kell számolni: az adatszolgáltatás és az adatlekérés folyamata. Az adatszolgáltatás naprakészségét az adatbázis jellege határozza meg: mivel javaslatunk szerint önálló adatbázis kerülne kialakításra, az adatszolgáltatásnak az adatok bekerülését/változását követően a lehető legrövidebb időn belül kell megtörténnie, annak ellenére, hogy figyelembevételükre csak a következő tranzakciós ár rögzítésekor kerülhet sor. Az adatok befogadása feldolgozásuk mellett magával vonhatja a korábbi adatok törlésének szükségességét, amennyiben egy korábban már rögzített adat módosul, és új tranzakciós ár is rögzítésre kerül. Emellett szükséges, hogy az adatbázisból csak akkor kerüljenek ki adatok, ha az értékbecslések elvégzéséhez szükséges minimum adatkör rendelkezésre áll. Fontos garanciális rendelkezés, hogy bár az adatbázisban az egyes ingatlanoknak azonosíthatónak kell maradniuk (még

ha torzított, anonimizált azonosítók alapján is), a kimenő adatok között nem lehet az ingatlan azonosítására alkalmas paraméter (10. ábra).

10. ábra
Az adatok feldolgozásának egy lehetséges működési modellje



A kialakítás során figyelemmel kell lenni arra, hogy a működési modell pusztán a szabályozói tevékenységnek köszönhetően ne keletkeztessen a szektor valamely szereplői számára versenyelőnyt vagy hátrányt azáltal, hogy olyan megoldásokat alkalmaz, amelyek nem minden intézmény számára elérhetők, vagy kialakításuk nehézségekbe, költségekbe ütközne. A hozzáférhető, széles adatkört felhasználó értékbecslési modellek ki- és továbbfejlesztése jelentős forrásigénnyel járhat, emiatt a szabályozóknak mérlegelniük kell, hogy a nyitva álló lehetőségek közül mely megoldások révén lehet a leghatékonyabban kihasználni az új adatbázis adta lehetőségeket. Meglátásunk szerint a banki adatlekérések tekintetében alapvetően kétféle modell képzelhető el:

1. *Központi módszertan alkalmazása:* ebben az esetben az adatkérők csak az értékbecslés eredményére vonatkozó igényt nyújtanak be, az adatbázis pedig az eltárolt adatainak felhasználásával – a jogszabályi, szabályozói elvárások alapján – egy nyilvános módszertant futtat le. A megoldás előnye, hogy mérsékli az értékbecslés pontosságát érintő kockázatokat, az igénybe vevő intézmények tekintetében nem jelentkezik közvetlenül fejlesztési költség, így az igénybevétel

feltételei e tekintetben kiegyenlítettek. Hátrányosan érintheti ugyanakkor azokat az intézményeket, amelyek már fejlett értékelési módszertanokat alakítottak ki, de ezeket a továbbiakban már nem tudnák hasznosítani. Ráadásul emellett a modellek innovációját, az új modellfejlesztések beépítését is lassíthatja.

2. *Egyedi módszertan alkalmazása:* ebben az esetben minden intézmény egyedi adatigénnyel fordulhat az adatbázishoz, míg az értékbecslést egyedi módszertan alapján végzi el. Az eljárás a diverzifikáció révén, bankrendszeri szinten kockázatmérséklő hatással járhat, és jelentős ösztönzőként hathat a banki fejlesztésekre, ugyanakkor a kisebb intézményeket hátrányosan érintheti. Az intézményi modellek alkalmazása esetén a szabályozónak meg kell teremtenie a rendszeres minőségellenőrzések követelményét, a szükséges megfelelőségi kritériumokat és visszatesztelési előírásokat, hogy a modellek sajátossága ne eredményezzen kiugró számítási eredményeket.

5.3. Előnyök, kockázatok, kihívások

Az ingatlanokkal foglalkozó szegmensek – különösen a pénzpiacok – szereplői számára számos előnyt hordozhat egy, a digitalizációs törekvésekkel összhangban létrehozott, folyamatosan elérhető, széles körű és megbízható adatokat tartalmazó adathalmaz kialakítása, valamint a tárolt ingatlanadatok lekérdezhetőségének megkülönböztetésmentes biztosítása. Az MNB 2021-es kérdőívére adott válaszaikban a hazai intézmények kiemelték, hogy alapvető elvárás az adatokkal szemben azok naprakészsége, magas minősége, standardizáltsága és szinkronizáltsága, a bizonytalan adatok és szélsőséges értékek kiszűrése.

Egy központi adatbázis létrehozatalával az egyes intézményeknek – amennyiben nem kell feltétlenül saját adatbázist kiépíteniük, azt nem kell rendszeresen karbantartaniuk és a változó infrastrukturális és szabályozói környezethez igazítaniuk – jelentős pénzügyi-, technológiai és humán erőforrásai szabadulhatnak fel. Ez a költségmegtakarítás más fejlesztésekre fordítható, ezáltal a pénzügyi intézmények között a verseny tovább élesedhet. Másrészt a központi adatbázis az értékbecslési folyamatokat automatizálhatóvá, gyorsabbá és megbízhatóbbá teheti, nagyobb adatbázis állhat az intézmények rendelkezésére és kisebb bizonytalansággal számolhatnak az eljárásban. A rendszer egyértelműen támogatja az inkonzisztenciák csökkentését, melyet végső soron a szektor szereplőinek ügyfelei is megérezhetnek. Az adatbázis centralizáltságának történő kitétség ugyanakkor kockázatokat is hordoz magában, ha az adatbázis-kezelő nem tud kellőképpen gyorsan reagálni a piaci eseményekre, nagyságából adódóan nehezen formálhatóvá teszi a meglévő infrastruktúrákat, így azok bármely fejlesztése és módosítása jelentős költségekkel járhat. Az adatok pontossága is kritikus jelentőséggel bír egy ilyen komplex, könnyen hozzáférhető infrastruktúra esetén, tekintettel arra, hogy rendszerszintű problémákat okozhat, ha az információk hiányosak, tévesek, nem naprakészek.

Az inkonzisztenciák, valamint az adatminőségi problémák minimalizálása érdekében is hasznos lehet már kiépített csatornákat alkalmaznia az új adatbázisnak, így a fejlesztés költségei mind az állami, mind a piaci szereplők számára alacsonyan tartathatók. A már kifejlesztett, kipróbált infrastruktúra nemcsak a rendszer fenntartási költségei kapcsán bír addicionális értékkel, de az adatbázisok könnyebb bővíthetősége, új adatfolyamok becsatornázása is egyszerűbben valósulhat meg, amennyiben az IT-rendszereket csak finomhangolni kell. A kezdeti időszakban ugyanakkor azzal is számolni kell, hogy a kisebb piaci szereplők számára nehézséget okozhat a rendszereik átállítása az adatokhoz való hozzáférésre. Számukra tehát kihívásokat jelenthet egy szélesebb adatkör alkalmazása, ugyanakkor ezek a különbségek a korábban említett felszabadított források átcsoportosításával rövid úton eltűnhetnek.

Egy központi adatbázis létrehozása tekintetében a legnagyobb gyakorlati kihívást vélhetően a létrehozatakor történő „ősfeltöltés” okozhatja. Amennyiben megfelelő adatmennyiség már a kezdeteknél nem áll rendelkezésre, úgy a központi adatbázis fejlesztése is megrekedhet, és érdektelenséget válthat ki az érintett piaci körből. Az értékbecslés pontossága és megbízhatósága – a megfelelő módszerek alkalmazása mellett – nagyban függ a felhasznált adatok alkalmasságától és az adatbázis megfelelő megalkotásától. Az alkalmazott statisztikai módszerek által megalkotott értékbecslési eredmények egyik fő hibaforrása – a folyamat bármely elemének szándékos befolyásolását figyelmen kívül hagyva – a használt adatbázis lehet; így például felmerülhet az egyes adatbázis-elemek hibája, azok nem megfelelő összekapcsolása, a túl kevés adatot magában foglaló, illetve nem reprezentatív adathalmaz. Ennek megfelelően a központi adatbázisnak képesnek kell lennie azoknak a bejövő adatoknak az integrálására, melyeket a „külső” adatbázisok más módszertan alapján rendszereztek, illetőleg képesnek kell lennie az adatbázisnak a hasonló vagy ugyanolyan adatokat egymásnak megfeleltetni (pl. a földhivatali nyilvántartás NAV-adatokkal történő összekapcsolása esetén).

A statisztikai értékbecslés alapjául szolgáló adatbázis működése megfelelő jogszabályi környezet nélkül elképzelhetetlen. Meglátásunk szerint egy megfelelő adatminőséggel és -mennyiséggel rendelkező ingatlan-adatbázis tekintetében az „ősfeltöltés”, valamint a későbbi működés is csak törvényi felhatalmazás alapján valósulhat meg. A lehetséges adatszolgáltatók körét tekintve látható, hogy működésüket eltérő jogszabályok szabályozzák, a náluk megtalálható személyes adatok kezeléséről jellemzően ágazati törvények rendelkeznek, ugyanakkor ezen adatok harmadik fél felé – így különösen a létrehozandó központi adatbázis felé – történő szolgáltatásához további módosítások szükségesek. Az adatkezelő szervezet tekintetében elengedhetetlen, hogy az Országgyűlés törvénnyel rendelkezzen arról, hogy kitől, milyen céllal kapja az adatokat, azokat meddig kezelheti, és adott esetben kinek adhatja tovább. Meglátásunk szerint az adatlekérdezési modell kialakítása során központi kérdés az adatok anonimizált formában történő átadása, ami biztosítja, hogy az

intézményi felhasználók oldalán a statisztikai modell alkalmazásakor ne merüljön fel a személyes adatok kezelésének problémája.

A rendszer elfogadottsága, megbízhatósága, valamint jogszabályi keretei alapvetően befolyásolhatják a piaci szereplők csatlakozását. A már nagyobb, saját adatbázist kiépítő piaci szereplőket csak e szükséges előfeltételek megléte esetén lehet önkéntesen a központi adatbázis működésének, illetve működtetésének igénye felé terelni. Az ingatlanok földrajzi elhelyezkedéséből adódóan egy pusztán saját adatbázis használata esetén jelentősebben szűkülhet a statisztikai értékbecslésre alkalmas hitelügyletek potenciális száma az intézmények eltérő mérete és földrajzi jelenléte miatt (lásd 4. és 5. ábra), egy központi adatbázishoz történő hozzáféréssel ugyanakkor lényegesen bővülnek a felhasználási lehetőségek. További ösztönző elem lehet, ha olyan adatok is elérhetővé válnak a rendszerben, amelyekhez csatlakozás nélkül nem, vagy csak nehezen lehetne hozzáférni. A központi adatbázisban való részvétel és az oda történő adatszolgáltatás növeli az érintett szereplők működésének hatékonyságát, potenciális új piacokat megnyitva ezzel részükre. A csatlakozás révén az adatbázis-építő ingatlanközvetítők működésük során pontosabban tudják árazni a kínált ingatlanokat, így egységnyi idő alatt több tranzakciót hajthatnának végre, közvetetten pedig a hazai lakásállomány forgási sebességére is hatással lehetnek. Az értékbecslők számára sem lehet érdektelen a belépés, hiszen a helyszíni szemlén kívüli értékbecslési piacon túl a statisztikai alapú értékbecslési piacra is beléphetnek. Az EBA-iránymutatás alapján az értékbecslők teljes mértékben továbbra sem lesznek megkerülhetőek a statisztikai értékbecslés esetén sem (lásd 3.1. fejezet), a központi modell létrehozása és működtetése alapvető érdekük lesz, ha követni kívánják a piaci trendeket.

A rendszer kifejlesztési és fenntartási költségeinek meghatározása során figyelemmel kell lenni az adatbázis azon alapvető céljára is, hogy valamennyi érintett szereplő el tudja érni az adatbázist, és csatlakozásuk egyértelmű előnyökkel járjon a hozzáférésnek köszönhetően. Az árazásnak így szükségszerűen tükröznie kell, hogy az egyes csatlakozók milyen mértékben veszik igénybe az adatbázis infrastruktúráját. A rendszer felállítása és akár későbbi bővítése során ugyanakkor elképzelhetők olyan scenáriók, hogy a csatlakozó szervezetek saját adatvagyonukkal hozzájárulhatnak a rendszer létrehozatalához és fenntartásához, így ezen adatvagyon mértékétől és minőségétől függően kedvezményes költségekkel számolhatnak, és érdekeltté tehetők az adatok minél nagyobb és pontosabb átadásában, valamint elérésében.

6. Konklúzió

Az ingatlanfedezetek értékbecslése számos egyéb banki folyamathoz hasonlóan napjainkban jelentős átalakuláson megy át. A hagyományos, helyszíni szemlélet alapú vevő értékbecslések helyett egyre inkább elterjedtté válik a statisztikai alapú értékbecslések alkalmazása nemzetközileg és várhatóan hazánkban is. Ennek jogszabályi

feltételeit az elmúlt évben az európai és hazai jogszabályok módosításai is megteremtették, hosszabb távon ugyanakkor várhatóan további változásokra lesz szükség ahhoz, hogy a módszer minél szélesebb körben elterjedhessen.

A hazai bankok véleménye alapján is várhatóan egyre nagyobb teret nyernek majd a statisztikai alapú értékbecslések a különböző banki folyamatokban. Ezek működőképességéhez, a kapott értékbecslések pontosságához azonban nem elégséges az alkalmazhatóság jogi kereteinek biztosítása. Olyan adatokra van szükség a tényleges hasznosíthatóságukhoz, amelyek kellően részletesek, pontosak, rendszeresen ellenőrzöttek. Mivel a jelenlegi hazai ingatlanokra vonatkozó adatbázisok rendkívül szétaprózottak, és sokszor hozzáférésük is korlátozott, ez nagyban megnehezíti a piaci szereplők hozzáférését a szükséges minőségű és mennyiségű adatokhoz, különösen a kisebb méretű vagy rövidebb múltra visszatekintő intézmények esetében, ami gyengíti a szereplők közötti versenyt. Ezért a jelenlegi, különálló adatbázisok összehangolásával egy olyan központi adatbázis létrehozását javasoljuk, melyben az adatok egységesen és naprakészen rendelkezésre állnak. Az ingatlanokat érintő adatok jelentős része a különböző állami szerveknél kerül rögzítésre, amiből következik, hogy a meglévő állami adatvagyon kezelése és felhasználása kiemelt jelentőséggel bír, és számos folyamatban képes a nemzetgazdaság hatékony működésének, versenyképességének támogatására. Ebbe az irányba mutat a Nemzeti Adatvagyon Ügynökség létrehozása is, azonban továbbra is kiemelten kezelendő az állami szereplők rugalmas és nyitott hozzáállása az adatvagyon kezelésével, valamint a szükséges lépések időszerű megtételével kapcsolatosan. Egy ilyen adatbázis segítené a piacon az egyenlő versenyfeltételek megteremtését, automatikusan, költséghatékony, gyors és megbízható módon lenne képes kiszolgálni az adatigényeket. Egy központi rendszer csökkenti az adatok közötti inkonzisztenciák esélyét, és az új típusú adatok beillesztése is egyszerűbbé válhat, nem igényel minden egyes felhasználó részéről addicionális informatikai fejlesztési lépéseket. A bankoknak a hitelezési folyamatok esetén pontosabb és gyorsabb értékbecslések elkészítésére nyílna lehetősége, és egyéb belső folyamataik fejlesztése esetén is támaszkodhatnak a központi adatokra, akár termékfejlesztésről, akár a workout folyamatok hatékonyabbá tételéről legyen szó. Emellett a hitelfelvevők oldalán is jelentős idő- és költségcsökkenéssel járhat a helyszíni szemlék elhagyása. Becslésünk alapján évente nagyjából 20–30 ezer ügyfél esetében lenne lehetőség statisztikai alapú értékbecslés elvégzésére. A hagyományos értékbecslés 30 ezer forintos díjának új módszer miatti, a bankok által várt 50 százalékos csökkenése esetén ez a lakáshitel-felvevőknél évente akár 300–450 millió forint közvetlen megtakarítást eredményezhet, amit a gyorsabb hitelbírálatból eredő jobb ügyfélmélny és alacsonyabb cipőtálp-költségek egészíthetnek ki.

Természetesen egy ilyen adatbázis is rejt kihívásokat, mint például a piaci folyamatokra való gyors reagálás megteremtése, vagy az adatok naprakészségének, az

adathibák minél gyorsabb kijavításának igénye. Ezekre a kihívásokra a szabályozóknak és a rendszer üzemeltetőjének egyaránt fel kell készülnie.

Összességében úgy látjuk, hogy egy központi adatbázis nagyban elősegítené, hogy a jövőben az ingatlanfedezetek értékelése során a statisztikai alapú értékbecslések kiemelt szerepet játszanak. Ezzel elősegítenék a meglévő hazai adatvagyon optimális kihasználásának megteremtését, az adatgazdaság beindítását, a banki folyamatokban már elindult digitalizáció további elterjedését, a banki verseny erősítését, a gyorsabb ügyintézését és a költségcsökkenést mind a piaci szereplők, mind pedig az ügyfelek oldalán.

Felhasznált irodalom

Aczél Ákos – Banai Ádám – Borsos András – Dancsik Bálint (2016): *A lakáshitelek felárát meghatározó tényezők azonosítása a magyar bankrendszerben*. Hitelintézeti Szemle, 15(4): 5–44. <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/aczel-akos-banai-adam-borsos-andras-dancsik-balint.pdf>

Béres Alexandra Dorottya – Tringer Zsófia (2020): *Ingatlanértékbecslés „otthonról”: a banki hatékonyságnövelés új fejezete*. Szakmai cikk, Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/beres-alexandra-tringer-zsofia-ingatlanbecsles-otthonrol.pdf>

Békés Gábor – Horváth Áron – Sági Zoltán (2016): *Lakóingatlan-árak és települési különbségek*. MT-DP – 2016/21, Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Közgazdaságtudományi Intézet, Budapest. <http://www.econ.core.hu/file/download/mtdp/MTDP1621.pdf>

Dippong Magdolna – Harnos László (2008): *Speciális ingatlanok értékelése*. Távkutatási jegyzet, Nyugat-Magyarországi Egyetem Geoinformatikai Kar, Székesfehérvár. <http://docplayer.hu/16122724-Specialis-ingatlanok-ertekelese.html>. Letöltés ideje: 2021. október 26.

EAA (2019): *European Standards for Statistical Valuation Methods for Residential Properties 2nd edition*. European AVM Alliance. https://www.europeanavmalliance.org/avm-standards.html?file=files/ea/Downloads/EAA_Standards_2nd_Edition.pdf&cid=156. Letöltés ideje: 2020. április 30.

Eurostat (2013): *Handbook on Residential Property Prices Indices (RPPIs)*. <https://doi.org/10.2785/34007>

Freixas, X. – Laeven, L. – Peydró, J.-L. (2015): *Systemic Risk, Crises, and Macroprudential Regulation*, The MIT Press. <https://doi.org/10.7551/mitpress/9780262028691.001.0001>

- Horváth Áron – Imre Blanka – Sági Zoltán (2016): *Ingatlanok statisztikai érték-meghatározásának nemzetközi gyakorlata, az automatizált értékelési modellek bevezetésének hazai lehetőségei*. Hitelintézeti Szemle, 15(4): 45–64. <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/horvath-aron-imre-blanka-sagi-zoltan.pdf>
- IAAO (2018): *Standard on Automated Valuation Models (AVMs)*. International Association of Assessing Officers. https://www.iaao.org/media/standards/AVM_STANDARD_2018.pdf. Letöltés ideje: 2021. április 13.
- MNB (2017): *A háztartási szektor pénzügyi megtakarításai mikro- és makrostatisztikai adatok alapján*. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/haztartasok-hun-0531.pdf>
- MNB (2019): *Versenyképességi program 330 pontban*. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/versenykepességi-program.pdf>
- MNB (2021a): *Lakáspiaci jelentés, 2021. május*. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/lakaspiaci-jelentes-2021-majus-hu.pdf>
- MNB (2021b): *Pénzügyi stabilitási jelentés, 2021. június*. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/kiadvanyok/jelentesek/penzugyi-stabilitasi-jelentes/penzugyi-stabilitasi-jelentes-2021-junius>
- MSCI (2019): *Private Real Estate: Valuation and Sale Price Comparison 2019*. MSCI Research Report, June. <https://www.msci.com/www/research-paper/private-real-estate-valuations/01032853837>
- RICS (2017): *The Future of Valuations – The relevance of real estate valuations for institutional investors and banks – views from a European expert group*. RICS Insight Paper 2017/11, Royal Institution of Chartered Surveyors. <https://www.rics.org/globalassets/rics-website/media/knowledge/research/insights/future-of-valuations-insights-paper-rics.pdf>. Letöltés ideje: 2020. április 27.
- Stan, L. (2015): *De la idee la BIG – ANEVAR*. Valoarea oriunde este ea, 2015(6): 14–17. <https://www.anevar.ro/images/documente/revista-valoarea-oriunde-este-ea-nr-06.pdf>. Letöltés ideje: 2021. október 6.
- Wolters, J. (2002): *Property valuation and taxation in Denmark*. The Danish Association of Chartered Surveyors, Copenhagen. http://www.andywrightman.com/docs/danish_propertytax.pdf. Letöltés ideje: 2021. október 6.

Centripetális és centrifugális erők az Európai Unióban*

Szapáry György

A 21. század gazdasági válságai kihívás elé állították az Európai Unió egységességét. A kezdeti erős centripetális erőket új, nem várt centrifugális erők kezdték el gyengíteni. Vajon mit hoz a jövő az Európai Unió számára? Hogy tud szembenézni a nem várt kihívásokkal? A jelenleg legfontosabb megosztó, széthúzó erők az EU-n belül a tömeges migráció kezelése, az EU költségvetése körül kialakult viták, az egységes külpolitika hiánya és a szuverenitás versus föderalizmus kérdése. Az esszé ezeket a kérdéseket veszi sorba, ugyanis nem létezhet erős, befolyásos, egységes Európa a migrációs válságra minden tagország által elfogadott megoldás nélkül, egy jobban összehangolt költségvetési és külpolitika nélkül, valamint a nemzetállamok szuverenitását biztosító kimondott és egységesen elfogadott értelmezés nélkül. Ezek a témák valószínűleg még éveken át megosztó, centrifugális erőként fogják nehezíteni az európai integráció előre vitelét, de szükséges ezekről beszélni, hogy fel lehessen ismerni a legfontosabb teendőket.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: N14, F53, H61, H63, H77

Kulcsszavak: Európai Unió, migráció, EU költségvetés, külpolitika, szuverenitás

1. A kezdeti centripetális erők

1945-ben a második világháború egy romokban heverő Európát hagyott maga után. A több évig tartó háborúskodás sok millió árvát, éhezőt, otthonukat elhagyni kényszerülő állampolgárt, lebombázott városokat hagyott maga után. Az emberek mind a békét szomjazták. Ez a kollektív cél volt az európai integrációt elindító legfontosabb összetartó erő. Bár a kontinensen ismét béke honolt, Európa kettészakadt egy, a szovjet kommunista diktatúra zsarnoksága alá kényszerített Kelet-Európára és egy erősödő, gazdaságilag gyorsan fejlődő, demokratikus Nyugat-Európára.

Robert Schuman javaslatára létrehozták 1951-ben az Európai Szén- és Acélközösséget, hogy Schuman szavaival élve, a háborút ne csak elképzelhetetlenné, hanem fizikailag is lehetetlenné tegyék, ezzel ellehetetlenítve a fegyverkezést

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

Szapáry György a Magyar Nemzeti Bank elnökének főtanácsadója. E-mail: szaparygy@mnbb.hu

A magyar nyelvű kézirat első változata 2021. november 8-án érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <http://doi.org/10.25201/HSZ.20.4.120131>

egy újabb háborúhoz. A Schuman-nyilatkozatként híressé vált javaslat így kezdődött:

„A világbékét csak úgy lehet megőrizni, ha az azt fenyegető veszélyekkel arányban álló kreatív erőfeszítéseket teszünk. Az, amivel egy jól szervezett és életteli Európa hozzá tud járulni a civilizációhoz, elengedhetetlenül szükséges a békés kapcsolatok fenntartásához. [...] Európát nem lehet egy csapásra felépíteni, sem pusztán valamely közös szerkezet kialakításával integrálni. Konkrét megvalósításokra, de mindenekelőtt a tényleges szolidaritás megteremtésére van szükség. Az európai nemzetek összefogásához szükség van arra, hogy Franciaország és Németország között megsűnjön az évszázados ellentét.”¹

Innen gyökerezik az a centripetális, összetartó erő, amely megalapozta, kísérte, előre vitte az európai integráció menetét a mára elért eredményekhez: a négy szabadság, azaz az áruk, a szolgáltatások, a tőke és a munkaerő szabad áramlása, a Schengeni övezet és a közös pénz létrehozása. Azonban az egyre szorosabbra fűződő integrációt kikövező út sem volt konfliktusmentes. Gondoljunk az Egyesült Királyság Európai Gazdasági Közösséghez (az EU elődje) való csatlakozásánál de Gaulle francia elnök kétszeri vétójára, a francia „üres szék” politikára, amikor de Gaulle hat hónapon át bojkottálta a Tanács üléseit, valamint az euro bevezetése és a keleti bővítés körüli vitákra. Az „üres szék” politikájára azért érdemes visszaemlékezni, mert egy olyan fontos témához kapcsolódik, ami ma az egyik kiemelkedő centrifugális tényező: a szuverenitás pártiak és a föderalisták összecsapása. A francia bojkott megakadályozni kívánta a föderalisták kezdeményezését, hogy a Tanács többségi szavazással hozza meg döntéseit. Franciaország elérte, hogy a fontos témákban a döntéseket egyhangúan kelljen meghozni a Tanácsban, ez a mai napig érvényes gyakorlat. A téma viszont megint napirendre került, mert egyre több nyugat-európai ország kíván ezen változtatni, aminek egyik mozgatórugója a keleti bővítésben gyökerezik. Erre a későbbekben részletesebben kitérek.

A négy szabadság biztosításával és a közös pénz bevezetésével a centripetális erők dominanciájának korszaka lezártnak tűnik, és új centrifugális erők léptek fel. Ahogy *Kiran Klaus Patel (2021)* is felhívja a figyelmet, már *Jean Monnet* is arról beszélt, hogy az európai integráció cikkcakkos útvesztőkön át halad előre, és minden válságot meg kell ragadni a további integráció erősítésére. Az utolsó másfél évtized nem szűkölködött válságokból. A 2007–2008-as nagy pénzügyi válság és a Covid19-válság felszínre hozott olyan problémákat, amelyekkel eddig nem kellett szembesülniük az immár 27, a Brexit előtt 28 tagországból álló Európai Uniónak. *Philippe Aghion és szerzőtársai (2021:312)* a kreatív rombolásáról szóló könyvükben többek között a kapitalizmus jövőjéről írnak. A gazdasági növekedés lassulása, a jövedelemelosztás

¹ A Schuman-nyilatkozat teljes szövege megtalálható az Európai Unió honlapján: https://europa.eu/european-union/about-eu/symbols/europe-day/schuman-declaration_hu. Letöltés ideje: 2021. november 9.

egyenlőtlenségének rohamos növekedése, a klímaváltozás által keltett szorongás és a globalizáció előtérbe került problémái megkérdőjelezni látszanak a kapitalista gazdaság hatékonyságába vetett hitet. A kapitalizmusnak kétségkívül vannak hátrányai, képes pénzügyi válságokat okozni, bizonytalanná teszi a munkahelyek megtartását, nem tudja jól megoldani a jövedelemegyenlőtlenségeket. A szerző szerint a kapitalizmus egy identitáskrizis keretében került. Ez elmondható az Európai Unióról is. Mivel az ígért jólét bekövetkezése bizonytalanná vált, az integrációhoz kapcsolódó politikai és társadalmi átalakulással szembeni ellenállás megerősödött, és a kompromisszumon alapuló nemzetközi együttműködés létjogosultsága megkérdőjeleződött (*Patel 2018:279*).

Általánosságban is megállapítható, hogy a kezdeti összetartó erő, a béke fenntartása felhígult az évtizedek folyamán. A mai politikai döntéshozók és a lakosság nagy többségének számára a második világháború már távoli történelem. Csak példaként említem, Emmanuel Macron francia elnök 1977-ben született, 32 évvel a második világháború vége után. Ő egyébként elkötelezett vezető az Európai Unió erősítése iránt, de ez általánosságban nem mondható el minden országra, gondoljunk csak a Brexitre.

A keleti bővítés is új dimenziót hozott magával. A gyakran és jogosan hivatkozott 70 év béke, amit az EU Európában biztosított, máshogy cseng annak a száz milliós embernek a fülében, akik ebből a 70 évből 40-et a szovjet megszállás alatt szenvedtek el, elszakítva attól a lehetőségtől, hogy szabadon, a demokráciát építve és gazdasági gyarapodással élhessenek úgy, mint a nyugat-európai emberek. A volt szovjet szatellitországok emberei jogosan büszkék arra, hogy szabadságukat saját maguk vívták ki különösebb nyugati segítség nélkül. Ráadásul Németország egyesítését egyes nyugat-európai országok eleinte aggódva nézték. Akkoriban élt még az a mondás, hogy „Németországot annyira szeretik, hogy kettőt akarnak belőle”. Ezzel szemben a volt szocialista országok lelkesen támogatták Németország újraegyesítését – hazánk ebben elismerten döntő szerepet játszott. Ahogy Helmut Kohl német kancellár mondta, az első téglát a berlini falból Magyarország ütötte ki. A szovjethatalom uralma alatt győtrődő országok polgárai tudták, hogy Európában nem lesz tartós béke Németország egyesítése és a kelet-európai országoknak az Európai Unióba való integrálása nélkül.

Az európai identitás kérdésével számos szerző foglalkozott, például *Martonyi János* (2018), *Trócsányi László* (2021), *Thierry Chopin* (2018), *Uğur Tekiner* (2020), *Janik Szabolcs* (2021), hogy csak egy párat említsek a legfrissebb publikációk közül. A „közös identitás” kérdése áll a gondolkodás középpontjában, azaz hogyan párosul, egyeztethető össze a közös európai identitás a nemzeti identitással, és hogyan definiálható az utóbbi. Az európai identitásról való gondolkodás változott az idők folyamán az integráció előrehaladtával és a bővítési hullámok következtében. Máshogy gondolkodtak erről, amikor a közösség még csak a hat alapító tagországból állt, és

máshogy manapság, a 27 tagországot magában foglaló Európai Unióban. Az alapító országok idején az európai identitás kérdése politikai szinten alig foglalkoztatta a döntéshozókat, és a civil társadalmat sem izgatta különösebben ez a kérdés, a figyelem a gazdasági integráció lépéseire összpontosult, az „európaiság” mint olyan nem volt vita tárgya, a nemzeti identitást senki nem kérdőjelezte meg. Az északi és déli bővítés már a középpontba helyezte ezt a kérdést, ami a tervezett európai alkotmány elbukásában és a lisszaboni szerződés körüli vitákban kristályosodott ki. A keleti bővítés, a Nyugattól 40 éven át elszakított országok integrálása felhevítette a vitát, ami, mint látni fogjuk, meghúzódik a centrifugális erők felszínre kerülése mögött is. Sose felejtjük el, hogy különfélék maradunk, miközben európaiak vagyunk, figyelmeztet *Trócsányi (2021)*.

2. Centrifugális erők megjelenése

Az Európai Uniót ma megosztó kérdések jelentős részének a gyökerei visszavezethetők az említett válságok által felszínre hozott problémákra: eltérő növekedési és munkanélküliségi ráták, ami meghatározza a költségvetési rászorultságot; növekvő jövedelemkülönbségek, ami növeli a társadalmi feszültséget és elégedetlenséget, valamint eltérő egészségügyi rendszerek és a lakosság egészségügyi állapota, ami befolyásolja a járvány kezelését és lefutását. A fejlődő szegényebb országokban a válságok hatásai hatványozottan vannak jelen, amelyek, háborús környezettel párosulva, elindítottak egy tömeges bevándorlási hullámot. Ezek a tények mind szétfeszítő erőket indítottak be az Európai Unión belül, amelyek multidimenziális jellegűek, és átívelnek a hagyományos Kelet-Nyugat vagy Észak-Dél ellentéteken. Négy széthúzó erőre szeretném felhívni a figyelmet: a migrációra, a költségvetési politikára, a külpolitikára és a szuverenitásra.

2.1. Migráció

Az illegális tömegmigráció manapság az egyik legsúlyosabb megosztó tényező. A különböző történelmi tapasztalatok ebben fontos szerepet játszanak. A gyarmatosító országok hozzáállását a távolról jött bevándorlók befogadása iránt évszázados tapasztalatok formálták. A nyugat-európai országok túlnyomó többségének voltak gyarmatai: az Egyesült Királyságnak, Franciaországnak, Spanyolorzágnak, Portugáliának, Belgiumnak, Hollandiának, Olaszországnak, és az első világháború előtt Németországnak is. Ezeknek az országoknak alkalmuk volt megismerkedni gyarmataik lakóival, kultúrájukkal. A bevándorlók elsősorban a volt gyarmatokból jöttek, először a képzetebbek, akik már beszélték a gyarmatosító ország nyelvét, utána a kevésbé képzetek, de a folyamat fokozatos volt, és a lakosságnak volt ideje hozzászokni a betelepülők jelenlétéhez. Ráadásul sok Dél-Ázsiából, Dél-Kelet Ázsiából és Afrikából jött bevándorló vagy leszármazottjaik kivívták a befogadó nemzet elismerését az üzleti életben, sportban, zenében, irodalomban, még a politikában is

elértek magas vezetői pozíciót. Ma már ez a folyamat sem feszültségmentes a tömeges bevándorlás elindulásával a múlt évtizedben. Mégis azon országok, amelyek gyarmatokkal rendelkeztek, „befogadóbb” álláspontot képviselnek, ebben a történelmi tapasztalatokon túl talán a gyarmatosítók felelősségtudata is szerepet játszik.

Ezzel szemben a közép-kelet-európai országoknak nem voltak gyarmataik, népességük nem keveredett távolról jött bevándorlókkal, nem volt tapasztalatuk fokoatosan megismerkedni gyökeresen más kultúrákkal, viszont hirtelen szembesülniük kellett a határaikon áttörő vagy áttörni szándékozó hatalmas bevándorló tömegekkel. Természetesen ellenállnak ennek, mint látjuk, már nemcsak Magyarország, hanem Lengyelország és a balti országok is határvédő kerítés építésébe kezdtek. Ez megosztja az EU közösséget, mert a gazdagabb gyarmatosító országok, ahová a bevándorlók el szeretnének jutni, a migránsok kötelező elosztását szorgalmazzák az EU-tagországok között. A kerítések tulajdonképpen a gazdagabb nyugat-európai országokat védik. A tengerparttal rendelkező országok is szorgalmazzák az elosztást, mert nehezebb és humanitárius szempontból is kényesebb a bevándorlókat a tengeren feltartóztatni, mint a szárazföldi utakon, amit egyébként a migránsok preferálnak, mert biztonságosabb. Tehát a tömeges migráció kezelése olyan centrifugális erőt képez, ami a történelmi tapasztalatok eltérő mivoltában gyökerezik, és amihez jelentősen hozzájárul a nyugat- és kelet-európai országok közötti életszínvonal-különbség is. A háborúskodás és az afrikai kontinensen a klímaváltozás okozta elterjedő szárazság miatt útra kelő emberek tömeges megjelenése Európa határainál még hosszú éveken át kiemelkedő megosztó témaként lesz jelen az Európai Unió politikai vitáiban. Európa gazdag és védtelennek mutatkozik, ami vonzóvá teszi kontinensünket a szegényebb országok bevándorlói számára.

2.2. Költségvetési politika

Az Európai Unió kohézióját feszítik, fenyegetik a nagy különbségek a munkanélküliségi ráták és a költségvetési mozgásterén. Az eurozóna átlagos munkanélküliségi rátája 8 százalék, de például Görögországban és Spanyolországban a ráta kb. 16 százalék² (IMF 2021). Míg 2007-ben az államadósság mindössze hat országban haladta meg szignifikánsan a GDP 60 százalékát jelentő maastrichti kritériumot, addig 2021-re az előrejelzések szerint 14 ország fogja átlépni ezt a szintet. Viszont itt is nagyok a különbségek: az eurozóna átlaga a GDP 100 százaléka, de pontosan azokban az országokban, ahol nagy a munkanélküliség, mint Görögország, Spanyolország és Olaszország, az államadósság nagymértékben meghaladja ezt, Görögországban például a 200 százalékot is (IMF 2021)³. Az egységes monetáris politikához tartoznia kellene valamilyen szinten egy közös költségvetési politikának, de ilyen nincs, csak fiskális szabályok, amiket többnyire nem tartottak be. Az erre vonatkozó

² előrejelzés a 2021-es évre

³ előrejelzés a 2021-es évre

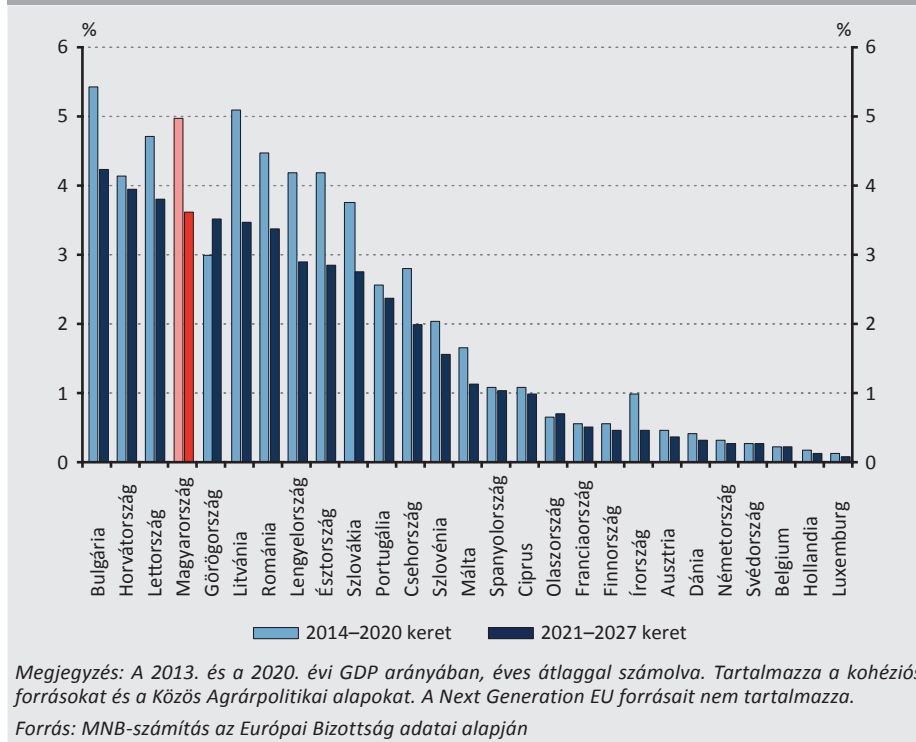
szabályokban könnyű kivételeket találni, hivatkozva az eltérő körülményekre és évekig a túlzott deficit eljárás alatt álló országok büntetésfizetésének elengedésére. Ismét napirendre került ezeknek a szabályoknak az esetleges megváltoztatása.

Ha lenne egy fiskális unió, aminek létrehozatala egyelőre az utópia tartományába sorolható, akkor az automatikus stabilizátorok részben kezelni tudnák a munkanélküliségi ráták különbségéből származó problémákat, és az elkerülhetetlen megszorító intézkedéseket enyhíteni lehetne, mert teret adna anticiklikus fiskális politika alkalmazására. Így viszont szükség van mankóra, külső segítségre. Itt tetten érhető egy másik centrifugális erő, az újra előtérbe került Észak-Dél érdekütközés, aminek félreérthetetlen jele a „fukar négy” (Ausztria, Hollandia, Svédország, Dánia) követelése és sikere, hogy megnöveljék a hitelek részét a vissza nem térítendő összegek rovására az Európai helyreállítási terv, a Next Generation EU forrásainak kedvezményezettjei számára. Ez világos jele annak, hogy a gazdagabb és szegényebb országok közötti érdekkonfliktus a jövőben is kísérni fogja az EU integrációs törekvéseit. Ez akadályozza, illetve lassítja az olyan további lépéseket a gazdasági integrációt erősítő úton, mint például az európai bankbetét-biztosítási rendszer létrehozása vagy a bankszanálási alap feltöltése, mivel a gazdagabb országok, főleg Németország, tartanak attól, hogy nekik kell majd finanszírozni más országok bankjainak veszteségeit. A gazdagabb országok a kockázatok csökkentését hangsúlyozzák, más országok a kockázatok porlasztásában érdekeltek. Bár a helyreállítási alaphoz van egy újraelosztási szerepe, amennyiben arányosan több pénz jut azoknak az országoknak, amelyek a járvány miatt többet szenvedtek, de amint láthatjuk, ez éppen oda vezetett, hogy kihegyezze a gazdagabb-szegényebb országok közötti érdekkülönbséget.

Az eredeti javaslat az volt, hogy a 750 milliárd euro helyreállítási alapból 500 milliárd eurót vissza nem térítendő juttatásként bocsássák a jogosult tagországok részére, és 250 milliárd eurót kölcsönként. A „fukar négy” elérte, hogy ez az arány 390–360 milliárd euróra módosuljon, ami jelentős változás az eredeti javaslatához képest. Újdonság, hogy a tagállamok közösen vállalnak garanciát a 750 milliárd euro (2018-as áron) kölcsönért, amit a Bizottság fog felvenni a piacokról. Magyarország folyóáron 8,6 milliárd euro vissza nem térítendő⁴ és 9,7 milliárd euro kölcsönre jogosult a Next Generation EU helyreállítási alapból. Az EU 2021–2027-es hétéves költségvetési keretéből, amely a Brexit miatt már eleve kisebb, mint az előző hétéves keret, Magyarország számára a kohéziós alapból befolyó összeg mértéke csökken (1. ábra), mert a kohéziós forrásokat meghatározó képlet változott azon országok javára, ahol a szegényebb régiók egy főre jutó jövedelme alacsony. Több tagország is van, ahol a szegényebb régiókban az egy főre jutó jövedelem alacsonyabb a magyar átlagnál.

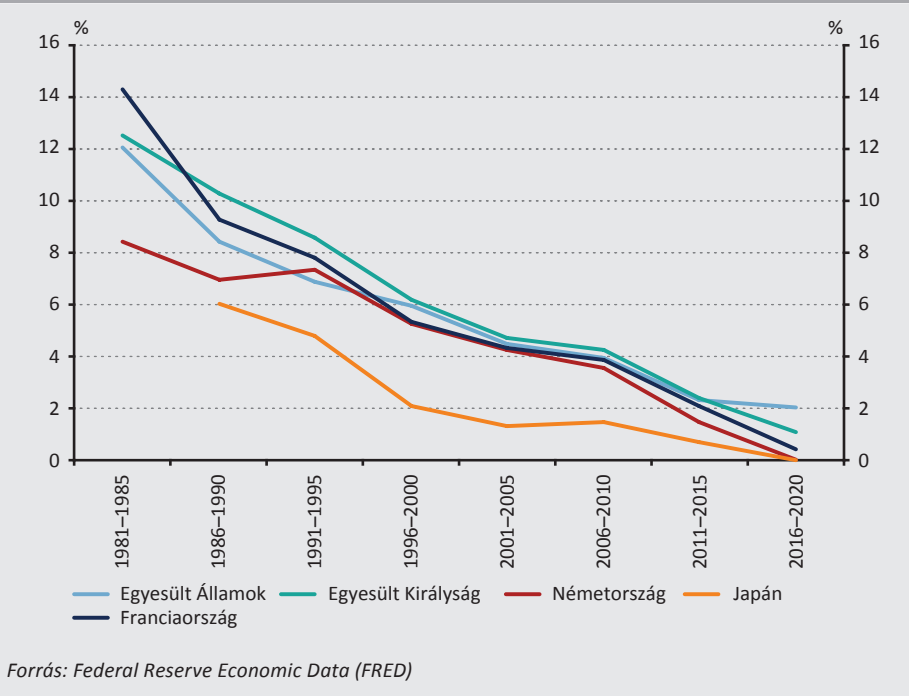
⁴ 7,2 milliárd euro a *Recovery and Resilience Facility* (RRF) alapból és 1,4 milliárd euro egyéb alapokból. MNB-számítás az EU-Bizottság adatai alapján.

1. ábra
Támogatások a 2014–2020 és 2021–2027 EU-s költségvetési keretből
(a GDP százalékában)



Érdeemes egy pillantásra visszatérni az államadósság témájához. Nem vitatott, hogy a válságok kezeléséhez szükség volt és még továbbra is szükséges lehet a költségvetési kiadások növeléséhez a munkahelyek megőrzése, a munkanélküliség enyhítése és a járvány leküzdése érdekében. Természetesen ez az államadósságok megugrásához vezetett. Egyes neves közgazdászok körében (lásd pl. Blanchard 2019) az a tétel kezdett elterjedni, hogy az államadósság már nem is olyan fontos kérdés a fejlett országokban, mert strukturális okok következtében megfigyelhető egy több évtizedes trend, miszerint az állami kötvényekre fizetett hosszú távú nominális kamatok csökkennek (2. ábra). Ezen közgazdászok azon a véleményen vannak, hogy még a pesszimista scenáriók szerint is a GDP növekedése a fejlett országokban ezt az alacsony kamatszintet trendszerűen meg fogja haladni, s így az államadósság magától el fog olvadni (Szapáry – Hardi 2021).

2. ábra
10 éves államkötvény nominális hozama (1981–2020, 5 éves átlag, százalékban)



Matematikailag ez igaz állítás, de azt feltételezni, hogy a megfigyelt trend mindig így fog folytatódni a jövőben, veszélyes. A kamatok alakulása ugyanis eltérhet a trendtől, ha a bizalom egy ország fizetőképességében megrendül, pont a magas államadósság vagy a fizetésimérleg-hiány miatt. Erre számos példa van. Egy másik neves közgazdászt idézve, a pénzügyi világ veszélyessé válhat, ha a kormányok elhiszik, hogy egy csodaországban élnek, ahol a fiskális kényszer nem érvényesül (Wyplosz 2019).

2.3. Külpolitika

Az Európai Unió külpolitikáját tekintve Oroszország és Kína felé megosztott. A krími félsziget anektálásával és katonai beavatkozásával Kelet-Ukrajnában Oroszország szembetalálta magát a NATO ellenállásával. Következésképpen az Európai Unió szankciókat vetett ki Oroszországgal szemben, amit a tagországok egyhangúan támogattak. Ennek ellenére komoly nézetkülönbségek alakultak ki az Európai Unión belül. Lengyelország és a balti államok, amelyeknek közös határuk van Oroszországgal, és talán még azt is mondhatjuk, hogy a többi szocialista országgal szemben gyötrelme-sebb tapasztalatokkal rendelkeznek a Szovjetunióval kapcsolatban, kemény fellépést várnak el az EU részéről. Ez az álláspont termékeny talajra lel egyes nyugati országokban, bár nem ambivalenciamentesen, ha figyelembe vesszük az Északi Áramlat-2

beruházásának érthető módon hathatós támogatását Németország részéről. Németország ugyan nemrég felfüggesztette a gázszállítás engedélyezését, de csak átmentileg. Magyarország árnyaltabb politikát folytat Oroszországgal szemben. Mi megtapasztaltuk, hogy amikor a nagyhatalmak a fejünk felett összecsapnak, annak elszenvedő alanyai vagyunk. Ráadásul a gázellátásunk is Oroszországtól függ, miközben keressük a források diverzifikációját. Magyarország egy kölcsönös tiszteletben tartás logikája mentén alakítja ki politikáját Oroszország viszonyában. Ez váltotta ki egyes nyugat-európai politikusok szemében azt a nézetet, hogy Magyarország Putyin trójai falova az Európai Unióban. Ez a narratíva, hasonlóan a tömeges migrációhoz való viszonyuláshoz, csak szítja a Nyugat-Kelet ellentéteket, erősíti a széthúzó erőket.

Kínával szemben az EU-nak vannak jogos sérelmei. A reciprocitás hiánya a kereskedelemben és a beruházásokban, valamint a szellemi tulajdon védelmének hetyke kezelése komoly kritikákat váltott ki az Európai Bizottság és egyes nagy nyugat-európai tagországok részéről. A közép-kelet-európai országok próbálják minél jobban kihasználni a nyugati országokhoz képest még gyerekcipőben járó kereskedelmi és beruházási lehetőségeket Kínával. Az Egy Övezet Egy út és a 16+1 (Litvánia nemrég kilépett) kínai kezdeményezésekre gyanakvóan tekintenek a nyugati EU-tagországok, azt sugallva, hogy a volt szocialista országok megágyazzák Kína politikai befolyását Európában. Ez a vélekedés valószínűleg erősödni fog, ahogy a kereskedelmi, befektetési, tudományos és kulturális kapcsolatok intenzívebbé válnak több közép-kelet-európai országgal. A nyugat-európai országok ebben az esetben is megosztó magatartást tanúsítanak, figyelembe véve, hogy a kereskedelmi forgalom és a beruházási tevékenységek Kína és Nyugat-Európa között messze meghaladják a kelet-európai országokét.

2.4. Szuverenitás

A szuverenitás versus föderalizmus a legvitatottabb kérdés. Már de Gaulle idejében is kulcsfontosságú volt. A Brexitet is ez a téma fűtötte, a *global Britain* a szuverenitás teljes mértékű visszaszerzését vizionálta. Mondhatnánk, hogy ez a legjelentősebb centrifugális erő, ami, mint egy alvó vulkán, alkalomadtán a felszínre tör, és látványával olyan sérüléseket okoz a környezetében, amelyek hatását nehéz előre megbecsülni. Napjainkban a jogállamiság helyzete Lengyelországban és Magyarországon borzolja a kedélyeket. Mindkét ország azt vallja, hogy az Európai Unió a szervein keresztül olyan kérdésekben akar döntést hozni, amelyeket a tagországok nem ruháztak át az Európai Unióra. Ilyen például a tömeges bevándorlás, ami megváltoztatná a népesség kulturális és vallási összetételét, vagy a család védelme. Még nem tudni, hogy mi lesz ennek a végkimenete, de itt érdemes egy pillanatra megállni. Bár a múltban más országok, nem kevésbé Németország is, kiálltak az alkotmányos identitás sérthetlensége mellett, és vitatták az európai jog feltétlen és korlátok nélküli elsőbbségét a tagország jogrendszere felett, a fent említett két esetben ismét kitapintható egy Kelet-Nyugat közötti nézetkülönbség. Több oka is van annak, hogy

Európa keleti térfelének egy részén aggállyal tekintenek Brüsszel növekvő beleszólására olyan témákba, amelyeket a tagország a saját belügyének tekint, és amelyeket véleményük szerint nem ruháztak át az Unió hatáskörébe. Egyfelől a kelet-európai országok nem voltak, nem lehettek ott az alapok lefektetésénél, nem vettek részt az ezt övező vitákon, már csak a lisszaboni szerződés megszületésén lehettek jelen, de ez a szerződés nem volt előzmények nélküli. Másfelől az aggályokat erősítik a rossz tapasztalatok Moszkva uralma alatt. Végül a gyors jólét, amivel az európai uniós tagság kecsegtetett, elmaradt, ami szintén növelheti az ellenállást Brüsszellel szemben. Ezek statisztikailag nem mérhető érzések, viszont befolyásolják a politikusok gondolkodását annak ellenére, hogy a kelet-európai népek többsége az EU-ban látja a jövőjét. Az se segíti a kelet-nyugati összefogást, amikor olyan kijelentések hagyják el befolyásos nyugati politikus száját egyes kelet-európai országok irányába, hogy az Európai Unió nem egy ATM, vagy hogy térdre kell kényszeríteni Magyarországot. Ismert, hogy az ilyen kijelentések legtöbbször az adott politikusok saját lakosságához szólnak, de azért érdemes ezeket a megszólalásokat feleleveníteni, mert rámutatnak egy fontos centrifugális tényezőre, nevezetesen, a kelet-európai országokat ki lehet, ki kell oktatni.

Nem lesz erős, egységes Európai Unió, ha az új tagországokat nem tekintik egyenrangúnak. Az egyre szorosabb Európa (*ever closer Europe*) nem valósítható meg a tagországok és polgáraik beleegyezése nélkül. Egység a különbségben, szokták hangoztatni, de a különbségeket nem mindig értik meg vagy fogadják el jó szívvel. Egy nemzet nemcsak a nyelvében, hanem történelmében és kultúrájában is él. A kelet-európaiak curriculumához tartozik Nyugat-Európa történelmének ismerete. Személyes tapasztalatom, hogy Nyugaton vajmi keveset tudnak – mondjuk – Magyarország, Románia, Bulgária, Horvátország történelméről, népességének összetételéről.

Ismét előtérbe került a kérdés, hogy a szövetségi vagy a szuverén nemzetállamokra épülő struktúra a legjobb út a szorosabb és szolidárisabb demokratikus európai integráció felé. Véleményem szerint a nemzetállamok (*nation states*) nem veszélyeztetik ezt a törekvést. Ellenkezőleg, a 20. századi európai felszabadító háborúk és a kommunista diktatúrával való szembenállás a tanulsága annak, hogy erős európai nemzetállamok az eddig kitalált legjobb egység, közösség, ami meg tudja teremteni a bizalmat és áldozatkészséget a szabadság és a demokrácia védelmére. A francia ellenállók és a szövetségeseik oldalán harcoló lengyel katonák a második világháború idején mint hazájukhoz hűséges franciák és lengyelek haltak hősi halált. Az 1956-os forradalomban és szabadságharcban felkelő emberek is mint magyar hazafiak az ország függetlenségéért harcoltak. Ezek a példák jól tanúsítják a nemzeti identitás erősségét. Csak erős és dinamikus fejlődő nemzetállamok garantálhatnak erős Európai Uniót.

3. Hogyan tovább?

A legfontosabb és legnépszerűbb integrációs lépések már a hátunk mögött vannak: az egységes piac, Schengen, a közös pénz. Még hátravannak azonban fontos lépések, amelyek erősítenék a gazdasági integrációt és az Európai Unió ellenálló képességét a jövő válságaival szemben, továbbá a felkészültségét is az új kihívásokra: a bankunió befejezése, a szolgáltatások és tőkepiacok további liberalizációja, a fiskális politikák realisabb alapon való összehangolása az eurozónán belül, a klímaváltozás kezelése. Meg kell célozni a szorosabb együttműködést a kutatásban és oktatásban és, *horribile dictu*, a külpolitikában is. Kína felemelkedésével és Amerika geopolitikai befolyásának látható visszaszorulásával, valamint stratégiai figyelmének Ázsia felé fordulásával csak egy erős és összetartóbb Európa tudja megtartani versenyképességét és befolyását a kialakuló új világrendben (Szapáry – Plósz 2019). Megújult a szándék, hogy az Unió egy gyorsan bevethető hadsereget állítson fel. Noha évtizedeken át kiemelt kérdés volt a közös védelmi politika, az érdekkülönbségek mindaddig megakadályozták egy európai harci egység létrehozását, amihez vélhetően a német „*Schuld kult*” (nemzeti büntudat) is hozzájárulhatott. A geopolitikai változások remélhetőleg meggyőzik a politikusokat Európa védelmi képességének erősítésére.

Európában kétségtelenül van egy szoros összetartó erő, ami a gazdasági érdekeken túl a közös, bár viharos történelemben és a keresztény alapokon nyugvó társadalom összetételében gyökeredzik. Azonban az újonnan felszínre tört és fent taglalt széthúzó erők sajnos elvonják a figyelmet a szükséges reformokról, és felemésztik a kivitelezésükhöz szükséges energiát. Viták mindig voltak és mindig is lesznek egy olyan közösségben, mint az Európai Unió, amelynek tagországai különböző nyelvekkel és kultúrával és részben eltérő történelemmel is rendelkeznek. Erős Európához annyi kell, hogy minden tagország ezeket a különbségeket elfogadja és tiszteletben tartsa. Ismert, hogy Németország és Franciaország az európai integráció motorja, az ő szoros szövetségük nélkül az európai projekt nem halad előre. Nem lehet erős, egységes Európa a közép-kelet-európai országok teljes körű egyenrangúságának elismerése nélkül sem, ami a közös gondolkodásban és egymást történelmének és kultúrájának kölcsönös megismerésén nyugszik. Ahogy Martonyi János (2018:109), Magyarország volt külügyminisztere fogalmaz: „Közép-Európa vitathatatlanul Európa része... Közép-Európa egy intenzívebb, sűrűbb Európa. Egy magasabb fordulatszám-mal rendelkező Európa.”. Henri Bergson francia filozófust idézve: „A jövő nem az, ami be fog következni, hanem az, amit tenni fogunk”.

Felhasznált irodalom

Aghion, P. – Antonin, C. – Bunel, S. (2021): *The Power of Creative Destruction: Economic Upheaval and the Wealth of Nations*. Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts and London, England. <https://doi.org/10.4159/9780674258686>

- Blanchard, O. (2019): *Public Debt and Low Interest Rates*. American Economic Review, 109(4): 1197–1229 <https://doi.org/10.1257/aer.109.4.1197>
- Chopin, T. (2018): *Europe and the identity challenge: who are “we”?* Fondation Robert Schuman, European Issues No. 466, 19 March. <https://www.robert-schuman.eu/en/doc/questions-d-europe/qe-466-en.pdf>. Letöltés ideje: 2021. november 9.
- IMF (2021): *World Economic Outlook – Recovery During a Pandemic. Health Concerns, Supply Disruptions, and Price Pressures*. October, 2021... <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/10/12/world-economic-outlook-october-2021#:~:text=The%20global%20economy%20is%20projected,than%20in%20the%20July%20forecast>. Letöltés ideje: 2021. november 9.
- Janik Szabolcs (2021): *New Hungarian V4 Presidency: Opportunities and Challenges*. Hungarian Conservative, 1(3): 12–15. <https://www.hungarianconservative.com/articles/politics/new-hungarian-v4-presidency-opportunities-and-challenges/>. Letöltés ideje: 2021. november 9.
- Martonyi János (2018): *Merre tovább Európa? Közép-Európa Újjászületése*. Megjelent: Martonyi János: Nyitás és identitás: Geopolitika, világkereskedelem, Európa. Iurisperitus Kiadó, Szeged, pp. 108–169. http://acta.bibl.u-szeged.hu/68973/1/polay_070.pdf. Letöltés ideje: 2021. november 9.
- Patel, K.K. (2018): *Project Europe: A History*. Cambridge University Press, United Kingdom.
- Szapáry György – Hardi Zsuzsanna (2021): *Maradandó vendég a magas államadósság?* Szakmai cikk, Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/szapary-gyorgy-hardi-zsuzsanna-maradando-vendeg-a-magas-allamadossag.pdf>. Letöltés ideje: 2021. november 9.
- Szapáry György – Plósz Dániel János (2019): *Geopolitikai irányváltások a kialakulóban lévő új világrendben*. Hírelintézeti Szemle, 18(4): 112–129. <http://doi.org/10.25201/HSZ.18.4.112129>
- Tekiner, U. (2020): *The ‘European (Union) Identity’: An overview*. E-International Relations, 15 April. <https://www.e-ir.info/2020/04/15/the-european-union-identity-an-overview/> Letöltés ideje: 2021. november 9.
- Trócsányi László (2021): *The Future of Europe*. Hungarian Review, 12(1): 8–18 https://hungarianreview.com/article/20210324_the_future_of_europe/
- Wyplosz, Ch. (2019): *Olivier in Wonderland*. VoxEU, 17 June. <https://voxeu.org/content/olivier-wonderland>. Letöltés ideje: 2021. november 9.

Reflexiók – Gottfried Péter „Gondolatok az euro magyarországi bevezetése időzítésének dilemmájáról” esszéjére*

Terták Elemér

Gondolatok az euro magyarországi bevezetése időzítésének dilemmájáról címmel jelent meg Gottfried Péternek, a Magyar Nemzeti Bank (MNB) Monetáris Tanácsa tagjának esszéje a *Hitelintézeteti Szemle* 2021. évi szeptemberi számának *Jövőképünk* című rovatában. E válaszcikk az esszé érveit és következtetéseit egészíti ki. Az euro bevezetése feltételeinek teljesítéséről az Európai Bizottságnak (EB) és az Európai Központi Banknak (EKB) két évente legalább egyszer jelentést kell tennie Európai Unió működéséről szóló szerződés¹ 140 (1) bekezdése szerint a Tanácsnak. Gottfried Péter esszéje azonban tudatosan nem erről szól, hanem arról fogalmaz meg fontos gondolatokat, hogy ha hazánk már teljesítette a feltéteket, akkor mikor és milyen más feltételek teljesülése esetén érdemes a csatlakozás tekintetében vállalt kötelezettségének eleget tenni. Két ok miatt is időszerű ezen elgondolkodni: egyfelől az EU-ba nálunk később belépett Horvátország és talán még Bulgária is rövidesen csatlakozik az euroövezethez, s ezzel öt országra csökken a kívül maradó országok száma, másfelől viszont Svédország hazánknál kilenc évvel korábban vált az EU tagjává, azonos kötelezettsége van az euro bevezetésére, lényegében minden csatlakozási kritériumot teljesít, mégsem tervezi belátható időn belül az eurót bevezetni. Emellett azért is időszerű az elemzés, mert immár két évtizedes távlatból értékelni lehet és kell, hogy az euro mennyiben váltotta be a hozzáfűzött reményeket, illetve az Egyesült Királyságnak – a Gazdasági és Monetáris Unió (GMU) elmélyítésének belső „ellenzékének” – a távozása miként befolyásolja a GMU jövőjét.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E58, F36, F42, F45, H63, N14, N24, N44, N90, N94, O40, O52, O57, P43

Kulcsszavak: EU, eurozóna, EMU, euro, európai integráció

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

Terták Elemér a Magyar Közgazdasági Társaság elnökségének tagja, a K&H Bank Zrt. felügyelőbizottságának elnöke. E-mail: elemertertak@gmail.com

Gottfried Péter esszéjéhez kapcsolódva a *Hitelintézeteti Szemle* és a Magyar Közgazdasági Társaság online beszélgetést szervezett. Jelen esszé a szerzőnek az online beszélgetés során elhangzott hozzászólásának szerkesztett és kiegészített változata.

A magyar nyelvű kézirat első változata 2021. október 29-én érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <http://doi.org/10.25201/HSZ.20.4.132145>

¹ Az *Európai Unió működéséről szóló szerződés*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=LEGISSUM%3A4301854>. Letöltés ideje: 2021. november 9.

1. Bevezetés

Gottfried esszéjét nagy felütéssel kezdi: „*Nem állt meg az EU, illetve az eurozóna világgazdasági és világkereskedelmi részesedésének trendszerű csökkenése, és nem sikerült a zónán belüli konvergenciát elérni.*” (Gottfried 2021:112.)

A szerzőnek abban teljesen igaza van, hogy az euro bevezetése óta az Európai Unió – s benne az euroövezet – gazdasága az elmúlt két évtized során jelentős változásokon ment keresztül, aminek következtében az euro bevezetésének indítékai is óhatatlanul változtak, vagy új megvilágításba kerültek. A végbement változásokat, a jelenlegi helyzetet, valamint az integráció várható fejlődési irányait ezért mindenképpen értékelni kell a vállalt csatlakozás időzítésének a mérlegelésekor. Ennek során kevésbé mértékadó szempontnak tűnik az, hogy az euro bevezetése óta folytatódott az EU, illetve az eurozóna világgazdasági és világkereskedelmi részesedésének trendszerű csökkenése, hiszen már a kezdettől fogva sem lehetett hosszú távú cél az eurozóna világgazdasági és világkereskedelmi részesedésének megőrzése vagy akár növelése. Már csak azért sem, mert az EU demográfiai jellemzői, illetve a nagy ázsiai országok – Kína és India – gazdaságainak már akkortájt beindult felemelkedése előrevetítette annak árnyékát, hogy Európa súlya a világgazdaságban csökkenni fog. Mindazonáltal az euro bevezetése hozott bizonyos előnyöket, hiszen például míg az EU világkereskedelmi részesedése jelenleg 17 százalék, addig az euro a világ tartalékdevizáinak 21 százalékát teszi ki (IMF 2021), s ez a részesedés magasabb, mint amennyi az „előddevizáké” volt együttesen 1998-ban (Eichengreen – Mathieson 2000). Persze az a kezdeti remény, miszerint az euro bevezetése visszaszoríthatja az amerikai dollár domináns szerepét, már hamar szertefoszlott; a dollár részesedése ugyanis a tartalékdevizák összetételében 1998 óta mit sem csökkent.

Ugyancsak teljesen igaz az, hogy az euroövezeten belüli régiók közötti felzárkózás nem haladt igazán előre. Egy további feszítő problémát, – amit a szerző nem emelt ki az esszéjében – abban látok, hogy 2008 óta az euroövezetnek az USA növekedésének még a felét sem sikerült elérnie. Az euroövezet lassú növekedésének elsődleges oka a kínálati kapacitások mérsékelt bővülése, amit főleg a munkaképes korú népesség folyamatos csökkenése, valamint a teljes termelékenység gyenge növekedése okoz. Előre tekintve sem ígéretesek a kilátások: a demográfiai függőségi ráta az EU-ban 2080-ra várhatóan megkétszereződik. Ezen a problémán a bevándorlás elméletileg ugyan segíthet, de ez sok helyütt komoly nehézségekbe ütközik, és nemkívánatos társadalmi és gazdasági mellékhatásokkal is járhat. A termelékenység tekintetében pedig az okoz gondot, hogy az innováció, ezen belül a digitalizáció terén az EU mindmáig számottevő lemaradásban van mind az USA-val, mind Kínával szemben, pedig éppen az amerikai gazdaság új technológiák létrehozása és felhasználása terén nyújtott teljesítménye volt az egyik alapvető motívuma a Lisszaboni Stratégia meghirdetésének 2000 márciusában.

2. Az euro bevezetésének indokairól

A szerző érvelésében fontos szerepe van annak, hogy az euro létrehozását a politikai megfontolások legalább annyira befolyásolták, mint a gazdaságiak. A vasfüggöny leomlása, a német egység közeli, Európa újraegyesítésének csak kicsit távolabbi perspektívája annak idején valóban okkal vetette fel újra az európai hatalmi egyensúly kérdését. Főleg Franciaországban váltott ki aggodalmat, hogy vajon az új körülmények nem vezetnek-e a kialakult stabilitást veszélyeztető német túlsúlyhoz, számolva azzal is, hogy a kelet-közép-európai régióban Németország jelentős befolyásra tesz majd szert. A franciák ezért valamilyen biztosítékot akartak szerezni arra, hogy a változások nem vezetnek az egyensúly felborulásához. E veszély kiküszöbölésének a szolgálatába és feltételül állították a közös pénzt, mint egy olyan acélpántot a hordón, amely az új körülmények között is biztosítja a megbonthatatlan összetartozást legalább a német-francia viszonylatban.

Ám nemcsak a francia félelmek játszottak komoly szerepet az euro megszületésében, hanem a német megfontolások is. Helmut Kohl német kancellár úgy vélte, hogy az euro bevezetése nemcsak a két Németország egyesítésének az elfogadtatásához szükséges, de ahhoz is elengedhetetlen, hogy fő európai kereskedelmi partnerei a nemzeti fizetőeszközük leértékelésével ne telessenek szert előnyre a német termékekkel szemben.

Mindkét befolyásos európai vezetőnek volt tehát valamilyen mögöttes célja a monetáris unió létrehozásával, amibe annak ellenére vágtak bele, hogy számos közgazdász figyelmeztetett arra, hogy az Európai Gazdasági Közösség nem alkot „optimális valutaövezetet”. Azóta a kezdeti indítékok nyomatéka ugyan elenyészett, ám maga az euro azóta is valóságos hordópántként tartja össze az eurozónát. Görögország és Olaszország gazdasági nehézségei kapcsán például többször is felmerült annak a gondolata, hogy krónikus egyensúlyi gondjaikon sokat segíthetne az euroövezet elhagyása, ám ezek a javaslatok rendre elvetésre kerültek, mivel a kiválás olyan turbulenciákkal járhat, amelyek a tőle remélt javulás helyett még súlyosabb váltságot okozna.²

Az euro egyediségét az jelenti, hogy mögöttes egységes állami struktúrával nélkülsz pénzként hozták létre. Korábban a közgazdák a pénzt a kibocsátó állam egyik sajátosságának, sőt tulajdonának tekintették, azonban az euróval az Európai Gazdasági Közösségnek olyan pénze lett, ami mögött nincs saját fiskális háttér, ez pedig később szinte megoldhatatlannak tűnő problémák forrásává vált. Amikor ugyanis az

² A valóság tehát emlékeztet arra, amit számos közgazdász szerint legalálólban az Eagles együttes Hotel California című híres slágerének záró strófája fogalmazott meg: „We are programmed to receive. / You can check-out any time you like, / But you can never leave!” („Azért vagyunk, hogy [vendéget] fogadjunk. / Kijelentkezhatsz bármikor, / De sosem távozhatsz!”), Forrás: Hotel California lyrics. <https://genius.com/Eagles-hotel-california-lyrics>. Letöltés ideje: 2021. november 9.

euroövezetben válság bontakozott ki, nehéz volt azt egyértelműen megállapítani, hogy a bajok vajon a közös pénz említett hiátusából fakadnak-e (aminek kiküszöbölése az intézményi rendszer befejezését, vagyis a fiskális háttér megteremtését igényli), vagy azok csupán a nemzetközi tőkeáramlás zavarainak máshol is előforduló mintáját követik.

Az euroövezet egy további konstrukciós hibája abban gyökerezik, hogy az EU tagországokban meglehetősen eltérő felfogások vagy filozófiák uralkodnak az integráció folyamatáról és fejlődéséről. A német, vagy általánosabban az északi országok integrációs jövőképe a szabályok következetes és szigorú betartásán alapul, míg a francia, illetve a déli országok elképzelésében a hangsúly inkább a rugalmasság, az alkalmazkodóképesség és a szolidaritás szükségességén van. Az euro létrehozása során az északi felfogás dominált, s ez határozta meg a konkrét szakpolitikai preferenciákat. A szabályalapú megközelítés az értékvesztés és a fizetéképtelenség elkerülését tartja fontosnak, az úgynevezett erkölcsi kockázatok miatt pedig tart a fiskális mentőcsomagok használatától. Ezekből a megfontolásokból kiindulva az Európai Unió működéséről szóló szerződés 125. cikke szerint az Unió nem felel a tagállamok központi kormányzatának, helyi közigazgatási szerveinek, közjogi testületeinek, egyéb közintézményeinek vagy közvállalkozásainak kötelezettségeiért, és nem vállalja át azokat; s a tagállamok sem felelnek egy másik tagállam kötelezettségeiért, és nem vállalják át azokat. Ezenkívül az EKB és a tagállamok központi bankjai nem nyújthatnak közvetlenül hitelt az uniós és tagállami közsféra számára. Az adósságinstrumentumok tekintetében egyrészt tiltott a közszektor által kibocsátott értékpapírok elsődleges piaci vásárlása, másrészt a másodlagos piacon történő vásárlást sem lehet e tilalom kijátszására felhasználni. A monetáris finanszírozásnak a tilalma azonban a déli országok csoportjában később a bankok és az államháztartás közötti negatív visszacsatolás („ördögi kör”) kialakulásához vezetett, mert a költségvetési hiányt finanszírozó nemzeti államkötvények jelentős állományát a tagországok kereskedelmi bankjai halmozták fel a mérlegeikben (kiaknázva az állampapírok általános 0 kockázati súlyozását), „viszonzásul” pedig a gyenge államháztartással rendelkező kormányok kimentik az illikviddé vált állampapír-állomány miatt nehéz helyzetbe kerülő bankokat.

Gottfried szerint *„A holland vezetésű ún. Hanza-csoport próbálkozik, de erősen nőni látszik a német-francia-déli csoport közötti összhang és befolyás. Ezzel együtt nehéz kompromisszumokat kell kihordani olyan kérdésekben, mint például a pénzügyi kockázatok megelőzésének és megosztásának célszerű aránya, a szolidaritás módja és mértéke.”* (Gottfried 2021:115.)

Gottfriedtől eltérően én nem észlelem a német-francia-déli csoport közötti összhang és befolyás növekedését. Később maga a szerző is rámutat arra, hogy *„Németország és a zónán belül vele hasonlóan gondolkodó Hollandia, Ausztria, Finnország, vagy a zónán kívüli Svédország és Dánia gazdaságai egyfajta erős*

társadalmi egyeztetésen alapuló piacgazdasági modellt alkalmaznak...” (Gottfried 2021:120.). Jól tükrözi ezt, hogy Németország ugyan szavakban üdvözölte, ám – legalábbis a pénzügyi kockázatok megelőzésének és megosztásának célszerű aránya, a szolidaritás módja és mértéke tekintetében – nem karolta fel Emmanuel Macronnak 2017. szeptemberi Európa-politikai kezdeményezését és hasonló tartózkodással reagált a francia elnöknek az Európai Unió polgárait 2019 márciusában megszólító nyílt levelében az „európai reneszánszról” felvázolt elgondolásaira is. Elméletileg persze a legutóbbi német választás utáni új kormány hozzáállása változhat, ám azt se feledjük el, hogy a 2022-es francia elnökválasztás is hozhat változást az eddigi francia elgondolásokban.

Teljesen egyetértek viszont a szerző azon felvetésével, miszerint *„Érdekes lehet annak vizsgálata, hogy mennyire rajzolódik ki olyan mintázat az eddigi tapasztalatok alapján, amely hasznosítható a jövőt illetően. Igaz-e az a gyakran emlegetett mintázat, hogy az euro két táborba rendezte a tagországokat: a visszatérően egyensúlyi problémákba ütköző déliekre és a tartós fizetési és kereskedelmi mérlegtöbblettel rendelkező nyugatiakra.”* (Gottfried 2021:119.)

3. Strukturális különbségek a „déliek” és a „nyugatiak” között

A lengyel származású Jan Zielonka oxfordi politológus professzor szerint az Európai Uniónak nincs erős és koherens kulturális identitástudata, még kevésbé létezik egy európai *démosz* vagy *pátria* (Zielonka 2005:4). Ezt tetézi, hogy a monetáris unió a politikai fejlődés különböző szintjein lévő és gazdaságpolitikai szempontból eltérő módon szerveződő államokat tömörít. Mindebből az következik, hogy az euroövezet előtt álló problémák zöme nem az optimális valutaövezet elmélete által feltételezett aszimmetrikus gazdasági sokkokból, hanem inkább a tagállamok gazdaságpolitikájának intézményi háttérében fennálló különbségekből fakad. Ez a körülmény pedig nehezíti a közös fizetőeszköz bevezetése érdekében 1997-ben elfogadott stabilitási és növekedési paktum következetes érvényesítését is. Sokan vannak persze, akik reményei szerint a gazdasági és monetáris unión belül idővel fokozatosan megszűnnek ezek az intézményi különbsőségek, ám mivel az intézményi felépítmények történelmi hagyományokon nyugszanak, megreformálásuk és összecsiszolásuk nehézkes és hosszadalmas folyamatnak ígérkezik.

A legfontosabb különbség, ami megkülönbözteti az „északi” tagállamok „koordinált piacgazdaságait”, köztük Németországot, Belgiumot, Ausztriát, Finnországot és Hollandiát a földközi-tengeri térség országaitól, köztük Spanyolországtól, Portugáliától, Görögországtól, Olaszországtól és a többnyire inkább velük szolidáris Franciaországtól, leginkább a munkaadói és munkavállalói szervezetek, valamint a kormányzat együttműködése terén figyelhető meg. Németország jellegzetes példája azoknak az észak-európai gazdaságoknak, amelyek az ágazati alapon

szerveződő, erős szakszervezetek és az erős munkaadói szövetségek megállapodásai révén képesek a kivitelük előmozdítása érdekében kordában tartani a fajlagos munkaerőköltséget, mert a szociális partnerek hozzászoktak a konszenzusra törekvő egyeztetéshez. Dél-Európa piacgazdasági modellje viszont ettől eltérő módon működik. Görögországban, Olaszországban, Portugáliában, Spanyolországban, de még Franciaországban is a sokszor gyenge érdekérvényesítő erővel bíró munkaadói érdekképviseletek olyan politikailag befolyásos szakszervezeti konföderációkkal kerülnek szembe, amelyek azonban sokszor egymással szemben is küzdenek. Bár kormányzati közreműködéssel a két oldal között itt is születnek szociális paktumok, de szilárd megegyezésen alapuló tartós bérmegállapodás többnyire nem tud kialakulni. Ennek következtében az exportágazatokban a külpiaci verseny ugyan visszafogja a béreket, viszont a versenynek nem kitett ágazatokban szinte alig lehet gátat vetni a bérköveteléseknek, ami aztán a gazdaság egészében felhajtja a fajlagos munkaerőköltséget, rontva az exportőrök versenyképességét. Ezt súlyosbítja, hogy a déli országok többnyire nem rendelkeznek olyan minőségű szakképzési rendszerrel, ami elősegítené a magas hozzáadott értékű termelést és a folyamatos innovációt. Emiatt a déli országokban sok exportáló cég a viszonylag olcsó, ám kvalifikálatlan munkaerővel termelt árukkal kelt versenyre, ám exportképességüket 1989 után súlyosan erodálta a tagjelöltté vált kelet-közép-európai országok vállalkozásaival kibontakozott verseny, később pedig az ázsiai országok olcsó, ám minőségileg versenyképes kínálata. Devizaszerzésben ezért a természeti adottságokat kiaknázó idegenforgalom szerepe nőtt meg, ami sajátos függőséget teremtett az északi országokból és a világ más részeiből érkező turistáktól.

A bemutatott két eltérő piacgazdasági modellre a monetáris uniónak nyilvánvalóan eltérő következményei vannak. A GMU-n belül az eurót bevezető északi országok folytatni tudták a már régóta követett exportvezérelt növekedési stratégiáikat. Ráadásul az euro bevezetése után a déli szomszédjaik már nem tudták leértékeléssel ellensúlyozni a felhajtott bérszínvonal okozta versenyhátrányukat, sőt az még kedvezett is az északiaknak, mert „visszafogta” az euro (külső) árfolyamának a felértékelődését. Ennek következtében az „északi liga”, azon belül Németország kereskedelmi többlete gyors növekedésnek indult mind az EU-n belül, mind az EU-n kívül. Mindennek következményei később, az euroválság kitörése után kölcsönös vádaskodásokhoz vezetett a két országcsoport között.

Egyetértek a szerzővel abban is, hogy változatlanul nem megoldott az, hogy főleg a nagy és befolyásos tagországok esetében miként kényszeríthető ki a stabilitási és növekedési paktum szabályainak a következetes betartása, jöllehet fiskális unió hiányában a monetáris unió stabilitásának a kulcsa a fegyelmezett költségvetési politika. Emiatt viszont a kisebb és szegényebb tagországok esetében sem lehet a szabályokat maradéktalanul érvényre juttatni. A tények azt mutatják, hogy e téren is érvényesül az orwelli „Állatfarm” szabálya, miszerint „Minden állat egyenlő, de

egyed-állatok egyenlőbbek a többinél.”³. A túlzotthiány-eljárás Franciaország esetében például 2003 óta öt esztendő kivételével végig napirenden volt, a Bizottság a deficit- és az adósságkorlát sorozatos túllépését mégis mindig nagyvonalúan, megértően kezelte. De hasonló volt a helyzet Németország esetében 2002–2003-ban, amikor az akkoriban éppen gyengélkedő ország ugyancsak „megértő” felmentést kapott a kötelezettségeinek a teljesítése alól. Más nehéz helyzetbe sodródott ország viszont nem élvezett ehhez hasonló kivételezettséget.

4. Mit tanulhatunk mások példájából a magyar eurocsatlakozás tekintetében?

Milyen következtetések vonhatók le mindebből a magyar eurocsatlakozásra vonatkozóan? – teszi fel Gottfried a kérdést. Véleménye szerint három dimenzióban érdemes válaszokat keresni:

1. az eurozóna konstrukciójának további alakulása,
2. az euro bevezetésének következménye Európa-politikánk mozgásterére,
3. a csatlakozás közvetlen anyagiakban kalkulálható előny-hátrány mérlege.

Érdemes a szerző által javasolt három szempont alapján közelebbről is megvizsgálni, hogy mit is hozna Magyarországnak az eurocsatlakozás.

Az euro bevezetése óta nem bizonyosodott be, hogy pusztán az eurozónához való tartozás egyfajta magasabb minőséget jelentene, amiből kimaradni biztosan hátrányos, illetve amibe belépni bizonyosan előnyös következményekkel járna. Lehet ugyanis kívül maradván a gazdaság szerkezetét javítani, de lehet bent léve is lemaradni, ugyanis elsősorban nem a pénz nemén múlik, hogy az egyes országok közül kik lesznek hosszabb távon a vesztesek, és kik a nyertesek. Egy, az IMF munkatársai által az árfolyamrendszerek kapcsán a 2003 és 2016 közötti időszakot felölelő vizsgálódás (*Bakker 2017* és *Belhocine et al. 2016*) szerint például a növekedés átlagos ütemében nem mutatkozott lényeges különbség az eurozónához már csatlakozott, vagy az euróhoz rögzített árfolyamrendszert alkalmazó országok, illetve a rugalmas árfolyammechanizmust működtető országok között. Így például Svédország, Csehország vagy Lengyelország adatai egyaránt azt tanúsítják, hogy „van élet az eurozónán kívül is”. A kívülmaradás nem szükségszerűen sújtja a nagy exportáló vállalatokat, azok ugyanis az egymás közötti és külföldi partnereikkel való elszámolásokban többnyire az eurót használják, ezért ki tudják küszöbölni az árfolyamkockázat és a devizakonverzió költségeinek a jelentős részét, emellett kedvező feltételekkel tudnak euróban denominált hiteleket is felvenni, hiszen bevételeik jelentős része is e pénznemben

³ Orwell, G. (1989): *Állatfarm: Tündérmese*. AB független, Európa Könyvkiadó, 10. fejezet.

keletkezik. A nemzetgazdaság azon szektoraiban viszont, ahol a bevételek, illetve a jövedelmek nemzeti fizetőeszközben (pl. forintban) keletkeznek, mint például a háztartások esetében, a keserű tapasztalatok nyomán a devizaadósság gyakorlatilag teljesen megszűnt, a belpiacra szállító, illetve a szolgáltatásokat végző vállalkozások pedig a nemzeti pénznemben is elegendő hitelhez tudnak jutni, továbbá az államháztartások devizaadóssága ugyancsak jócskán csökkent. Igaz, a behozatal miatt ezekben az országokban fennmarad az árfolyamkockázatnak való kitettség, de annak mértéke többnyire kezelhetőnek bizonyult. Az eurozónán kívül maradt, rugalmas árfolyamrendszert alkalmazó gazdaságok a tapasztalatok szerint jobban tudtak alkalmazkodni a külső sokkhatásokhoz, ezáltal valamelyest gyorsabban is tudtak növekedni, az utóbbi időkben pedig jobban tudták kivédeni az euroövezetből „importált” deflációs nyomást. Ennek persze ára van, amennyiben náluk valamivel magasabb az infláció üteme, s a vásárlóerőben mért konvergencia is hosszabb időt vesz igénybe.

A kívül maradók között különösen tanulságos Svédország példája. A svéd kormány kérésére Lars Calmfors irányításával 1996-ban készített jelentés (*Calmfors 1996*) meggyőzően megindokolta, hogy az euroövezethez való korai, tehát 1999-es csatlakozás elhalasztása mellett szóló érvek sokkal nyomósabbak, mint a közös pénz bevezetése melletti indokok. Svédország röviddel az EU-hoz történő csatlakozása előtt súlyos recesszió esett át, ami a GDP 5 százalékos csökkenését, valamint a munkanélküliség 9 százalékra való drasztikus növekedését okozta, a költségvetési deficit pedig 1993-ban a GDP 13 százalékára szökött. Ebből eredően a legfontosabb visszatartó tényező a növekvő munkanélküliségnek és a növekvő költségvetési hiánynak a kockázata volt. 1991 és 1993 között a relatív fajlagos munkaerőköltségek 20 százalékkal csökkentek, ami elsősorban a svéd korona leértékelésének volt köszönhető. Ezért indokolatlannak tűnt az euro avantgárd projektjéhez történő elszietett csatlakozás, aminek következtében nagyon korlátozottá váló monetáris eszköztárral kellett volna az esetleges újabb aszimmetrikus sokkokkal megküzdenie egy olyan országnak, amelyben a teljes foglalkoztatottságnak volt politikai prioritása. A jelentés ugyanakkor javasolta nyitva hagyni az ajtót az euroövezetbe történő belépés számára, s rámutatott a GMU-n kívül való maradás számos lehetséges hátrányára is, így például a politikai marginalizációra, a kedvezőtlen árfolyam-ingadozásokra vagy az eurozónával folytatott kereskedelem magasabb tranzakciós költségeire. A kezdeti tartózkodás gazdasági indokainak megszűnte után a végső döntés meghozatalát a kormány 2003 őszén egy népszavazással a polgárokra bízta. A népszavazás elutasító volt: a szavazók 55,9 százaléka ellenezte az euro bevezetését, s csak 42 százalék támogatta. Az exit poll felmérések szerint a szavazatok megoszlása jól tükrözte a csatlakozás előnyeinek és költségeinek az egyes társadalmi csoportok közötti várható megoszlását. A nem szavazatok a versenynek nem kitett ágazatokban, így különösen a közszférában foglalkoztatott szavazók, valamint az alacsony jövedelműek, a munkanélküliek és az alacsonyabb végzettségűek körében, vagyis

a közzféra transzfereitől függő csoportoknál domináltak. Az igen szavazatok aránya a versenyszektorban, a gyors növekedést elért térségekben, valamint a magas jövedelműek és a jól képzettek körében volt a legerősebb (*Jonung 2004*). A svéd gazdaság a kívülmaradás ellenére is jól teljesít, s az eurokrízis hatásait is alacsony munkanélküliséggel és kiegyensúlyozott államháztartással vészelte át. Ezért az euro bevezetését annak idején még erőteljesen támogató központi bank (*Heikensten 1999*), valamint a befolyásos nagyvállalati szektor sem szorgalmazta újabb üggyöntő népszavazás kiírását, mert nem merült fel olyan nyomós indok, ami 18 év során megváltoztatta volna a szavazók véleményét. Közvetetten ezt tanúsítják a Svédországi Statisztikai Hivatal (SCB) által rendszeresen készítettett közvélemény-kutatások is, amelyek szerint a svéd választók többsége 2009 óta szakadatlanul úgy véli, hogy az eurót nem kell bevezetni.⁴

Mint azt az a svéd példa is alátámasztja, Gottfried joggal állapította meg, hogy *„az euro bevezetése nemcsak védőernyőt jelent, hanem a nemzeti mozgáster szűkülését is. A kérdés tehát úgy fogalmazható meg, hogy inkább bízunk-e abban, hogy a szükséges változásokat jobban és gyorsabban le tudjuk vezényelni egyedül, mint egy sokszereplős rendszer részeként. Ráadásul az idő számít. Ha külső sérülékenysé-
günket gyorsan tudjuk csökkenteni, akkor nagyobb a sikeres kintlét esélye, ha nem, jobb a nagyobb biztonságot jelentő közös fedél.”* (Gottfried 2021:125.)

Az euroövezethez eddig csatlakozott kelet- és közép-európai országok tapasztalatai azt mutatják, hogy valóban profitáltak a tranzakciós költségek és az árfolyamkockázat csökkenéséből származó megtakarításból. Emellett több ország kormánya az euro bevezetésével polgárai számára a megtakarításaik értékállóságát és a turizmusnak a pénzváltás megszűnése miatti fellendülését ígérte. A kisebb nemzetgazdaságok számára a gyors eurocsatlakozást az említett megfontolásokon túl az is indokolta, hogy számukra a rugalmas árfolyampolitika alkalmazása és fenntartása nehezebb feladatot jelent, mint a nagyobb országok számára. Ezt látszik igazolni az a körülmény is, hogy a 2004. óta kivétel nélkül a kisebb méretű gazdaságok vezették be, vagy tervezik bevezetni az eurót. Szlovénia vagy a balti országok példája azonban azt is tanúsítja, hogy a 2008–2010-es válságot megelőző „napfényes” időszakban történt korai csatlakozás az euroválság során fájdalmas belső leértékelést – azaz a bérek és járadékszerű ellátások nominális csökkentését – kényszerített ki. Szlovákia esetében pedig belpolitikai feszültségeket okozott, hogy röviddel az eurocsatlakozás után a görög válság kapcsán felmerült terhekből – visszamenőleges jelleggel – is részt kellett vállalnia. Az adatok tükrében az eurozónába való belépés egyetlen országban sem eredményezett szignifikáns gazdasági előnyöket; annak indokoltságát inkább politikai és/vagy társadalom-lélektani tényezők igazolták. Így pl. a balti államok esetén az orosz gazdasági befolyástól való teljes függetlenedés vágya, Szlovákia esetén a mečiari „örökségtől” való megszabadulás óhaja, valamint

⁴ *Sweden and the euro*. https://en.wikipedia.org/wiki/Sweden_and_the_euro. Letöltés ideje: 2021. november 20.

a szlovák koronának a cseh koronához képesti kezdeti 1:1-es átváltási árfolyamának fokozatos romlása, amit csak az euro bevezetésével sikerült megállítani. A társadalom-lélektani tényezők fontos szerepét mutatja, hogy az euro bevezetésének a küszöbén álló Horvátországban és Bulgáriában a bevezetés támogatottsága a lakosság körében kisebb, mint például Magyarország vagy Románia esetében. Ennek a látszólag paradox jelenségnek a legvalószínűbb magyarázata abban van, hogy az emberek félnek a csatlakozás másutt is megtapasztalt árfelhajtó hatásától (*Európai Bizottság 2021*).

Lengyelország és Csehország esetében a „távolmaradást” a gazdaságpolitikusok és az elemzők többsége főleg az euroövezethez történő reálkonvergencia még befejezetlen voltával, valamint a még mindig fennálló strukturális különbségekkel indokolják. Emellett mindkét ország illetékesei azt is hangsúlyozzák, hogy a közös pénz bevezetése a várt előnyök mellett olyan kötelezettségekkel is jár, amelyek terheit szintén figyelembe kell venni az euroövezetbe való belépés időzítéséről szóló döntés meghozatalában. Így például számolni kell az Európai Stabilitási Mechanizmusban történő tőkejegyzéssel, valamint a bankoknak az Egységes Szanalási Alaphoz való hozzájárulásával is, sőt most már az önálló bankfelügyeleti rendszert is fel kellene adni még az euro bevezetése előtt, vagyis még mielőtt a bankok jogosulttá válnának az EKB általi refinanszírozásra.

Az integráció felé tett minden újabb lépés támogatottsága valamennyi országban annak függvénye, hogy milyen várakozások vannak annak a gazdaságra, illetve az életszínvonalra gyakorolt hatására nézve, azaz hosszú távú előnyökkel jár-e az integráció elmélyítése még akkor is, ha egyesektől átmeneti áldozatokat követel. Jelenleg mindkét ország kormányzata úgy ítéli meg, hogy az euroövezethez való gyors csatlakozásnak szerény lenne a gazdasági hozadéka, amivel szemben a kézzel fogható terhek korántsem tűnnek elhanyagolhatónak. Ezért az adott helyzetben a kivárást tartják a legjobb stratégiának. Ez összhangban van azzal, hogy a lakosság mindkét országban az átlagosnál kisebb mértékben tartja hazáját felkészültnek az euro bevezetésére. Ugyanakkor a lengyelek jóval nyitottabbnak tűnnek a bevezetésre, mint a csehek. A két ország közötti különbséget leginkább a csatlakozás árfelhajtó hatásától való félelem eltérő intenzitása magyarázza (*Európai Bizottság 2021*).

5. Az európai integráció várható fejlődése és az euro bevezetése közötti kölcsönhatások

A kivárást cseh és lengyel stratégiája azért is tűnik most megfontoltnak, mert egyelőre az sem világos, hogy az európai integráció, ezen belül pedig az euroövezet milyen irányba fejlődik tovább. Sok politikus és neves közgazda szerint számos érv szól amellett, hogy az eddiginél nagyobb költségvetési hatáskörök legyenek Brüsszelre ruházva. A jelenleginél nagyobb kiterjedésű, közösségi szintű költségvetés

és nagyobb közös kockázatvállalás mellett kétségtelenül számos közgazdasági érv sorakoztatható fel. Viszont az európai intézmények jelenlegi struktúrája és működése mellett a további centralizációnak a legitimitása a demokrácia szempontjából erősen megkérdőjelezhető.

Mindazonáltal a költségvetési centralizáció hívei a Next Generation EU program keretében kivételesen vállalt közös kockázatot, illetve a hozzá kapcsolódóan teremtett saját bevétel szedésének a jogát előre mutató és a korszakváltást jelző fontos lépésnek tartják. A koronavírus-járvány negatív hatásainak enyhítésére eseti jelleggel meghozott egyszeri intézkedések azonban valójában a monetáris unió mellé szükségesnek tartott fiskális unió kiépítésétől még nagyon messze állnak. Az Európai Uniónak vagy euroövezetnek nemzetek feletti demokráciává történő átalakítására vonatkozó eddig megismert elképzeléseknek pedig egyike sem tűnik jelenleg az összes tagállamban politikailag keresztülvihetőnek. (Intő tanulsággal szolgál erre, hogy az Európai Alkotmányról 2005-ben tartott népszavazás az északi táborba sorolt Hollandiában és Luxemburgban, illetve az inkább a déliekkel tartó Franciaországban egyaránt elbukott, jóllehet 1958-ban mindhárom ország alapítója volt az Európai Gazdasági Közösségnek.) A ténylegesen európai politikai pártok, illetve a közöttük való hatékony politikai versengés hiányában ugyanis az európai intézmények működésének demokratikusabbá tételére irányuló legambiciózusabb elgondolások is csak csekély biztosítékát ígérik a választók általi elszámoltathatóságnak. Ráadásul az euroválság, illetve a mostani koronavírus-járvány kezelésével kapcsolatos tapasztalatok alapján további hatásköröknek az európai intézményekre, tehát az Európai Bizottságra vagy az Európai Parlamentre történő átruházásának a politikai támogatottsága is meglehetősen alacsonynak ígérkezik.

Ennek látszólag ellentmond, hogy a közvéleménykutatások szerint az európai választópolgárok többsége változatlanul előnyben részesíti az eurót és az EU-tagságot. Ám ez a támogatás napjainkban korántsem a megtapasztalt előnyökön alapul, hanem egyfelől a Brexit „mellékhatásainak” megismerésén, másfelől azon félelmen, hogy az eurozóna szétesése miatt egyes tagállamok és polgáraik jelentős veszteségeket szenvednének el. Az euroválságot kísérő kínos egyezkedések tapasztalatai már rég megcáfolták azt a kezdeti hitet, miszerint a közös pénz használata egy olyan kooperatív játékhoz hasonlít, amely minden résztvevőnek nyereséget hoz. A polgárok jelentős része tart attól, hogy az uniós szintűvé váló gazdaságpolitikából kézzelfogható előnyt csak évtizedes tudatos építkezéssel lehetne realizálni (s a kis tagállamok számára még ez sem tűnik biztosnak). S nem teljesen alaptalanul: az euroválságra és a vírusjárványra eddig adott válaszok inkább egy olyan zéró összegű játékra emlékeztetnek, amelyben az új kezdeményezések előnyei, illetőleg kockázatai és költségei egyenlőtlenül oszlanak meg a résztvevők között. Nem meglepő tehát, hogy a tagországokban érzékelhetően lelohadt a lelkesedés a gazdasági és politikai integráció további elmélyítése iránt, s nőtt az európai integráció iránt szkeptikus pártok

befolyása. Belátható időn belül tehát nehéz lesz az európai szerződések módosításához szükséges többségi támogatást megszerezni, enélkül viszont az integráció minőségi változtatása sem lehetséges.

Ám nem csupán az integráció jövőjére vonatkozó víziók kapcsán merülhetnek fel kétségek, hanem amiatt is, hogy az eurozóna központi bankja, az EKB miként tudja majd kivezetni a hatalmasra duzzadt államkötvény-vásárlási programjait, beleértve a 2020-ban Pandémiás Vészhelyzeti Eszközvásárlási Programot (PEPP). Kiváltképpen azért, mert ezek a programok szinte korlátlan összegűek, allokációjukat pedig nem kötötte meg sem a tagállamoknak az EKB alaptőkéjében való részesedése, sem pedig a kibocsátott kötvények valamilyen arányosított felső határa. Minthogy pedig az EKB gyakorlatilag kiiktatta a piac szerepét az ingatag költségvetéssel rendelkező tagállamok állampapírjainak a kibocsátásában, s ezeknek a jelentős része az EKB portfóliójába került, a szorult helyzetben lévő kormányok nagyobb mértékben növelhették kiadásait és adósságukat, mint amit a stabilitási és növekedési paktum megenged, s amekkora anyagi felelősség őket az alaptőke-részesedésük alapján terheli. Külön elgondolkodtató az, hogy a megengedettnél nagyobb mértékű eladósodás főleg az euroövezet tagállamait jellemzi: a GDP-hez viszonyított eladósodottsági ráta 2020 végén az EU egészében 75,9 százalék, az euroövezetben pedig 85,8 százalék volt. A paktum követelményei alól a koronavírus-járvány gazdasági hatásai miatt átmenetileg ugyan valamennyi tagország felmentést kapott, a türelmi idő lejárta után pedig valószínűleg sor kerül a felső adósságkorlát mértékének valamilyen felülvizsgálatára is, de ettől az adósság nyomasztó terhe fennmarad. Az eddig felgyülemlett kockázatok valamekkora része pedig óhatatlanul az euroövezetbe újonnan belépőkre is háramlani fog, miközben kérdéses, hogy ennek fejében milyen engedményekre számíthatnak az euroövezethez csatlakozó országok. Tetézi ezt a problémát, hogy az EKB 2014 júniusától fokozatosan csökkentette az irányadó kamatlábakat, amíg 2019 szeptemberében el nem érte a $-0,5$ százalékot a betéti rendelkezésre állás tekintetében. A kamatlábak leszorításával az EKB elsősorban az eurozóna bankjainak a hitelezési aktivitását kívánta serkenteni a gazdaság élénkítése végett (Schnabel 2020). Ennek a kamatpolitikának azonban járulékos mellékhatása is volt, amennyiben jelentős jövedelemtranszfert valósított meg a megtakarítók rovására és az adósok javára, ezen belül jócskán csökkentve a megengedettnél nagyobb mértékben eladósodott tagországok költségvetését terhelő kamatkiadásokat. A koronavírus-járvány következményei, köztük az elhalasztott kereslet megjelenése és az eurozónában emiatt is az EKB inflációs célját immár meghaladó mértékű infláció azonban már nem teszi lehetővé ennek a kamatpolitikának a tartós folytatását, ami viszont óhatatlanul megnöveli a felduzzadt adósságok miatti kockázatot. Összességében tehát az euroövezethez való csatlakozás egyelőre nem kecsegtet kedvező kilátásokkal.

6. Következtetések Magyarország számára

Az előzőekben kifejtettek miatt Magyarország és – az euroövezetbe rövidesen csatlakozó Horvátországot meg Bulgáriát leszámítva – az eurozónán kívüli négy ország szempontjából nézve kétséges, hogy a mihamarabbi csatlakozással jól járnának. Mint arra már 13 esztendeje Darvas Zsolt és Szapáry György intettek: „*a gazdaság egy főre jutó jövedelemben mért kezdeti fejlettségi szintje, valamint a reálkonvergencia sebessége kihatnak a követendő stratégiákra és a belépés időzítésére.*” (Darvas – Szapáry 2008:833.)

A csatlakozás ideális időpontja akkora tehető, amikor a nemzetközi versenyképességünket sikerül legalább a tagállami mezőny felső harmadához felzárkóztatni, illetve amikor az eurozóna már megbirkózott a felgyülemlett problémáival, s ezáltal kiszámíthatóvá válnak a csatlakozás konkrét feltételei és várható következményei. Mindez azonban akár még hosszú éveket is igénybe vehet. A csatlakozás hosszadalmasságát józanul sejtik a kívül maradó országok polgárai is: az Eurobarométer felmérése szerint tízből négy válaszadó szerint országában az euro bevezetése csak tízéves távlaton belül történik meg, sőt a megkérdezettek 17 és 51 százalék közötti hányada úgy véli, hogy az euro bevezetésére egyáltalán nem kerül sor (Európai Bizottság 2021).

Felhasznált irodalom

- Bakker, B.B. (2017): *Exchange Rate Regimes in Emerging Europe*. Slides for the 5th Regional Meeting of Governors, Umag, March 30-31. <https://www.imf.org/external/region/BAL/rr/2017/033017.pdf>. Letöltés ideje: 2021. november 9.
- Belhocine, N. – Crivelli, E. – Geng, N. – Scutaru, T. - Wiegand, J. – Zhan, Z. (2016): *Taking Stock of Monetary and Exchange Rate Regimes in Emerging Europe*. European Department, International Monetary Fund. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/dp/2016/eur1603.pdf>. Letöltés ideje: 2021. november 9.
- Calmfors, L. (1996): *The consequences of the monetary union - an introduction*. <https://www.government.se/contentassets/bb19a3f171504f888bb86c2a5fe8a1a8/lars-calmfors-introduction>. Letöltés ideje: 2021. november 9.
- Darvas Zsolt – Szapáry György (2008): *Az euróövezet bővítése és euróbevezetési stratégiák*. Közgazdasági Szemle, 55(október): 833–873.
- Eichengreen, B. – Mathieson, D.J. (2000): *The Currency Composition of Foreign Exchange Reserves: Retrospect and Prospect*. IMF Working Paper 00/131, International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781451855272.001>

- Európai Bizottság (2021): *Flash Eurobarometer 492. Introduction of the euro in the Member States that have not yet adopted the common currency. Report June 28.* <https://europa.eu/eurobarometer/surveys/detail/2284>
- Gottfried Péter (2021): *Gondolatok az euro magyarországi bevezetése időzítésének dilemmájáról.* *Hitelintézeti Szemle*, 20(3): 110–126. <http://doi.org/10.25201/HSZ.20.3.110126>
- Heikensten, L. (1999): *Should Sweden join the euro area?* Speech before Stockholm City's financial staff, Riksbank, September 3. <https://archive.riksbank.se/en/Web-archive/Published/Speeches/1999/Should-Sweden-join-the-euro-area/index.html>
- IMF (2021): *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), 09/30/2021.* <https://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4>. Letöltés ideje: 2021. november 9.
- Jonung, L. (2004) *To be or not to be in the euro? - Benefits and costs of monetary unification as perceived by voters in the Swedish euro referendum 2003.* MPRA Paper 1334, University Library of Munich, Germany. https://mpra.ub.uni-muenchen.de/1334/1/MPRA_paper_1334.pdf. Letöltés ideje: 2021. november 9.
- Schnabel, I. (2020): *Going negative: the ECB's experience.* Speech on 26 August 2020. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2020/html/ecb.sp200826~77ce66626c.en.html>. Letöltés ideje: 2021. november 9.
- Zielonka, J. (2006): *Europe as Empire: The Nature of the Enlarged European Union.* (Summary of the book-presentation at an EES event). <https://www.wilsoncenter.org/sites/default/files/media/documents/publication/MR326Zielonka.doc>. Letöltés ideje: 2021. november 9.

Mi okoz inflációt? – A jegybanki politikák és az infláció kapcsolata*

Balogh András

Jelen cikk gazdaságtörténeti példákon és válságtapasztalatokon keresztül vizsgálja, hogy milyen tényezők járulnak hozzá a magas inflációval jellemezhető időszakok kialakulásához, kiemelten értékelve a gazdaságpolitikai ágak szerepét. A gazdaságpolitikai megfontolások háttérében meghúzódnó közgazdasági elméletekre utalva az írás röviden bemutat egy feltörekvő megközelítést is, a modern monetáris elméletet, rámutatva annak inflációval kapcsolatos üzeneteire.

1. Bevezetés

Az elmúlt évtizedek relatíve alacsony inflációs rátáinak okát sokan próbálták már feltárni. Az 1970-es évek nemzetközi szinten tapasztalt magas inflációját követő években ésszerű magyarázatnak látszott, hogy a megfelelő monetáris politika és a látszólag jól működő, uralkodó közgazdasági irányzatok mellett az egyre nyitottabbá váló globális kereskedelem, például Kína belépése a világgiacra támogatta az alacsony inflációs környezetet. Azt követően, hogy a 2008–2009-es válság feltárta a felszín alatt kialakult pénzügyi egyensúlytalanságokat, a jegybankok által a pénzügyi rendszerbe juttatott hatalmas mértékű likviditás nem gyűrűzött be a realgazdasági szférába, ezáltal az inflációs ráták sem kezdtek emelkedni. A 2008–2009-es válságot elhúzódnó kilábalási periódus követte. A gazdaságpolitikai ágak célja többé nem az infláció leszorítása, hanem annak célra emelése volt.

A 2020-ban kitört koronavírus-válság okozója egy egészségügyi vészhelyzet volt, nem pedig a gazdasági és pénzügyi rendszer strukturális problémái. A kilábalás megindulását követően ebben a környezetben a kereslet gyorsabban áll helyre, mint a kínálat, tekintve, hogy a korábbi kapacitásokhoz való visszatérés erőforrás- és időigényes. Ez a súrlódás természetesen vezet el a megemelkedett inflációhoz egy túlkeresletes állapoton keresztül. Ezt a hatást erősíti, hogy a gazdaságpolitikai ágak hatalmas mennyiségű likviditást juttattak a gazdaságba. Változást jelentett viszont, hogy a programok nagyobb célzottság és erőteljesebb együttműködés mellett mentek végbe a gazdaságpolitikai ágak között. Tekintve a megemelkedett infláció háttérben meghúzódnó tényezőket, számos döntéshozó a jelenség átmeneti jellegét hangsúlyozza. Amennyiben azonban a jelenlegi magas inflációs folyamatok

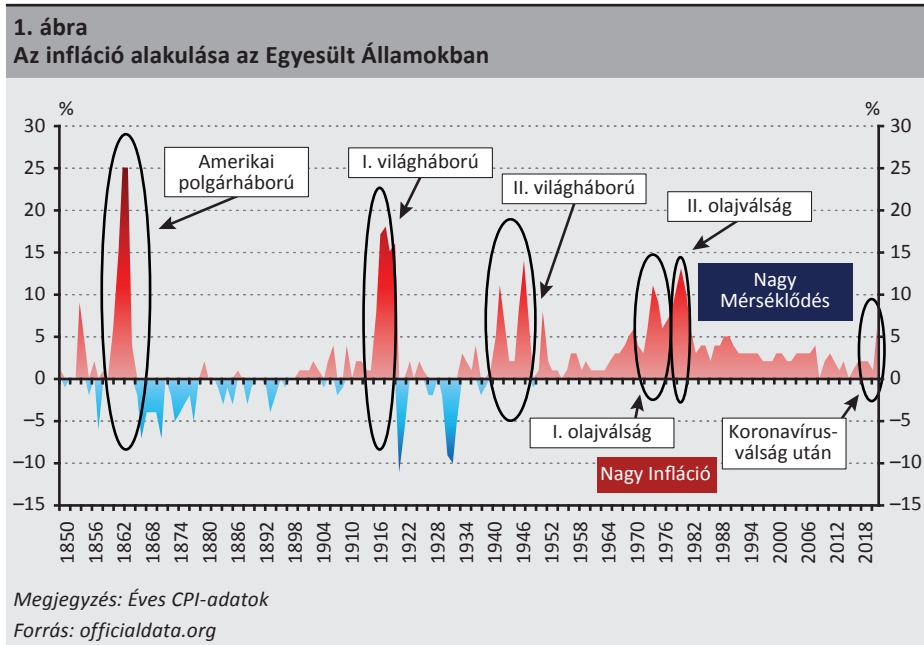
* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

Balogh András a Magyar Nemzeti Bank közgazdasági elemzője. Email: baloghan@mnbb.hu

beépülnek a szereplők várakozásaiba és hatást gyakorolnak döntéseikre, a részben átmeneti tényezők által okozott infláció tartóssá válhat. Egy feltérekvő közgazdasági megközelítés, a modern monetáris elmélet¹ alapján azonban a gazdaság aktuális állapotából következően sem vehetjük biztosra, hogy a jelenleg tapasztalt magas árdinamika tartóssá válik a jövőben.

2. Az infláció történelmi távlatokból

Ha célunk a koronavírus-járványt követően megjelenő infláció megértése, vizsgáljunk egyik fontos állomása a történelmi tapasztalatok összegzése lehet. Az Egyesült Államokban több mint 150 év inflációs adatai alapján elmondható, hogy kifejezetten magas inflációs időszakok ritkán és kevés kivétellel viszonylag rövid ideig álltak fenn, jellemzően háborúkhöz és válságokhoz kapcsolódva (1. ábra).



Fontos kivételt jelent azonban az 1970-es évek. A korszakot az angolszász szakirodalomban a Great Inflation, vagyis a „Nagy Infláció” időszakként írják le, ekkor számos tényező nyomán több mint egy évtizeden át maradt fenn a magas infláció. Míg a 60-as években az amerikai CPI-árindex inflációja átlagosan 2,4 százalékon alakult, az 1970-es években ez az érték 7,1 százalék volt. A magas infláció háttérben nagy szerepet játszott az első és a második olajválság 1973–1974-ben, illetve

¹ Modern Monetary Theory (MMT)

1979-ben. Azonban a magas nyersanyagárak önmagukban nem garantálják a magas infláció tartósságát, sokkal inkább meghatározó volt a gazdaságpolitikai döntéshozók hozzáállása az inflációhoz.

A gazdaságpolitikát számottevően meghatározták a vietnámi háborúhoz kapcsolódó költségvetési kiadások, illetve a Bretton Woods-i aranystandard rendszer felbomlása. Ekkor a döntéshozók számára már jó ideje a teljes foglalkoztatottság megteremtése volt az egyik legfontosabb cél. Eközben a döntéseket a Phillips-görbe szemlélete hatotta át, vagyis a döntéshozók úgy tartották, hogy az infláció visszafogása csak a munkanélküliség növekedésén keresztül érhető el. Az olajár-emelkedést a közgazdászok a jegybank hatáskörén kívüli tényezőnek tekintették, azonban az általa okozott munkanélküliséget nem. Ebben az összevetésben a foglalkoztatottsági szempontok nagyobb prioritást élveztek. Az infláció magas maradt, a Federal Reserve teret adott a növekvő fiskális egyensúlytalanságoknak, miközben a munkanélküliség nem csökkent (Bryan 2013).

Az árdinamika mérséklődését végül a gazdaságpolitika és a közgazdasági megközelítés számottevő változása hozta csak el. Az 1970-es évek végére az Egyesült Államokban az infláció egyértelmű ellenséggé vált a lakosság szemében: a kormányzat és a gazdaságpolitika iránti bizalom megcsappant, az üzleti beruházások lassultak. 1979-re, amikor Paul Volcker került a Fed élére, az uralkodó szélirány megfordult: az árstabilitást és a teljes foglalkoztatottságot célzó politika kulcsaként már az infláció leszorítását tekintették. Volcker egyértelművé tette a Fed elkötelezettségét az infláció elleni küzdelemben, a kamatemelések mellett a tartaléknövekedés ütemét alakítva szorította le az inflációt. Emellett az infláció leszorításában kormányzati oldalról komoly támogatást jelentett a munkaerőpiac fokozatos liberalizálása, illetve a szakszervezetek szerepének mérséklése is (Peters 2008). A siker nem érkezett azonnal, ugyanakkor a hiteles, árstabilitást célzó monetáris politika évtizedekre megalapozta az infláció kordában tartását.

Ugyanebben az időben az Egyesült Királyságban is hasonló folyamatok játszódtak le. Az 1979-ben alakult Thatcher-kormány vezetésével történő munkaerőpiaci liberalizáció mellett a Milton Friedman által fémjelzett monetarizmus nemzetközi előretörésével összhangban az infláció monetáris jellegét hangsúlyozó szigorú irányultságú jegybanki politika végül az Egyesült Királyságban is elhozta az infláció mérséklődését (DiCecio – Nelson 2009).

A „Nagy Infláció” időszakát 25 évnyi „békeidő” követte az infláció terén. A jegybankok ez idő alatt egyre szélesebb körben tértek át az inflációs célkövetésre, a gazdaságstruktúra számottevően megváltozott, megatrendek, mint a globalizáció és a digitalizáció, valamint a szolgáltatások szerepének növekedése egyaránt az alacsonyabb és kisebb volatilitású infláció felé mutatott, miközben a jelentősebb sokkok is elkerülték ezt az időszakot. A jó gazdaságpolitika látszólag eredményt hozott,

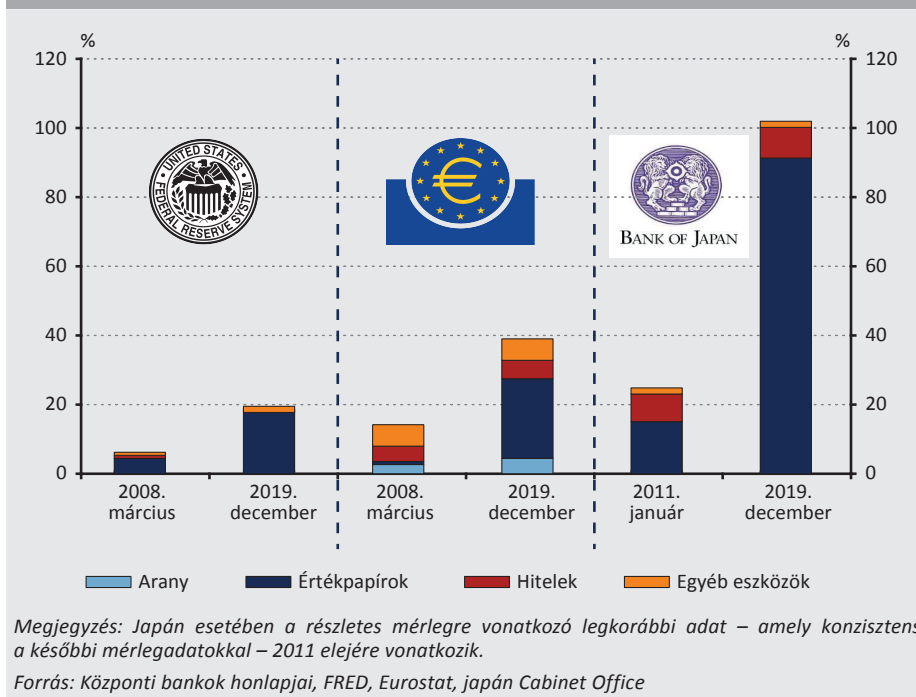
elfedte azonban mindazt a pénzügyi egyensúlytalanságot, amit aztán a 2008–2009-es válság könyörtelenül a felszínre hozott. A válság kitörésével az alacsony infláció évtizedei nem értek véget. Ekkor azonban a visszafogott árdinamika már fenyegetést jelentett, ugyanis a defláció rémét vetítette előre. A széljárás ismét változott, a gazdasági aktivitás felélesztése mellett fontossá vált az árszínvonal jegybanki célokkal összhangban lévő emelése is.

3. A 2008-as válságkezelés fogyasztói inflációt nem okozott, de esz-közár-inflációt igen

A 2008-as globális pénzügyi válság jelentős kihívás elé állította a gazdaságpolitikai döntéshozókat, ami a monetáris politika területére is érvényes volt. Egyrészt a válság kezdeti, akut szakaszában számos országban gyors beavatkozásra volt szükség a bankrendszer stabilitásának és megfelelő működésének biztosítása, valamint a piaci folyamatokban tapasztalt zavarok enyhítése érdekében. Másrészt rendkívül elhúzódónak bizonyult a válság, így annak kezelése elengedhetetlenné tette újszerű monetáris politikai eszközök alkalmazását. A válság kezdeti, akut szakaszában többnyire különböző likviditásnyújtó intézkedésekkel próbálták helyreállítani a jegybankok a bankközi piaci zavarokat és a pénzügyi stabilitást. Emellett a kedvezőtlen makrogazdasági folyamatokra jelentős monetáris lazítással reagáltak: először az irányadó kamatot csökkentették a jegybankok, ami azonban viszonylag rövid időn belül elérte vagy megközelítette effektív alsó korlátját.

Az irányadó kamat alsó korlátjának problémájára válaszként először a Federal Reserve, majd más jegybankok is mennyiségi lazító intézkedéseket vezettek be. Emellett a jegybankok többsége előretekintő iránymutatással igyekezett mérsékelni a gazdasági szereplők hosszabb távú kamatvárákozásait a további monetáris lazítás biztosítása érdekében. A globálisan meghatározó jegybankok mellett számos egyéb központi bank is kivételesen laza monetáris politikát folytatott a válságot követően. Kevés kivételtől eltekintve általánosságban elmondható, hogy a nemkonvencionális lazító intézkedések következtében a jegybankok mérlegfőösszege a válságot követően érdemben nőtt (2. ábra). A Fed GDP-arányos mérlegfőösszege bő 10 év alatt több mint háromszorosára, míg az EKB mérlege közel háromszorosára növekedett. A japán jegybank GDP-arányos mérlegfőösszege közel egy évtized alatt több mint négyszeresére emelkedett. A mérlegbővülések hátterében főként az eszközvásárlási programok álltak.

2. ábra
Jegybanksi mérlegbővülések felbontása a tárgyévi GDP arányában



Az adott gazdaságok pénzügyi rendszerének sajátosságai, illetve a válság során felszínre került problémák karakterében meghatározták az egyes eszközvásárlási programok eredményességét. Ugyanakkor a programok összességében sikeresen mérsékeltek a hosszú hozamokat, noha az EKB esetében az euroövezet különböző régióira eltérő hatással voltak (*Eser – Schwaab 2016*). Emellett a programok hozzájárultak egyes eszközárak inflációjának emelkedéséhez: a fejlett tőzsdeindexek, az ingatlan- és nyersanyagárak többsége jelentősen emelkedett. Az eszközár-emelkedést jól reprezentálja, hogy az évtized végére az amerikai S&P 500 index több mint háromszorosára, a NASDAQ közel négyszeresére emelkedett, míg a német DAX index és a japán Nikkei index duplázott a 2010 elején regisztrált értékhez képest.

Az eszközvásárlási programok ugyanakkor nem teljesítették teljes mértékben az eredetileg elvárt célokat. A programok reálgazdasági hatásai vitatottak: a szakirodalom által becsült makrogazdasági változók között nagyok a különbségek (többek között: *Engen et al. 2015; Weale – Wieladek 2016; Baumeister – Benati 2010; Hammerman et al. 2019; Andrade et al. 2016*). Az inflációs ráták továbbra is elmaradtak a jegybanksi céloktól a válságot követően. Ezen felül, a becslések alapján az újabb és újabb eszközvásárlási programok addicionális reálgazdasági hatása csökkenő mértékűnek

bizonyult (Chung et al. 2011). A valós reálgazdasági hatás megismerését tovább bonyolítja az is, hogy nehéz mérni a programok pontos hatását.

Az eszközvásárlások mögött meghúzódó elképzelés szerint a jegybank vásárlásai következtében a hosszú pénzpiaci hozamok mérséklődésével relatíve jövedelmezőbbé válik a reálgazdasági hitelezés a bankok számára, aminek hatására emelkedik a fogyasztás és a beruházás is, ami végső soron a reálgazdaság és az infláció növekedését eredményezi. Ugyanakkor a valóságban a transzmissziós láncok hosszúak és sérültek voltak. A jegybanki eszközvásárlási programok hatására kedvező tőke- és árupiaci befektetési lehetőségek nyíltak, ami végső soron magasabb megtakarítási rátát eredményezett. A mérséklődő hozamok így az eszközárak emelkedését támogatták a reálgazdasági növekedés és infláció emelése helyett.

Az elmaradt, vitatott reálgazdasági hatás mögött több ok húzódhat meg. Az egyik ilyen, hogy a válság kitörésekor a magánszektor nagymértékben el volt adósodva, ami hatással volt a fogyasztási és beruházási döntésekre a válság időszaka alatt és az azt követő években is. Emiatt a magánszektor elhúzódó mérlegkiigazítást hajtott végre, ami gátolta a programok hatékony reálgazdasági begyűrzését (Csontos – Szalai 2015). Emellett a monetáris és a fiskális politika között nem volt megfelelő koordináció: a globálisan meghatározó jegybankok ugyan nagy volumenű programokat hajtottak végre, de a kormányzati keresletélénkítő programok elmaradtak (Aizenman – Pasricha 2010). A monetáris és fiskális politikai koordináció különösen az eurozónában ütközött akadályokba, ami hozzájárulhatott a vártnál csekélyebb mértékű makrogazdasági hatásokhoz. Mindezek mellett az elmúlt évtizedekben megváltozott az infláció természete: gyengült a gazdasági ciklus és az infláció közötti kapcsolat erőssége (Balatoni 2018). Olyan megatrendek (például a demográfiai folyamatok, digitalizáció vagy a globalizáció) erősödtek tovább, amelyek az infláció mérséklődésének irányába hathatnak.

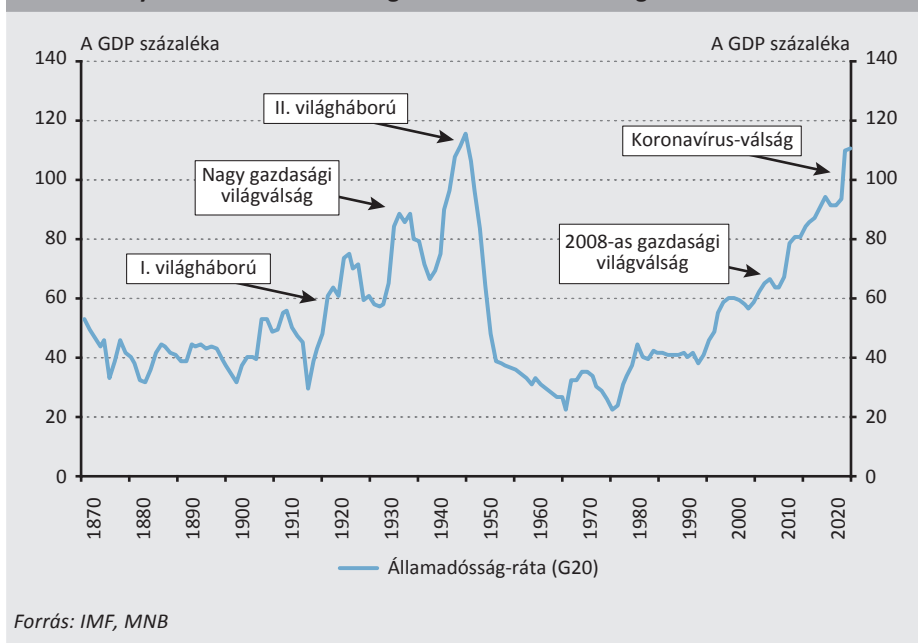
4. Miért hozhat inflációt a koronavírus-járvány?

A jelenlegi válságot a 2008-ashoz képest eltérő karakterisztika jellemzi. Fontos különbség a két válság között, hogy a jelenlegi válság kiváltó oka nem a gazdasági és a pénzügyi rendszer strukturális hiányosságaiból ered, mint 2008-ban. Emellett a koronavírus-járvány okozta válság során nem volt hitelszűke, a hitelpiacok működőképesek maradtak. Ez főként annak köszönhető, hogy a 2008-as válság a pénzügyi rendszerek és a prudenciális politikák megerősödését hozta el, így a koronavírus-járvány negatív gazdasági hatásai stabil pénzügyi rendszerek mellett érvényesültek. Segítette a mostani válság kezelését továbbá, hogy a 2008-as válság során a jegybankoknak el kellett sajátítaniuk a nemkonvencionális eszközök alkalmazását, amelyek azóta az eszköztár szerves részeivé váltak. Mindezen tényezőket figyelembe véve

a kilábalást a koronavírus-járvány terjedésének eredményes megfékezése határozza meg.

A válságra adott gazdaságpolitikai reakció gyors és határozott volt a fejlett gazdaságokban. A globálisan meghatározó jegybankok mérlegei a korábbi válsághoz képest nagyobb mértékben növekedtek: 2008 és 2013 között a fejlett jegybankok GDP-arányos mérlegfőösszege jellemzően átlagosan 2–4 százalékponttal emelkedett évente, míg a 2020. februárt követő egy évben 14–28 százalékpontos növekedést figyelhattunk meg. Ez főként a jegybanki programok nagyobb volumenének köszönhető. A programok célzottabban is valósultak meg, hozzájárulva a piacok likviditási helyzetének megőrzéséhez. A válságkezelést támogatta a monetáris és fiskális politika közötti erősebb koordináció is, aminek köszönhetően több program jegybanki-kormányzati együttműködésből született. Hazánkban ilyen például a hitelmoratórium, amely támogatta a magánszektor keresletének stabilitását a válság alatt. Emellett a kormányzatok számottevő gazdaságélénkítő fiskális programot hajtottak végre. Mindezek hatására mérsékeltebb munkaerőpiaci visszaesés valósult meg. A számottevő állami szerepvállalás eredményeként az államadósság-ráták intenzíven emelkedtek (3. ábra).

3. ábra
A GDP-arányos bruttó államadósság alakulása a G20 országokban



A rövid idő alatt véghez vitt hatalmas mértékű jegybanki programok eredményeként kibocsátott pénzmennyiség, vagyis a monetáris bázis mind az Egyesült Államokban, mind az eurozónában óriási mértékben emelkedett. 2021 augusztusára a 2020. januári értékhez képest a pénzmennyiség az euroövezetben közel 40 százalékkal, míg az USA-ban több mint 80 százalékkal bővült. Bár a bővülés mértéke jelentős volt, meg kell jegyezni, hogy a pénzmennyiség növekedése nem szükségszerűen jár az infláció megugrásával: amennyiben nem a fogyasztásban csapódik le, hanem a háztartások megtakarításában, illetve a vállalatok mérlegtisztításában, a fogyasztói árak terén nem várható érdemi gyorsulás (*Bofinger 2020*).

Miközben a koronavírus-válság kezelése ritkán látott egyetértésben zajlott a jegybankok és a kormányzatok között, egyes vélemények magát a válságkezelést tekintik potenciális inflációs hatásúnak. Az érvelés szerint a koronavírus-válság, amellett, hogy részben keresleti sokkot is jelentett, arányaiban a kínálati oldalon hozott elhúzóó negatív hatásokat. Ezzel szemben a gazdaságpolitikai ágak válságkezelésének hátterében főként a kereslet élénkítése állt, ami tovább mélyítheti a szakadékot a kínálat és a kereslet között, potenciálisan erősítve az inflációs hatásokat (*Larsen 2021*).

Mindenesetre az infláció ismét megjelent: az eurozónában a tavalyi év utolsó hónapjainak negatív inflációs rátája mára 3 százalék fölé emelkedett. 2021 első felében átlagosan minden fontosabb nyersanyag ára elérte vagy akár 70 százalékkal meghaladta a válság előtti, 2019-es szintet. A globális értékláncok kereslethez viszonyított lassabb helyreállása a globális szállítmányozásban és az ipari termelésben fokozódó költségnyomáshoz vezetett. A Kínából Európába irányuló szállítmányok költsége 2021. szeptember elejére a 2020. júniusi szintről több mint 8,5-szeresére nőtt.

Az újrainytással járó inflációs hatások, a nyersanyagárak és a szállítási költségek globális emelkedése, bár külön-külön átmeneti tényezőkné tekinthetők, azzal a kockázattal járnak, hogy az ebből következő magasabb árdinamika, társulva a válságkezelés keresleti hatásaival, beépül a gazdasági szereplők várakozásaiba, aminek következtében a jelenleg tapasztalt magas inflációs környezet tartósan fennmaradhat. A nyersanyagárak emelkedése további piaci spekulációra nyit teret, ami az árak további emelkedése felé hathat. A feszeseó munkaerőpiac mellett emelkedő bérek szintén a magasabb infláció tartósabb fennállása felé mutatnak, miközben akár egy ár-bér spirál kialakulásához is vezethetnek. A várakozások szerepét jól tükrözi, hogy az amerikai és az európai hosszú távú inflációs várakozások 2020 közepétől folyamatosan emelkednek, miközben az Egyesült Államok esetében 2020 őszétől már folyamatosan a cél felett alakulnak.

A fentiekén túl az uralkodó globális megatrendek egy része strukturális tényezőként hosszabb távon mutathat relatíve magasabb infláció felé. A klímaváltozás a nyersanyagárak szempontjából további inflációs hatást jelenthet, ráadásul a csökkenő munkaképes korú lakosság feszesebb munkaerőpiacokat, és így magasabb bérszintet vonhat maga után. A koronavírus-járvánnyal, valamint az elmúlt évek geopolitikai fejleményeivel a világ a globalizáció irányából elmozdult a deglobalizáció vagy regionális integráció felé. A gazdaságok, nagyhatalmak zártabbá válása a globális ellátási lánc töredezettségét és a regionális gazdaságpolitikák és termelési láncok felértékelődését hozhatja el. Az átmenet az újraszerveződő ellátási láncok miatt szintén árnövelő hatású lehet.

Az 1970-es évek „Nagy Infláció”-jához hasonlóan a költségoldali infláció az emelkedő nyersanyagárak és szállítási költségek képében ismét jelen van. Ezenkívül a gazdaságpolitikai ágak által véghezvitt válságkezelési intézkedések bizonyos keretek között hozzájárulhatnak az infláció tartóssá válásához, tekintve, hogy az élenkülő kereslet egy lassan helyreálló kínálattal párosul. Ebben a keretben fontos szerep jut a várakozásoknak.

5. A modern monetáris elmélet (MMT) bemutatása

Az elmúlt évszázadban a válságok mindig az újabb közgazdasági elméletek megerősödését hozták el. Az 1929-ben kezdődő nagy gazdasági világválság nyomán a keynes-i közgazdaságtan tört előre. Az 1970-es évek „Nagy Infláció”-jára válaszul a friedmani gondolatok és a monetarizmus került előtérbe, a gazdaságpolitikai vitákban pedig a 2008-ban kezdődő globális pénzügyi válság idején egyre többször az úgynevezett modern monetáris elmélet (MMT) gondolatai jelentek meg.

A modern monetáris elmélet alapfeltevése szerint az inflációs nyomás attól függ, hogy a gazdaságban a kapacitások mennyire vannak alul- vagy éppen túlhasználva (Powell 2020). Mindez annyit jelent, hogy ameddig a gazdaság a teljes kapacitáskihasználtság felé halad, nem fenyeget a tartósan magas infláció veszélye. Az MMT képviselői ugyanakkor később árnyalták az elméletet: az infláció emelkedésének számos forrása létezik, amit nem a kereslet általános állapota tükröz. Emiatt szektorálisan is fontos vizsgálni a kapacitáskihasználtságot, akkor is, ha a gazdaság egésze még elmarad a teljes kapacitáskihasználtságtól (FT 2019).

A gazdaságpolitika tekintetében az MMT szerint a fiskális politikáé a főszerep, amelynek feladata, hogy a hazai és a külföldi magánszektor pozíciójára reagálva korrigálja az alul- vagy éppen túlhasználás melletti helyzeteket (Szalai 2019). A korrekció megfelelő eszköze az adópolitika, illetve később kiegészült a megfelelő szabályozás kialakításával is, amely egyes esetekben hatékonyabb eszközzé is válhat. A költségvetési politika számos formában valósulhat meg: zöldprogramok és beruházások,

univerzális társadalombiztosítás vagy a legnagyobb figyelmet kapó megoldás: a közfoglalkoztatási garanciaprogramok (Job Guarantee). A közfoglalkoztatási programban bárki részt vehet egy meghatározott piaconál alacsonyabb bér mellett. A program hozzájárul a teljes foglalkoztatottság megteremtéséhez, továbbá automatikus stabilizátorként működik válság idején. Ez azt jelenti, hogy válság idején nő a programban résztvevők száma, miközben a kilábalás után automatikusan visszaáramlik a versenyszférába a munkaerő. Ennek eredményeként kisebb lehet a visszaesés mértéke válság idején, kevésbé erodálódik a humán tőke és a program keretében biztosított alaphér támogatja az árstabilitás elérését is. Az MMT képviselői szerint a költségvetést a valós inflációs dinamikák figyelembe vételével kell megtervezni, így a változó adókulcsokkal és egyéb inflációcsökkentő tétellekkel már az adott évi költségvetés tervezésekor is számolni kell (FT 2019).

Az elmélet szerint a monetáris politika feladata ezzel szemben a fiskális politika támogatása, illetve szerepet játszik a pénzügyi stabilitás elősegítésében is (Matthews 2019; Shirai 2019). Az MMT képviselői szerint a monetáris politika nem tudja kontrollálni az inflációt, és nem is független. Ennek oka, hogy a fiskális politika a kiadásai vagy az adóbeszedéseivel hatással van a bankközi piac likviditására, amely elmozdítja a hozamokat. Ha például a kormányzat növeli a kiadásait, akkor megnő a bankközi likviditás és mérséklődnek a hozamok. Ha ezt a hatást semlegesíteni akarja a jegybank, akkor a fölös likviditást sterilizálja jegybanki betétben. Emellett az állampapír-vásárlási programokkal is monetizálódik az adósság. Végeredményben a fiskális programok hatására emelkedhetnek a jegybanki mérlegek. Az MMT képviselői szerint továbbá a kamatpolitika újraelosztást eredményez a heterogén szereplők között, ezért nem célszerű egyedül a monetáris politikára támaszkodni.

Az MMT képviselői elméletükben újszerű és üdvös megközelítést alkalmaznak, miszerint a gazdaságpolitika feladata, hogy a gazdaság a teljes kapacitáskihasználtság felé haladjon. Az elmélet üdvözli a kapacitásokat bővítő beruházásokat, ösztönzi a kereslet élénkítését, és alapelve, hogy ameddig a gazdaság a potenciális kibocsátás felé halad, addig az infláció sem jelenthet komoly problémát.

Az elméletben azonban az infláció feletti kontrollt a kormányzat gyakorolja. Bár más gazdaságtörténeti- és szerkezeti jellemzők – például erős szakszervezetek jelenléte – mellett, de az 1970-es évek „Nagy Infláció”-ját először kormányzati eszközökkel, többek között bérpolitikával igyekeztek kezelni, sikertelenül. Korunk magas államadósság-rátái emellett növelik a fiskális dominancia kockázatát, mely alapján a magasan tartott infláció jó eszköz lehet a hatalmas adósságok elinflálására. A kormányzati működést politikai érdekek vezérlik. Ebben a keretben az adóintézkedéseken keresztül csökkentendő infláció politikai kockázatot jelent: az adóemelés nem

népszerű a lakosság körében, a gyakori adóváltozás pedig kiszámíthatatlanná teszi az adórendszert és az árak alakulását.

A „Nagy Infláció” időszaka akkor ért véget, amikor a jegybankok megszűntek passzívan támogatni a költségvetési politikát, és teljes körű felelősséget kezdtek vállalni az infláció leküzdésében. Gyakorlatilag ez alapozta meg a jegybanki függetlenség intézményét, amelynek többek között egyik pillére, hogy a politikai ciklus és a jegybanki vezetők mandátuma időben eltér. A jegybanki működést ugyanis nem választási ciklusok, hanem az árstabilitás elsődlegessége határozza meg.

A koronavírus-járvány időszakában szükséges volt a fiskális és monetáris politikák együttműködése a gazdaságok mielőbbi talpra állása érdekében. A történelmi tapasztalatok azt mutatják, hogy a jelenlegi válság elmúltával ebben az együttműködésben a jegybankok leginkább az árstabilitás gazdasági szereplők által felhatalmazott, elsődleges felelőseiként tehetik a legtöbbet az új célért: a gazdasági stabilitás fenntartásáért.

Felhasznált irodalom

- Aizenman, J. – Pasricha, G.K. (2010): *The net fiscal expenditure stimulus in the US 2008–2009: Less than what you might think*. VoxEU, 3 March. <https://voxeu.org/article/us-fiscal-stimulus-less-what-you-might-think>. Letöltés ideje: 2021. október 21.
- Andrade, P. – Breckenfelder, J. – De Fiore, F. – Karadi, P. – Tristani, O. (2016): *The ECB’s asset purchase programme: an early assessment*. ECB Working Paper no. 1956, European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1956.en.pdf>
- Balatonai András (2018): *Felejtünk el mindent, amit az inflációról hittünk?* Portfolio.hu, április 5. <http://portfolio.hu/prof/20180405/felejtunk-el-mindent-amit-a-inflacirol-hittunk-281288>. Letöltés ideje: 2021. október 21.
- Baumeister, C. – Benati L. (2010): *Unconventional Monetary Policy and the Great Recession*. ECB Working Paper no. 1258, European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1258.pdf>
- Bofinger, P. (2020): *The ‘bazooka’: Modern Monetary Theory in action*. Social Europe, 28 September. <https://socialeurope.eu/the-bazooka-modern-monetary-theory-in-action>. Letöltés ideje: 2021. október 21.
- Bryan, M. (2013): *The Great Inflation*. Federal Reserve History, 22 November. <https://www.federalreservehistory.org/essays/great-inflation>. Letöltés ideje: 2021. október 21.

- Chung, H. – Laforde, J.P. – Reifschneider, D. – Williams, J.C. (2011): *Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events?* Working Paper 2011-01, Federal Reserve Bank of San Francisco. <https://www.frbsf.org/economic-research/files/wp11-01bk.pdf>
- Csortos Orsolya – Szalai Zoltán (2015): *A globális pénzügyi válság kezelésének nehézségei: elméleti és gazdaságpolitikai tanulságok*. Hitelintézeti Szemle, 14(3): 5–38. <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/1-csortos-szalai.pdf>
- DiCecio, R. – Nelson, E. (2009): *The Great Inflation in the United States and the United Kingdom: Reconciling Policy Decisions and Data Outcomes*. NBER, Working Paper 14895, April. <https://doi.org/10.3386/w14895>
- Engen, E. – Laubach, T. – Reifschneider, D. (2015): *The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies*. Finance and Economics Discussion Series 2015-005, Washington: Board of Governors of the Federal System. <https://doi.org/10.17016/FEDS.2015.005>
- Eser, F. – Schwaab, B. (2016): *Evaluating the impact of unconventional monetary policy measures: Empirical evidence from the ECB's Securities Markets Programme*. Journal of Financial Economics, 119(1): 147–167. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.06.003>
- FT (2019): *An MMT response on what causes inflation*. Financial Times, 1 March. <https://www.ft.com/content/539618f8-b88c-3125-8031-cf46ca197c64>. Letöltés ideje: 2021. október 21.
- Hammerman, F. – Leonard, K. – Nardelli, S. – von Landesberger, J. (2019): *Taking stock of the Eurosystem's asset purchase programme after the end of net asset purchases*. ECB Economic Bulletin, Issue 2/2019, European Central Bank. https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201902_01~3049319b8d.en.html
- Larsen, A. S. (2021): *Global: 7 reasons why Covid-19 could lead to an inflationary regime shift*. Nordea, 27 August. <https://corporate.nordea.com/article/67365/global-7-reasons-why-covid-19-could-lead-to-an-inflationary-regime-shift>. Letöltés ideje: 2021. október 21.
- Matthews, D. (2019): *Modern Monetary Theory, explained*. Vox, Apr 16. <https://www.vox.com/future-perfect/2019/4/16/18251646/modern-monetary-theory-new-moment-explained>. Letöltés ideje: 2021. október 21.
- Peters, J. (2008): *Labour market deregulation and the decline of labour power in North America and Western Europe*. Policy and Society, 27(1): 83–98. <https://doi.org/10.1016/j.polsoc.2008.07.007>

Powell, J. (2020): *The great MMT debate, again*. Financial Times, 22 October. <https://www.ft.com/content/4dd5ab36-831c-4970-92c8-e5c02a0ede9e>. Letöltés ideje: 2021. október 21.

Shirai, S. (2019): *Modern money theory and its implementation and challenges: The case of Japan*. VoxEU, 18 July. <https://voxeu.org/article/modern-money-theory-and-its-challenges>. Letöltés ideje: 2021. október 21.

Szalai Zoltán (2019): *A Modern Monetáris Elméletéről (2. rész)*. Economania, Az MNB Intézet blogja. <https://economaniablog.hu/2019/03/12/a-modern-monetaris-elmeletrol-2-resz/>. Letöltés ideje: 2021. október 21.

Weale, M. – Wieladek, T. (2016): *What are the macroeconomic effects of asset purchases?* Journal of Monetary Economics, 79(May): 81–93. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2016.03.010>

Sikeres felzárkózás a Visegrádi régióból: Csehország példája*

íj. Becsey Zsolt – Máté Áron

A cseh gazdasági fejlődést az utóbbi, közel három évtizedben a folyamatos felzárkózás jellemezte, aminek következtében az egy főre eső cseh GDP csaknem eléri az EU átlagát. Tanulmányunkban bemutatjuk ezen fejlődés tényezőit a V4 régió és kiváltképp Magyarország viszonylatában. Fő megállapításunk, hogy az elmúlt 20 évben a gazdasági növekedés forrása, a javuló munkaerőpiaci folyamatok és magas és kedvező szerkezetű beruházási ráta mellett a hatékonyság és a technológia javulása volt. Ennek fontos tényezői a magas hazai tulajdonarány a kiemelt ágazatok többségében, a humántőkébe való befektetés, a relatíve kiegyensúlyozott regionális szerkezet, a K+F támogatása és a digitalizáció térnyerése. A cseh gazdaság stabilitása előrevetíti a nyugat-európai életszínvonal elérését és megőrzését.

1. A cseh gazdaság relatív fejlettsége

Csehország relatív fejlettsége 2000-ben hasonló volt, mint napjaink Magyarországé, és 20 év alatt sikerült kitörnie a közepes fejlettségből az EU-átlag 94 százalékára. A következőkben a cseh gazdaság ezen sikerességének sarokpontjait járjuk körbe. A cseh gazdaság egy főre jutó hozzáadott értéke¹ elérte az EU-átlag 94 százalékát (1. ábra). Csehországnak a másik három V4²-országhoz viszonyítva magasabb volt az induláskori fejlettsége. Ebből a fejlettségbéli előnyéből az utóbbi három évtizedben sem veszített, hanem azt folyamatosan fenntartotta. Habár az elmúlt években a magyar gazdaságot markáns növekedés jellemezte, a cseh gazdaság (és egyébként a lengyel is) hasonló gazdasági dinamikát mutatott. Ennek tükrében megállapíthatjuk, hogy bár Magyarország jelentősen közeledett az EU átlagához, Csehországhoz nem tudott mégsem felzárkózni.

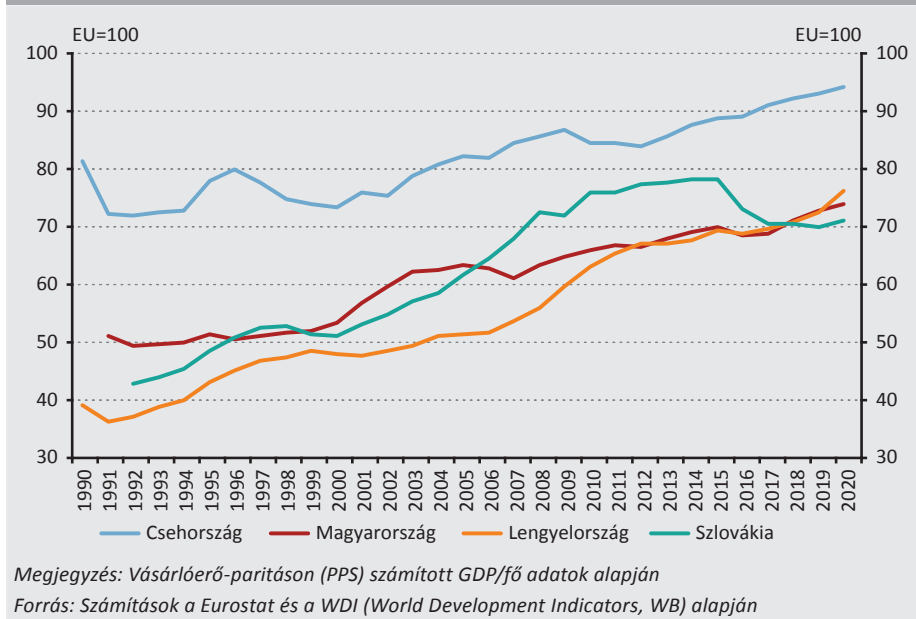
* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

íj. Becsey Zsolt a Magyar Nemzeti Bank közgazdasági elemzője. E-mail: becseyzs@mnk.hu
Máté Áron a Magyar Nemzeti Bank elemzője. Email: matear@mnk.hu

¹ Vásárlóerő-paritáson (PPS) számított érték.

² Visegrádi vagy V4-országok: Csehország, Lengyelország, Magyarország és Szlovákia

1. ábra
A V4-országok egy főre jutó fejlettségének alakulása az EU-átlaghoz viszonyítva 1990 és 2019 között

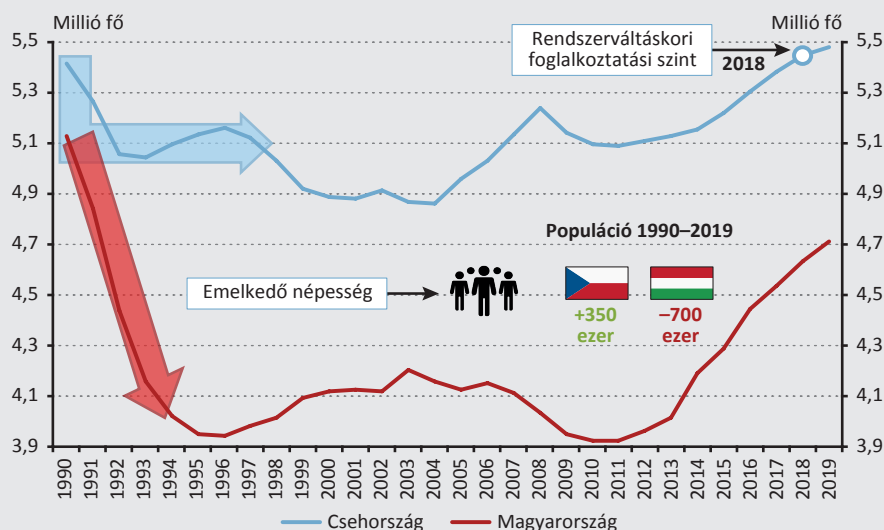


Csehország már a rendszerváltás előtt is kedvező gazdasági adottságokkal rendelkezett, elsősorban magas iparosodottságának köszönhetően. A cseh tartományok már a Habsburg Birodalom idejében jelentős ipari kapacitásokkal bírtak, amit támogatott a birodalmon belüli „feladatmegosztás” és a belső vámok rendszere, szemben a magyar területek mezőgazdasági dominanciájával. A második világháború kitörése előtt a csehszlovák ipar már 53 százalékát adta a teljes gazdaságnak, ami közel másfélszerese volt a magyar 36 százalékos értéknek (Solimano 1991). A csehek a szocializmusban is megőrizték iparukat, ami kedvező kiinduló pozíciót jelentett a rendszerváltáskor is, habár ezen időszak alatt a gazdasági fejlettség relatív stagnálásáról beszélhetünk.

A cseh munkaerőpiacon az 1990-es évek elején jóval enyhébb volt az átmenet, mint Magyarországon (2. ábra). Miközben a rendszerváltás utáni években közvetlenül Magyarországon több mint 1 millió fővel csökkent a foglalkoztatás 4 év alatt, a cseheknél ugyanekkor csak kb. 300 ezerrel dolgoztak kevesebben. Majd több ciklus és az utóbbi években tapasztalt munkaerőpiaci fellendülés után, 2019-ben a cseh foglalkoztatottak száma még mindig meghaladta – közel 800 ezer fővel – a magyar szintet. Ezt részben az magyarázza, hogy ugyanazon időszak alatt Csehországban hazánkhoz képest jelentősen kisebb mértékben csökkent a populáció a természetes folyamatok miatt. A két ország közötti nagyjából 800 ezres különbséget a foglalkoztatásban a munkaképes korú lakosság 500 ezer fővel magasabb létszáma magyarázza

(jelen esetben a 15–64 éves korosztály), míg összetételét tekintve Csehország javára billen a mérleg azért is, mert az alacsonyabb végzettségűek aránya alacsonyabb, mintegy kétharmada a magyarországinak (1. táblázat). A munkanélküliség alacsony szintre került az évtized végére, 2020-ban a 15–74 éves korosztályban 2,6 százalék volt a ráta. A munkaerőpiac évek óta feszesnek mondható: a betöltetlen álláshelyek száma folyamatosan magas szinten van, 2015 óta meghaladja az EU-átlagot. 2020-ban a nyitott pozíciók adták az összes álláshely 5,3 százalékát, ami EU-szinten rekord érték, az EU-átlag több mint háromszorosa. A jelenlegi magasabb cseh foglalkoztatás tehát a népességszámból és az alapfokú végzettségűek alacsonyabb arányából ered.

2. ábra
Foglalkoztatás Csehországban és Magyarországon (1990–2019)



Forrás: Penn World Table 10.0

1. táblázat

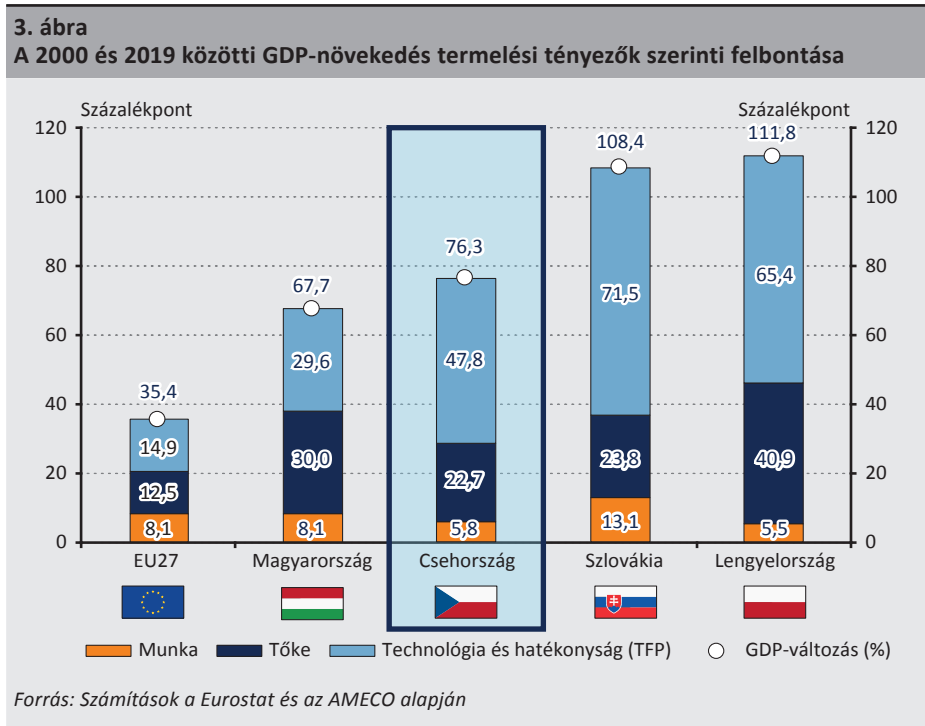
Csehország és Magyarország legfőbb munkaerőpiaci számai (2020)

	CZ	HU
Népesség (millió fő)	10,7	9,7
15–64 korosztály (millió fő)	6,8	6,3
Foglalkoztatottak (millió fő)	5,1	4,4
Foglalkoztatási ráta (15–64-es korosztály, %)	74,4	69,7
Alapfokú végzettségűek aránya (%)*	12,3	19,7
Középfokú végzettségűek aránya (%)*	65,6	56,7
Felsőfokú végzettségűek aránya (%)*	22,1	23,6

Megjegyzés: * a 15–64 éves korosztály arányában.

Forrás: Számítások a Eurostat (MEF) alapján

A termelési tényezők oldaláról megvizsgálva a folyamatokat az elmúlt 20 évben a technológia és hatékonyság javulása adta a növekedés több mint felét Csehországban (3. ábra), miközben a teljes kumulált növekedés is meghaladta közel 9 százalékkal a magyar értéket 2000 és 2019 között. A termelési tényezők szerinti növekedés-felbontásból az tűnik ki, hogy a gazdasági bővülés struktúrája kedvező volt Csehországban. A feszes munkaerőpiac miatt a munka hozzájárulása a növekedéshez már felső korlátba ütközhetett, következtetésképpen a vállalatok a hatékonyságuk növelésével tudták fokozni a termelést. Ennek köszönhetően a cseh gazdaságot intenzív növekedés jellemzi. A GDP-növekedés még így is elmaradt Szlovákiától és Lengyelországtól, ugyanakkor a két ország jelentősen alacsonyabb fejlettségi szintről indult, mint Csehország.



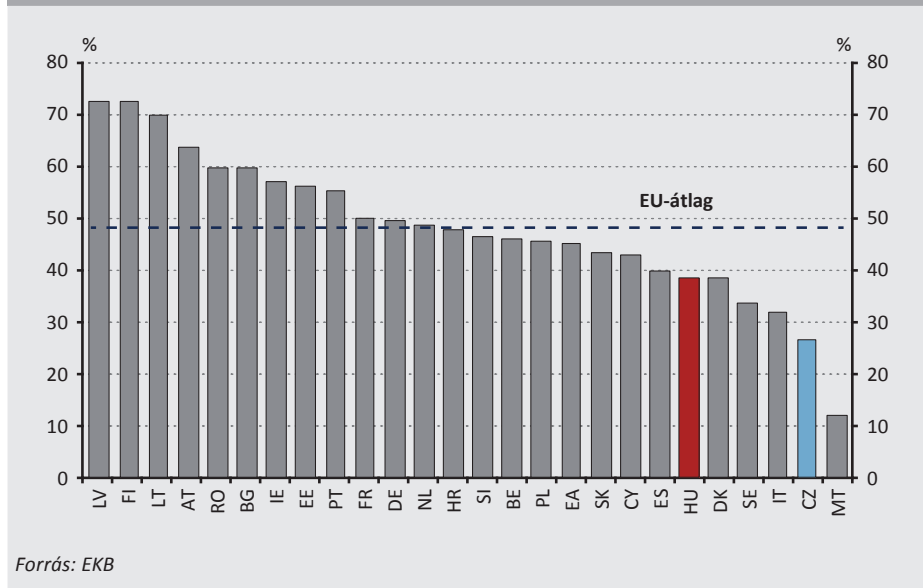
2. A cseh növekedést megalapozó strukturális tényezők

Csehország felzárkózásában megkerülhetetlen szerepe volt a történelmi adottságoknak és a költségvetési fegyelemnek. A cseh gazdaság már a két világháború között is külön utas pályát járt a régió többi országához képest azzal, hogy külső adósságainak aránya mindösszesen 20 százalék alatt volt 1930-ban (Magyarországon ugyanakkor 56 százalék). Ez annak volt köszönhető, hogy a régióban a csehszlovák területek szenvedték el a legkisebb háborús károkat, valamint nem volt az országnak

jóvátételi kötelezettsége sem. A rendszerváltás után sem történt irányváltás a cseh gazdálkodásban. 1995-ben a cseh GDP-arányos államadósság mindössze 14 százalékos volt, ami nemcsak a régió országaihoz képest jelentett sokkal jobb teljesítményt, hanem a legtöbb EU-államhoz képest is. A 2008–2009-es pénzügyi válságot követő európai szuverén adósságválság idején sem haladta meg az államadósság a GDP 50 százalékát. Az adósság összetétele – hasonlóan az 1920-as években látott arányokhoz – a rendszerváltás után is kedvezően alakult azzal, hogy a hazai finanszírozás dominált annak ellenére, hogy a cseh bankrendszer többsége külföldi tulajdonban volt. Az elmúlt 25 évben Csehországban volt a második legalacsonyabb a külföldi finanszírozás aránya az unióban (4. ábra).

4. ábra

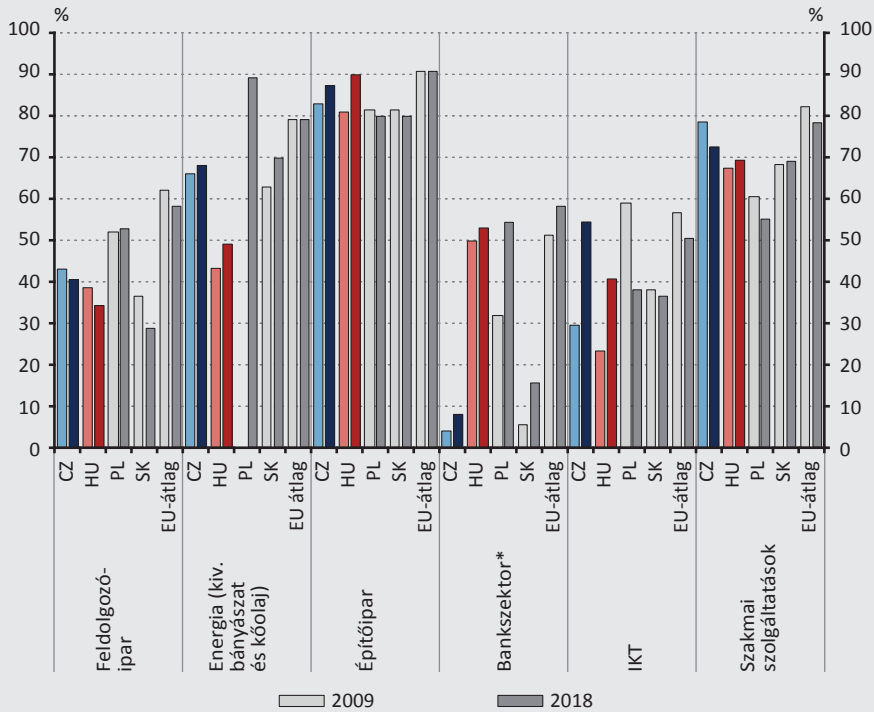
A külföldi szereplők kezében lévő államadósság aránya a teljes adósság százalékában (1995–2020 átlaga)



Az első világháború óta a folyó fizetési mérleg egyenlegének folyamatosan támaszt nyújt a széles ipari bázis. Mindezek eredményeként a cseh gazdaság alacsonyabb felárakkal (kockázati prémiumokkal) tud működni, mint a többi volt szocialista ország.

A bankrendszerben kisebbségben vannak a hazai tulajdonosok, ugyanakkor a többi kulcságazatban jellemzően nagyobb a hazai tulajdon aránya, mint Magyarországon (5. ábra). Az intuícióval ellentétben a magasabb hazai tulajdon nem eredményez kisebb GNI/GDP-rést Csehországban, mint Magyarországon, aminek az az oka, hogy Csehországban magasabb volt az külföldi működőtőke (FDI)-jövedelem implicit megtérülési rátája, következésképpen az FDI-jövedelmek kiutalása is (Balogh et al. 2018).

5. ábra
A hazai tulajdonhányad alakulása néhány ágazatban, hozzáadott értékben kifejezve





Megjegyzés: *A bankszektor eszközállománya alapján

Forrás: Eurostat, illetve a bankszektor esetében EKB

A Magyarországhoz viszonyított magasabb hazai tulajdonhányad nagyobb beágyazottságot, magasabb termelési multiplikátorokat és jelentősebb tőkeexportot eredményezett Csehország számára. A termelési multiplikátorok azt jelentik, hogy ha a gazdaság egy forintnyi terméket megtermel, annak következtében mennyi az addicionális hazai termelés, amit keletkezett a termelési kapcsolatokon keresztül. A cseh feldolgozóipar multiplikátora közel 3 tizeddel magasabb, mint a magyar, ami azt jelenti, hogy duplája a hazai termelési inputok termelésarányos felhasználása (6. ábra).³ A cseh ipar egyrészt már az erőltetett kommunista iparosítás előtt is erős

³ A multiplikátor jelentése Csehország esetében: egy egységnyi bruttó kibocsátásnövekedés további 0,6 egységnyi kibocsátást eredményez. A multiplikátor kiszámítása a 2017. évi forrásfelhasználás táblákból képzett ágazati kapcsolatok mérlegéből adódik, Leontief-inverz felhasználásával. A multiplikátor modellekről lásd például Koppány (2017): *Makrogazdasági és regionális hatáselemzés multiplikátor modellekkel*.

bázist adott a gazdaságnak, így a történelmi adottságokból fakadóan is erősebb a hazai tulajdonú ipar, mint Magyarországon. Másrészt a rendszerváltáskori cseh privatizációs technika jobban szolgálta azt, hogy a kulcsvállalatok jelentős része hazai kézben maradjon (lásd bővebben *Tóth et al. 2003*). Mindezek eredményeként a feldolgozóipar importhányada is kisebb, mint Magyarországon, azonban az alacsonyabb arányhoz hozzátartozik az is, hogy Csehországban kedvezőbb a nyersanyag-ellátottság, mint itthon (érc, bányászati anyagok). A magasabb bérhányad mutató következtében a multiplikátorhatás a jövedelmi csatornákon keresztül is magasabb, mint Magyarországon (6. ábra, utolsó sor).⁴ A bérhányad annak ellenére magasabb Csehországban, hogy a tudásintenzív (valószínűleg magas fizetésű) munkaerő aránya kisebb, mint nálunk.

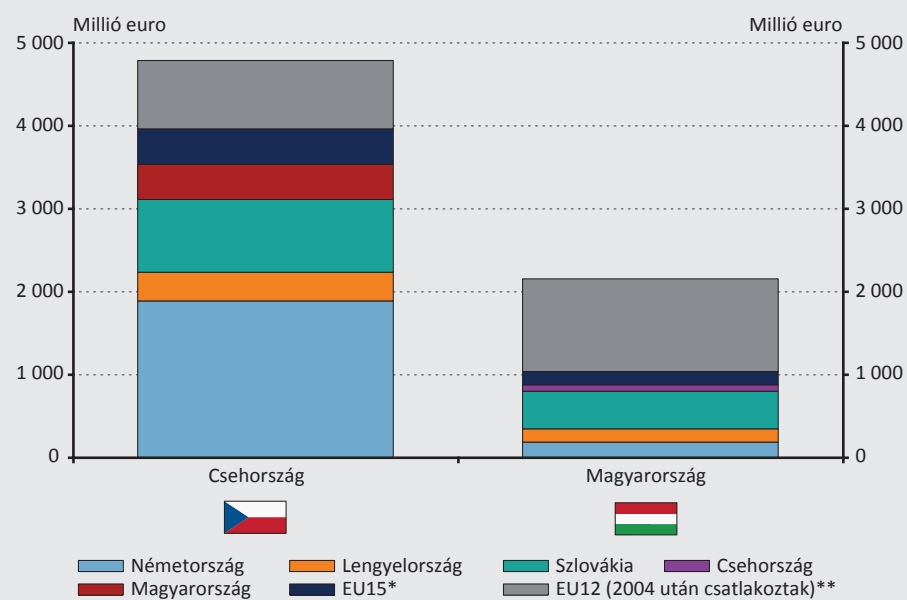
6. ábra A cseh feldolgozóipar multiplikatív tulajdonságait magyarázó mutatók (2017)				
				EU27*
TERMELES	Multiplikátor (kibocsátási)	1,6	1,3	–
	Tudásintenzív munkaerő aránya (%)	9,6	12,1	16,2
	Import arány (a kibocsátásban) (%)	36,6	51,3	33,1
	Hazai tulajdon aránya a feldolgozóiparban (%)	40,5	34,2	65,8
JÖVEDELMEK	Bérhányad (%)	56,4	50,1	57,7

Megjegyzés: *EU27 importarány 19 ország adatai alapján
Forrás: Számítások a Eurostat adatai alapján

A tőkeexport tekintetében, bár egyik országra sem volt jellemző a nagy tömegű FDI kifektetés, a cseh cégek jelentős, mintegy 5 milliárd eurónyi hozzáadott értéket termelnek külföldön. A cseh vállalkozók külföldi érdekltségei több mint kétszer annyi hozzáadott értéket termelnek, mint a magyar vállalatok külföldön (7. ábra). A legfőbb cseh kifektetési célpiac nem meglepő módon Németország, itt termel a cseh vállalatok külföldi érdekltségeinek 40 százaléka (hozzáadott értékben kifejezve). Németországban nagyságrendileg akkora hozzáadott értéket termelnek a cseh vállalatok, mint a külföldön működő magyar vállalatok összesen. A cseh cégek Szlovákiában is aktívak, amit történelmi és kulturális adottságok magyaráznak.

⁴ A két ország közötti adórendszerből fakadó különbségekkel nem korrigáltuk a mutatót, így az elkölthető jövedelemmel mért bérhányad eltérő eredményeket is adhat.

7. ábra
A cseh és magyar irányítású vállalatok által külföldön termelt hozzáadott érték a legnagyobb célszországokban (2018)



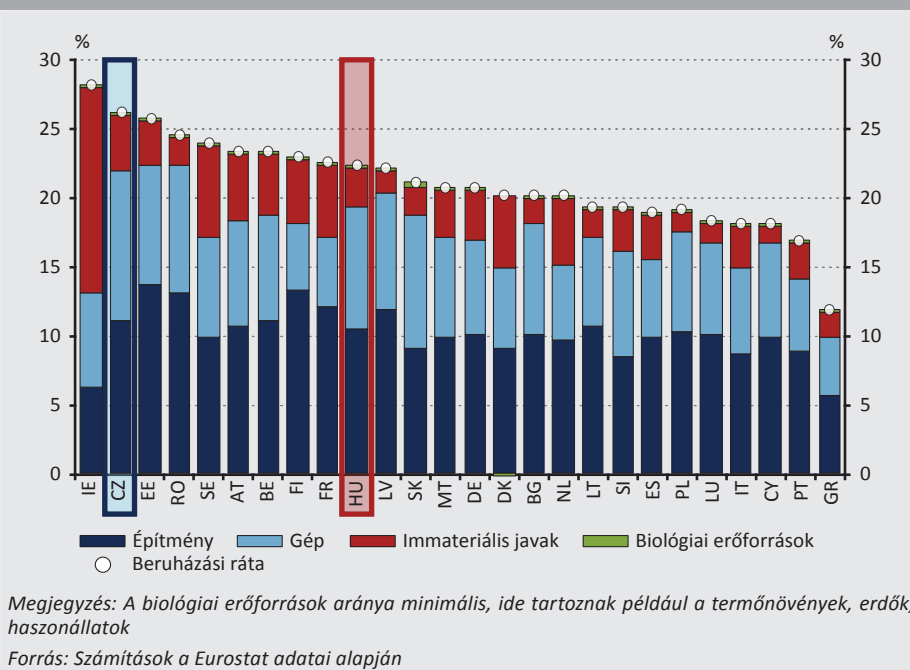
Megjegyzés: * Németország nélkül, ** Visegrádi országok nélkül.

Forrás: Számítások a Eurostat adatai alapján

A magas hazai tulajdon mellett a cseh felzárkózás másik fontos pillérét az okos beruházások jelentették. Ez egyrészt nyilvánul abban, hogy az immateriális eszközök (például szoftverek, adatbázisok, K+F-eszközök) aránya magasabb volt az elmúlt 10 év átlagában, mint Magyarországon (8. ábra). Másrészt az Európai Bizottság állami támogatásokat vizsgáló igazgatóságának gyűjtése alapján Csehországban jelentős volt a környezetvédelmi célú állami támogatások aránya az elmúlt időszakban, amely jól jelzi, hogy ezen támogatások hosszú távú szempontok mentén kerültek megtervezésre.⁵

⁵ A környezetvédelmi támogatásokból nagy arányt képviseltek a környezetterhelést csökkenteni hivatott infrastrukturális beruházások (például vasútépítés).

8. ábra
Beruházási ráta dekomponálása az EU országai közt 2010–2020 átlagában



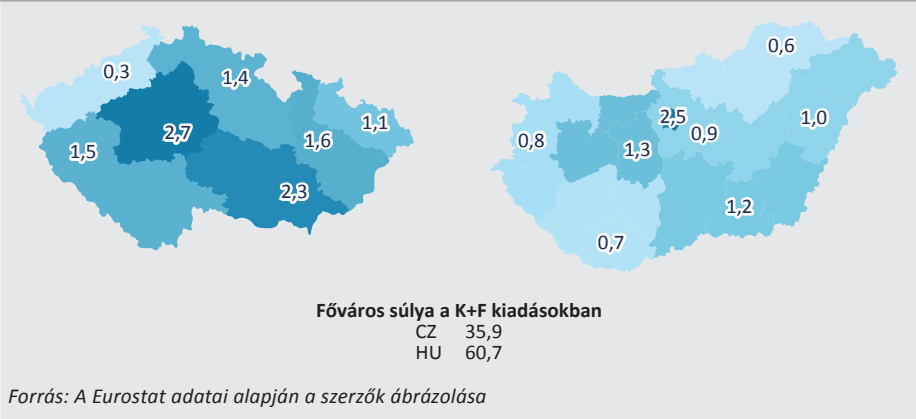
A humántőkébe való beruházás volt a cseh gazdaságpolitika harmadik fontos pillére. Bár az oktatásra költött közkiadások aránya kisebb volt az elmúlt 20 évben, mint Magyarországon vagy az EU-ban, a PISA-teszteken Csehország megelőzi az EU- és OECD-átlagot is, illetve számos fejlett nyugat-európai országot (Ausztria, Hollandia, Svájc). Az országnak jelenleg 3 egyeteme van a világ legjobb 500 egyeteme között, ami a legjobb eredmény az EU-hoz 2004 után csatlakozott tagországok tekintetében.⁶ Egy, a felnőttek kompetenciáit mérő felmérésben Csehország az EU-államok közötti rangsorban az első harmadban végzett (lásd *MNB 2021, 4.9-es fejezet*). A kutatók relatív munkajövedelme meghaladja az Egyesült Királyság egy főre eső ráfordításait, valamint az EU-átlagot is (a ráfordításokat vásárlóerő-paritáson számítottuk). Az egészségügy, illetve a betegségmegelőzés tekintetében ugyanakkor fejlődési potenciál azonosítható Csehországban. A túlsúlyos felnőtt lakosság aránya az 5. legmagasabb az EU-ban, továbbá a születéskor várható élettartam – hasonlóan a régió többi országához – elmarad az EU átlagától.

⁶ A QS Rankings alapján, minden tudományterületet egybe véve. A legjobb cseh egyetem, a Károly Egyetem a 266. helyen végzett.

3. Kedvezőbb innovációs környezet és magasabb digitalizáltság Csehországban

Csehország versenyképessége területileg szélesebb bázison nyugszik, mint Magyarorszáé. Prága 39 százalékát adja az ország bruttó hozzáadott értékének, míg a Brno-Ostrava-Plzen hármas együtt 25 százalékot képviselnek. Ezzel szemben itthon Budapest adja az ország hozzáadott értékének 47 százalékát, míg a Miskolc-Székesfehérvár-Debrecen hármas együtt csak további 13 százalékot ad hozzá. Ennek következménye, hogy Csehországnak nemcsak egy globális versenyképességi központja van, hanem legalább kettő (Prága és Brno). Ez a K+F ráfordítási adatokon is jól tetten érhető. A K+F-adatok azért jó területi versenyképességi indikátorok, mert a kutatás-fejlesztés definíció szerint világszínvonalat kell, hogy képviseljen, a ráfordítások magas aránya jó minőségű helyi ökoszisztémát (esetleg kedvező támogatási rendszert) jelez. Csehországban a brnoi régió hozzáadottérték-arányos K+F ráfordításai (2,3 százalék) megközelítették Prágát (2,7 százalék), illetve a Prága körüli régió (Středočeský kraj) a megtermelt hozzáadott értékének ugyancsak 2,7 százalékát fordította kutatásra és fejlesztésre. Ezzel szemben, bár Budapest K+F-ráfordítása hasonlatos a vezető cseh területekhez (2,5 százalék), Pest megye már nem éri el az 1 százalékot sem, illetve általánosságban véve nagyobb a főváros-vidék szakadék Magyarországon, mint Csehországban (9. ábra). A finanszírozás is organikusabb képet mutat Csehországban, ahol a vállalati K+F-ráfordításoknak csak 15 százaléka jön állami támogatásból, míg Magyarországon ez az arány több mint duplája (32 százalék⁷), így a cseh fejlesztő vállalatok jobban támaszkodnak saját erőforrásokra, mint az állami finanszírozásra.

9. ábra
K+F-ráfordítások a régiós GDP arányában NUTS2 régiók szerint (2018, %)



⁷ <https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=RDTAX>

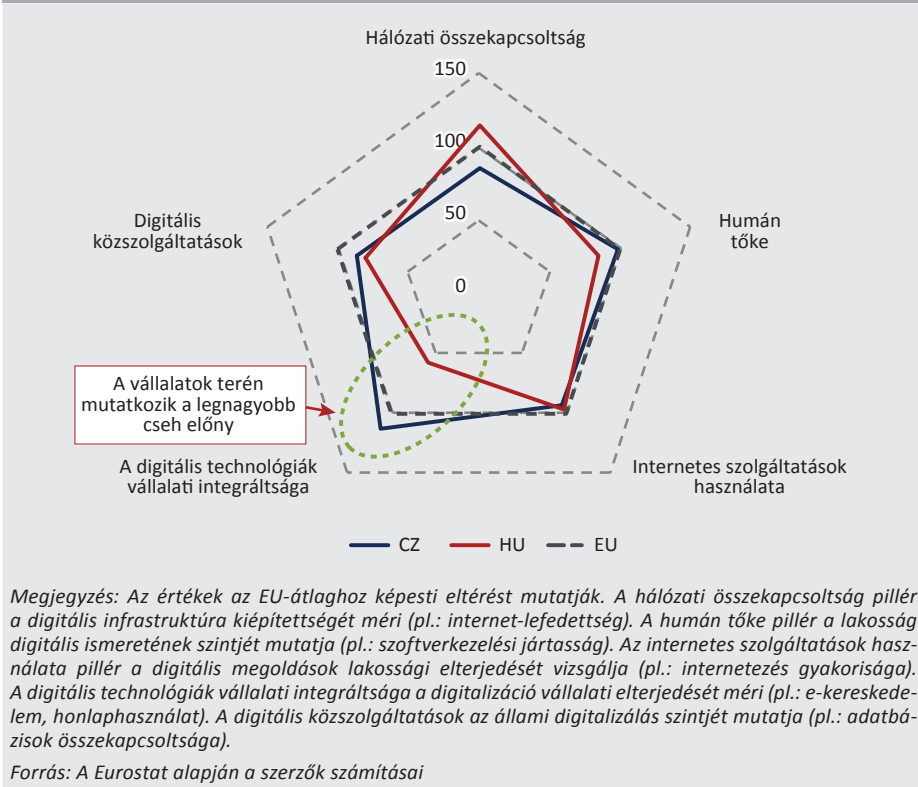
A cseh vállalatokat magas fokú digitalizáltság jellemzi, főként az online kereskedelem terén (10. ábra). A cseh vállalati digitalizáltság meghaladja az EU-átlagot – a rangsorban a 9. helyen állnak – és jelentősen nagyobb, mint a magyar érték. Minden munkakört máshogy tud segíteni az új technológia. Az információ áramlását támogató megoldások, mint a saját webes honlap, az e-kereskedelem, a számítógép és egymással kommunikáló eszközök használata, az ügyfélkapcsolat-kezelő és vállalatirányítási szoftverek használata mind olyan digitális technológiák, amelyek érdemben képesek emelni a vállalati termelékenységet. A felsorolt technológiák terén Csehország jól áll.

Kiemelendő, hogy az e-kereskedelem adja a KKV-k teljes árbevételének ötödét, és ezzel a második legnagyobb értékkel rendelkeznek az EU-ban (Eurostat 2020). A KKV-k 28 százaléka használja az online kereskedelmet, mely elősegíti az exporttevékenységet is. A magas digitális intenzitással rendelkező cseh KKV-k aránya kimagasló, mely egyfajta húzóerőt biztosít a többi vállalat számára is. A helyzetet árnyalja, hogy a big data és felhőalapú-számítástechnika használata még nem elterjedt, ami a vállalatok 8 és 16 százalékára jellemző, és ez az EU-átlag alatt van, azonban ezt a jövőben állami stratégiai programokkal változtatni szeretnék.⁸ Utóbbira nagy szüksége lenne Csehországnak, mivel hiány van digitális szakemberekből, és csupán ez 11 milliárd euro veszteséget jelenthetett a cseh vállalatoknak 2019-ben⁹.

⁸ A 2020–2027-es időszakra előirányzott cseh digitális stratégiára 361 millió eurót szánának, mely támogatná a high-tech- startupokat, infrastrukturális fejlesztéseket és mesterséges intelligencia alapú digitális szolgáltatásokat, innovatív megoldások alkalmazását és a digitális képzést.

⁹ PwC (2019): *Central and Eastern Europe Private Business Survey 2019*. <https://www.pwc.com/gx/en/entrepreneurial-and-private-companies/emea-private-business-survey/cee-epbs-report.pdf> és https://blog.pwc.cz/pwc_ceska_republika_news/2019/07/nedostatek-zam%C4%9Bstnanc%C5%AF-bude-%C4%8Desk%C3%A9-soukrom%C3%A9-firmy-letos-st%C3%A1t-p%C5%99es-280-miliard-.html. Letöltés ideje: 2021. augusztus 30.

10. ábra
A digitális gazdaság és társadalom fejlettségét mérő mutató (DESI) pillérei az EU-átlaghoz viszonyítva (2019)



4. Összefoglalás és konklúzió

Szakmai cikkünkben azt vizsgáltuk meg, hogy a cseh gazdaság 1990-es évek közepe óta tartó töretlen felzárkózása mögött milyen strukturális és történelmi tényezők húzódnak meg. A rendszerváltás után a cseh gazdaság munkaerőpiaci átmenete jobban sikerült (részben a kedvezőbb privatizációs formának köszönhetően), aminek következtében Csehország – relatíve magasabb fejlettsége ellenére is – legalább olyan gyors növekedést produkált, mint a többi volt szocialista ország. Az elmúlt 20 év tekintetében a növekedés forrása – párhuzamosan a munkaerőpiac feszesedésével és a beruházások szerkezetének kedvezővé válásával – a hatékonyságjavulás volt. Makrofinanszírozási szempontból kedvező alapfeltételeket teremtett a növekedéshez az, hogy a cseh állam (történelmi hagyományait követve) prudensen gazdálkodott, az államadósság többsége belföldi szereplők kezében volt, továbbá hogy a stabil ipari bázis megfelelő támaszt tudott nyújtani a folyó fizetési mérlegnek.

A cseh gazdaságot strukturális adottságai is segítik a további növekedésben. A kulcsgazdaságokban a hazai tulajdon aránya magasabb, mint a visegrádi régió többi országában (kivéve bankszektor), amely a cseh termelési hálózatok minőségének megtartásában játszhat szerepet, valamint segíti az országot abban, hogy közel 5 milliárd euro hozzáadott érték keletkezzen a külföldön működő cseh vállalatoknál (a magyar cégek 2,2 milliárd eurót termelnek külföldön). Innovációs oldalról a K+F-ráfordítások területileg egyenlőbb eloszlása, a kutatói bérek relatíve magas szintje és a belső források aránya támogatják a cseh gazdasági növekedést. A 21. század kihívásaira jól válaszoltak a cseh vállalatok azzal, hogy az online értékesítési platformokat viszonylag hamar adaptálták. Egy felmérés szerint továbbá a cseh KKV-k 91 százaléka vezetett be fenntarthatósági intézkedést, ami jóval kedvezőbb a 77 százalékos magyar aránynál (EB 2020). Mindezek következtében véleményünk szerint joggal ítéljük meg úgy, hogy a cseh növekedés stabil lábakon áll, és más volt szocialista országok számára is számos tanulsággal szolgál.

Felhasznált irodalom

Balogh Eszter – Boldizsár Anna – Gerlaci Bence – Kóczyán Balázs (2018): *A GDP és GNI közötti eltérés hazai és régiós alakulása*. Hitelintézeti Szemle, 17(3): 57–84. <http://doi.org/10.25201/HSZ.17.3.5784>

EB (2020): Európai Bizottság: *Flash Eurobarometer 486: SMEs, start-ups, scale-ups and entrepreneurship*. https://data.europa.eu/data/datasets/s2244_486_eng?locale=en

Eurostat (2020): *Digital Economy and Society Index (DESI) 2020 Czechia*. https://ec.europa.eu/newsroom/dae/document.cfm?doc_id=66910

MNB (2021): *Versenyképességi jelentés 2021*. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/versenyke-pesse-gi-jelente-s-hun-2021-1018.pdf>

Solimano, A. (1991): *The Economies of Central and Eastern Europe: An Historical and International Perspective*. Megjelent: Corbo, V. – Coricelli, F. – Bossak, J. (szerk.): *Reforming Central and Eastern European Economies*. World Bank, Washington D.C, USA. <https://documents1.worldbank.org/curated/en/512561468771618339/pdf/multi-page.pdf>

Tóth Máté – Baksay Gergely – Bilek Péter – Czakó Veronika – Gáspár Pál – Orbán Gábor (2003): *A privatizáció összehasonlító elemzése*. ICEG Európai Központ, Budapest. http://iceg-rec-memo.hu/hun/kutatasi_projektek/privatization.pdf

A magyar biztosítási piac helyzete és finanszírozó képessége*

G. Szabó András – Nagy Koppány

A cikk bemutatja a biztosítási szektor méretét, és kitér a közelmúlt folyamataira, illetve a szabályozásban történt változásokra. Röviden ismerteti a 2020-as koronavírus-járvány biztosítási szektorra gyakorolt hatásait, és ezzel együtt a jövőbe tekintve – a Magyar Nemzeti Bank (MNB) korábbi publikációjának megfelelően – további növekedési lehetőségeket vázol fel. Rámutat a biztosítói befektetésekből rejlő államadósság- és gazdaságfinanszírozó lehetőségekre is.

1. Bevezetés

A biztosítások elsődleges célja a mindennapok során a kockázatot jelentő események elleni felkészülés a többi ügyféllel alkotott kockázatközösségben. Ezen pénzügyi termékek döntő részben egyéni szinten kötődnek, így meghatározó öngondoskodási formaként lehet rájuk tekinteni. A kár- és szolgáltatáskifizetések mérséklük az elszenvedett veszteséget, illetve megtakarítási célú életbiztosítások esetében hozzájárulnak az életpálya-jövedelem átcsoportosításához.

A biztosítási eseményeket követő kifizetések egyéni szinten stabilizálják a gazdaság alakulását, kiszámíthatóbbá téve működését. A szektor relatív méretével párhuzamosan nőhet annak stabilizáló hatása, tehát a nagyobb biztosítási penetráció fokozhatja a biztosítási piacnak a teljes gazdaságra gyakorolt pozitív hatását. A szektor jelentőségét növeli, hogy kisösszegű, rendszeres, főként lakossági befizetések folynak be a megtakarítási célú életbiztosításokba, többségükben nem más befektetési eszközöktől vonva el forrást, így növelik a megtakarítási rátát. Az így felgyülemlett ügyfélvagyontöbbletfinanszírozási forrásként szolgálhat az állami és a magánszektor számára egyaránt.

2. A biztosítási piac mérete

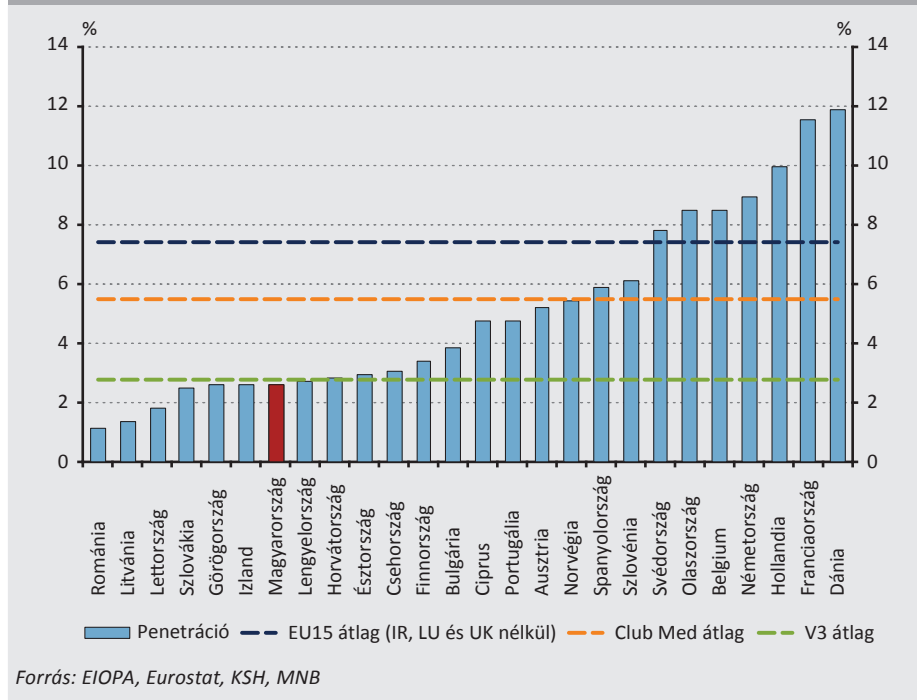
A hazai biztosítási piac gazdasági jelentőségének egyik mérőszáma a szektor bevételeinek a bruttó hazai össztermékhez (GDP) mért aránya – azaz penetrációja. A biztosító részvénytársaságok és nagyegyesületek bruttó díjbevételeinek GDP-hez

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

G. Szabó András a Magyar Nemzeti Bank vezető elemzője. E-mail: szaboandr@mnk.hu
Nagy Koppány a Magyar Nemzeti Bank igazgatója. E-mail: nagykoppany@mnk.hu

viszonyított aránya 2020-ban 2,5 százalék volt (1. ábra). Magyarország így az európai országok alsó harmadába tartozott, ahol a régiós országok közül magasabb a lengyel (2,7 százalék), illetve a cseh adat (3,0 százalék). Utóbbiak miatt a másik három visegrádi ország átlagos penetrációja (2,7 százalék) is meghaladta a hazai szintet. A többi, nálunk fejlettebb gazdaságokból álló országcsoport, mint a Club Med (Görögország, Olaszország, Portugália és Spanyolország) és az EU15, a visegrádi országoknál magasabb értékkel rendelkeztek (5,3 és 7,3 százalék).

1. ábra
Az európai országok penetrációja 2020-ban



A hasonló gazdasági fejlettségű országokhoz képest is alacsony a hazai penetráció mértéke, ami már önmagában a biztosítási piac bővülési lehetőségeire utal. A 2008-as gazdasági válság előtti időszakban folyamatos emelkedés jellemezte a mutatót, és 2007-ben el is érte a 3,6 százalékos historikus csúcst. A válság negatív hatásai miatt csökkent a biztosítási szektor szolgáltatásai iránti kereslet, és a krízis az ügyfelek egy részét az életbiztosításokban felhalmozott megtakarításának kivételére kényszerítette. Ennél kisebb hatással, de ugyancsak a megtakarításokat csökkentette a devizahitelek kedvezményes végtörlesztése 2011–2012 folyamán.

A biztosítási piac tartós felívelése jelentős mértékben függ a makrogazdasági környezettől. Egyrészt a nem-életbiztosítások esetében – pl.: kötelező gépjármű-felelősségbiztosítás (KGFB), lakásbiztosítás – szükséges a biztosítandó vagyontárgy megléte, tehát a társadalom vagyonának bővülése. Másrészt az életbiztosítások oldaláról a szektorba beáramló megtakarítások jelentik a növekedés forrását, amelyre megfelelően magas jövedelemszint mellett kerülhet sor. Végül, mivel a biztosítások jelenleg nem tartoznak a társadalom alapvető igényeihez (alacsony ugyanis az életbiztosítási lefedettség), csak tartósan emelkedő gazdasági teljesítmény mellett, némileg késleltetve valósulhat meg a biztosítások iránti kereslet növekedése.

A fentiek nyomán a 2010-től fokozatosan fellendülő, majd 2013-tól stabilizálódó gazdasági folyamatok hatása csak évekkel később (2016-tól) jelent meg látványosabban a biztosítók díjbevételében. Emellett a nem-élet ág bővülését jelentősen befolyásolta a KGFB-díjak alakulása. A 2007-et követően elindult csökkenést egyrészt a díjak kalkulációját alapvetően meghatározó kárkifizetések mérséklődése okozta, másrészt pedig a digitális összehasonlító oldalak használatának elterjedése, ami fokozta az árversenyt a biztosítók termékei között, és lenyomta a termékek díjait. A KGFB-piac kombinált mutatója¹ 2013-ban érte el a historikus csúcspontját, és így akkor lett a termék szektorszintű vesztesége a legmagasabb. A biztosítók veszteségeik konszolidálása érdekében és a kárkifizetések ismét elinduló emelkedése miatt elkezdték emelni a KGFB-termékeik díját. Az üzletág szektorszintű konszolidációja 2016-ban valósult meg, amikor a beszedett díjak ismét meghaladták a költségek és a kárkifizetések összegét. Ettől fogva a KGFB-díjbevétel jelentős hajtóerejét képezi a nem-élet ágban, és egyúttal a teljes biztosítási szektornak. Mindehhez a 2019. január 1-jétől ezen termékkategóriára is kiterjesztett biztosítási adó díjakba történő beépítése is hozzájárult az utóbbi 2 évben. Továbbá a KGFB-üzletág bővülését érdemben segítette a biztosított járműállomány növekedése: az elmúlt 5 évben közel ötödével (1 millió darabbal) emelkedett szektorszinten a szerződések száma.²

A KGFB-piac kárhányadának kedvezőtlen változásai mögött a biztosítók versengő, alacsony díjai álltak, amelyek egyes intézményeknél a piac teljes ismeretének hiánya miatt a szükségesnél alacsonyabb árazáshoz vezettek. Az MNB által 2018-ban létrehozott és azóta működtetett, tételes kötelező gépjármű-felelősségbiztosítási szerződés- és káradatbázis (KKTA) a KGFB-piac valamennyi intézménye számára támogatást jelent biztosításaik prudens árazásához. Emellett a KKTA-ban tárolt granuláris adatok a korábbiaknál mélyebb felületei elemzésekre adnak lehetőséget a teljes piacra nézve, a szerződésekre és a károkozókra vonatkozóan területi (irányítószámokénti) adatokkal ellátva.

¹ Az adott termék költségének és kárkifizetésének összege arányosítva annak megszolgált díjával.

² MNB (2021): *Biztosítási, pénztári, tőkepiaci kockázati és fogyasztóvédelmi jelentés*. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/kockazati-jelentes-2021-hun-0621.pdf>

Fogyasztói oldalról is érezhető volt a kellő informáltság hiánya a KGFB-piacon. Az MNB által 2021-ben kidolgozott és közzétett KGFB-index az átlagos ügyfél számára is lehetővé teszi a díjszintek alakulásának nyomon követését. Ezenfelül a becsült átlagkárváltozás és az adó figyelembevételével képes szemléltetni, hogy a károk és adó változását kiszűrve miként változott az átlagdíj. A KGFB-index a közvélemény számára a KKTA-ból származó adatoknak köszönhetően tud átfogó képet adni a piacról, mert nemcsak a biztosítót váltók állományát fedi le, hanem a maradó szerződéseket és az új belépőket is.

Az MNB a fogyasztóbarát pénzügyi termékek palettájának bővítésével 2019-ben meghirdette a pályázható Minősített Fogyasztóbarát Otthonbiztosítás (MFO) minősítést. Az MNB a nem-élet ág másik nagy termékcsoportját, a lakásbiztosításokat célzó MFO-val a termékek tartalmának egységesítését és színvonalának emelését tűzte ki célul. A 2020-ban lezajlott biztosítói termékfejlesztések, majd a pályázataik leadását követően az ügyfelek számára már 2021-ben elérhetővé váltak az MFO minősítésű lakásbiztosítások. A standardizált tartalommal lehetőség nyílik a nagyobb verseny és a megnövekedett átláthatóság okán az ügyfélbizalom erősödésére.

Az életbiztosítási oldalon, elsősorban a megtakarítási célú életbiztosítások jelentősége miatt, szintén a 2013-tól stabilizálódó gazdasági növekedés hozta meg ismét a tartós bővülést. Ehhez jelentős mértékben hozzájárult a 2014 után megkötött nyugdíjbiztosítások szja-kedvezményének bevezetése. A nyugdíjbiztosítás a többi megtakarítási célú életbiztosítással együtt a hosszú távú öngondoskodást célzó termékek közé tartozik, ezért a megfelelő gazdasági környezet mellett elengedhetetlen a bizalom kialakítása és fenntartása.

Az ügyfélbizalom kialakítása és a korábban tapasztalt félreértékesítések elkerülése érdekében az MNB a jogalkotóval és a piac szereplőivel együttműködve megalkotta az etikus életbiztosítási szabályozást.³ A megtakarítási elemmel is rendelkező életbiztosítások szabályozásának elsődleges célja volt az átláthatóság és az összehasonlíthatóság növelése fair ár-érték arány mellett. Az előbbiek eléréséhez kiemelten hozzájárult a biztosítási szakma által korábban már használt, majd az MNB által rendelet szintjén meghatározott teljes költségmutató (TKM), mely egyrészt segíti az egyes termékek összehasonlíthatóságát, másrészt pedig az MNB unit-linked (8/2016. sz.) ajánlásában meghatározott TKM-limitek lehetőséget adtak az MNB által elfogadható költségszint irányába történő elmozduláshoz.

Az etikus életbiztosítási szabályozás az ügyfélbizalom erősítésével hosszú távon stabil állomány kialakítását teszi lehetővé, ami a szektor működését, jövedelmezőségét

³ Mátyás Miklós Dániel – Nagy Koppány – Szajkó Katalin – Szekeres Dávid – Szegedi Máté (2016): *Etikus életbiztosítás: evolúció vagy revolúció – Az etikus életbiztosítási szabályozás előzményei, elemei, hatása, nemzetközi párhuzamok*. Biztosítás és Kockázat 3(4): 12–37. <https://mabisz.hu/wp-content/uploads/2018/08/biztositas-es-kockazat-3-efv-4-szam.pdf>

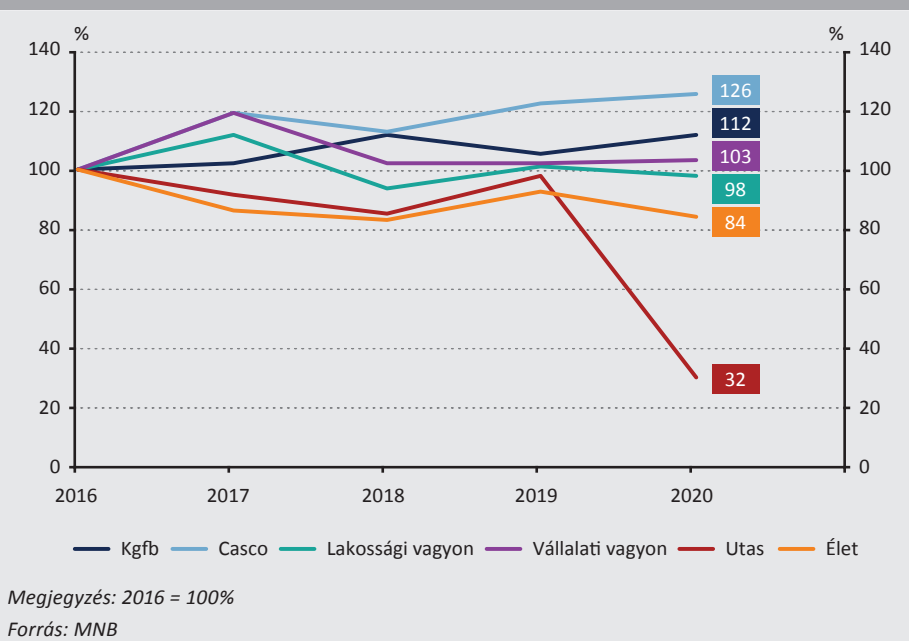
a korábbiakhoz képest tervezhetőbbé teszi. A 2017. január 1-jétől teljessé váló szabályozási keret nem okozott jelentős visszaesést az életbiztosítások értékesítésében, ugyanakkor a célok teljesültek, illetve az irányukba történő elmozdulás tapasztalható. A szerzési jutalékok mértéke a bevezetett új szabályoknak megfelelően csökkent, így a speratív (fenntartási) jutalékok hangsúlyosabbá váltak, ami az értékesítőket az állomány tartósságának megőrzésére ösztönzi. Az érintett termékek esetében a unit-linked ajánlásban meghatározott TKM-limiteknek megfelelően csökkent a költség szintjük, és ezzel együtt mérséklődtek a vagyonkezelés közvetlen és közvetett költségei is. A unit-linked életbiztosításokhoz kapcsolódó nettó pénzáramok lejárat szerkezetének átlagideje megnőtt, hangsúlyosabbá váltak a távolabbi időszakok, ami közvetve utal a stabil, hosszú távon is megmaradó szerződésállomány kiépülésére.

3. Növekedés a koronavírus-járvány után

A koronavírus-járvány hatásait ellensúlyozó gazdasági intézkedések érdemben befolyásolták a biztosítási szektor gazdasági környezetét. A korábbi években (2016–2019) látott átlagos növekedési dinamika 9,0 százalék volt, amely a kedvezőtlen környezet hatására 2020-ban 4,7 százalékra lassult. Ha 2019-től a KGFB-biztosítási adó beépítésétől megtisztítva vizsgáljuk az idősort, akkor 7,8, illetve 3,7 százalékos növekedés számolható ugyanezen időszakokra.

A biztosítói szaporulat szerződésszámának alakulása alapján a termékek döntő többségének értékesítésében azonban nem látható érdemi csökkenés 2020-ban. Az életbiztosítások iránti keresletre hatott némileg a járvány. A haláleseti életbiztosítások szaporulat darabszáma némileg emelkedett, miközben a megtakarítási célú szerződéseké csökkent. Ugyanakkor a nem-életbiztosítások között – egy termék kivételével – a normális piacmenet folytatódását tapasztalhattuk. Egyedül az utasbiztosítások esetében látható érdemi visszaesés, mivel a kijárási korlátozások és az országhatárok átjárhatóságát korlátozó intézkedések miatt jelentősen visszaesett a termék iránti kereslet (2. ábra).

2. ábra
A szaporulat szerződésszáma



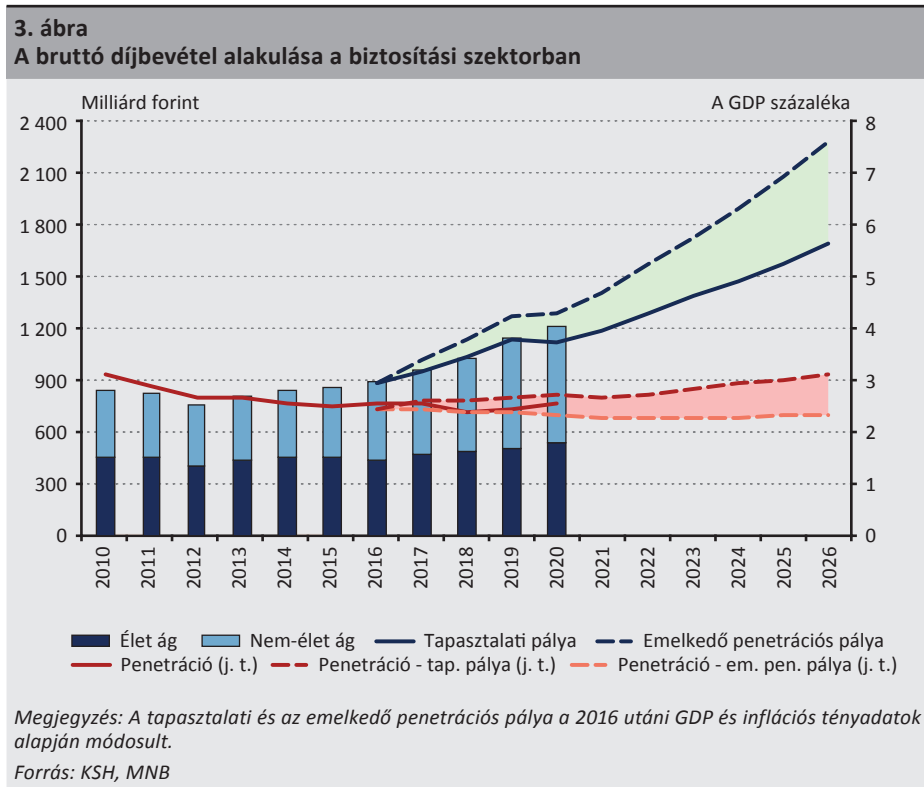
A 2008-as gazdasági válság utáni időszakot jellemző díjbevétel-csökkenés elmaradását több, az akkori válságtól eltérő körülmény segítette 2020-ban. A foglalkoztatottak száma valószínűleg magas tudott maradni a megtakarítási célú biztosítással rendelkező ügyfelek között, így továbbra is tudták fizetni a biztosítások díjait, még ha összességében az új szerzések száma mérséklődött is az előző évhez képest. Emellett a korábbi válságot jellemző hitelezési válság nem volt jelen, illetve lehetőség nyílt a hitelezési moratóriumra, ami szintén hozzájárult ahhoz, hogy az ügyfelek ne vegyék ki az életbiztosításokban felhalmozott, hosszú távú céllal elhelyezett megtakarításaikat. Az országhatárok megnyitását követően az utasbiztosítási üzletág ismét növekedni kezdhet, enyhítve a koronavírus-járvány hatását, és a biztosítási szektor 2016 után elkezdődött növekedése folytatódhat.

Az MNB a biztosítási (és részben az önkéntes nyugdíjpénztári) szektorral kapcsolatosan 2018-ban egy jövőképet publikált „A biztosítási szektor 10 éves jövőképe 7 pontban” címmel.⁴ A kiadványban a jegybank az érett piacokhoz történő felzárkózáshoz szükséges trendeket és elvárásként megfogalmazott célokat rögzítette 2016. évi indulóponttal. Az MNB egyebek közt a díjbevétel lehetséges alakulásáról több pályát is felvázolt, amelyek a biztosítási szektor bővülésének lehetséges dinamikáit

⁴ MNB (2018): *A biztosítási szektor 10 éves jövőképe 7 pontban – öngondoskodási kitekintéssel*. Magyar Nemzeti Bank. <https://www.mnb.hu/letoltes/biztosasi-ta-si-sektor-jo-vo-je-pst-online.pdf>

mutatták be. Ezek közül kettőnek van relevanciája az elmúlt évek növekedésének fényében: a tapasztalati pályának és az emelkedő penetrációs pályának (3. ábra).

A tapasztalati pálya a korábbi időszak alapján a GDP bővülésétől némileg elmaradó sektorszintű növekedést vetített előre. A biztosítók díjbevételének alakulása követte ezt a növekedést 2019-ig, majd 2020-ban pozitív irányban szakadt el tőle, ami a koronavírus-járvány miatt hozott intézkedések okozta GDP-csökkenésnek tudható be. A következő évtől számítva kb. 5–6 év múlva – amennyiben a biztosítási piac növekedése visszatér ennek a pályának a közelébe – a piac mérete egyharmaddal lehet nagyobb a jelenleginél.



Az emelkedő penetrációs pálya a fentebb említett 3 százalékos penetrációs célt jelölte ki 2026-ra a szektor számára, amely a GDP-növekedést meghaladó bővüléssel számol. Emiatt a 2020-as gazdasági csökkenés közelebb juttatta a sektort a célérték eléréséhez, azonban hosszú távon a piaci bővülést elősegítő lépésekre lesz szükség. A kitűzött penetrációs szint egyrészt visszatérés lenne a korábban (legutóbb 2010-ben) már teljesült állapothoz, másrészt ezzel Magyarország a régiós országok élére kerülne. Ehhez a biztosítási szektor díjbevételének a jelenlegi 1204 milliárd

Ft-ról 2026-ra megközelítőleg további 1000 milliárd Ft-tal kellene bővülnie, amivel meghaladná Csehország 2020. évi penetrációs értékét.

A 2016-2020 közötti növekedés elsősorban a nem-élet ágak volt köszönhető, és Magyarország folytatódó gazdasági felzárkózása esetén ez a trend a következő néhány évben még fennmaradhat. E mögött az áll, hogy a fogyasztási célú igények eddig döntően elsőbbséget élveztek az öngondoskodással szemben, így a megvásárolt vagyontárgyakhoz (pl. lakások, járművek stb.) kapcsolódó biztosításokra mutatkozott kereslet. Hosszabb időtávon azonban a vagyoni igények fokozatos telítődésével és az etikus életbiztosítási szabályozás hatására megerősödő bizalom, valamint a demográfiai helyzet romlása nyomán fokozódó öngondoskodási szükséglet miatt az életbiztosítások jelenthetik a fő hajtóerőt a piac bővüléséhez.

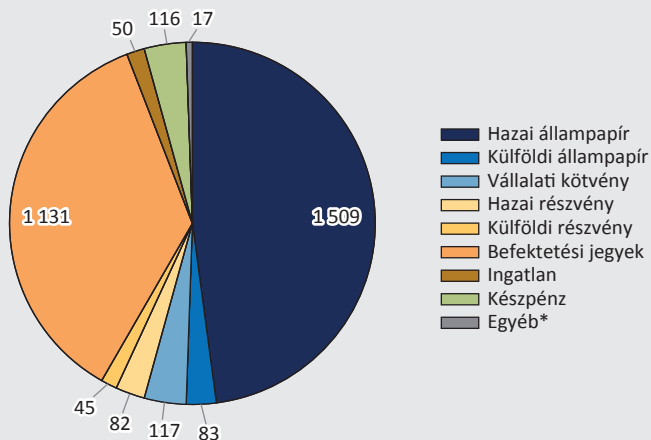
4. Befektetések

A biztosítók befektetési tevékenységének egyik társadalmilag hasznos sajátossága, hogy a lakossági kis összegű rendszeres megtakarításokat képes kumulálni és jelentős összegű befektethető vagyontömeggé konvertálni. Az élet ági díjbevétel erősödésével tovább nőhetnek az életbiztosítás-technikai tartalékok, amelyek mögött az ügyfélvagyon részét képező eszközök is jelen vannak. Ha a fentebb említett tényezők segítik a megtakarítások felfutását, akkor a gazdaság működtetése számára jelentős források válhatnak elérhetővé. A tartalékokon túl a biztosítók befektetik a szavatoló tőkájüket is (amely a 2016-os Szolvencia II-re történt átállás óta az MNB által ajánlott 150 százalékos tőkeszint felett alakul a piaci szereplők döntő többségénél), így az a gazdaság számára szintén forrásként szolgálhat.

Solvencia II szerinti értéken a biztosítói eszközállomány 2020-ban 3150 milliárd Ft volt, amelyből 48 százalékot közvetlenül magyar állampapírba fektettek az intézmények (4. ábra). A befektetési jegyek mögöttes eszközösszetételét figyelembe véve ez az arány 52 százalék, összesen 1650 milliárd Ft, ami Magyarország forintban denominált adósságának 5,7 százaléka volt. A jelentős, hazai fizetőeszközű állampapír-állomány elsősorban a nem unit-linked állomány mögötti eszközök részét képezi.

4. ábra

A biztosítók befektetéseinek eszközösszetétele 2020-ban (Mrd Ft)



Megjegyzés: Az eszköztértek a Szolvencia II szerint készített adatszolgáltatásból származnak. * Egyéb kategória: jelzáloghitel, strukturált termékek, határidős megállapodások, swapok, opciók, derivatívák, hitelek, alapok alapjai.

Forrás: MNB

A biztosítók egyrészt a biztos hozamú, likvid fizetőeszközöket részesítik előnyben, amelyekkel megbízhatóan tervezhetik a jövőben várt pénzáramaikat, másrészt a forint denomináció előnye a devizakockázat kiküszöbölése (a várható kifizetésekkel azonos pénznemben történő befektetés), amely esetre a Szolvencia II szabályrendszer alacsonyabb szavatolótké-szükségletet határoz meg. Ezeket a szempontokat egyedül az elmúlt években tapasztalt alacsony hozamkörnyezet írhatta volna felül, azonban a forint hozamgörbe nem csökkent le olyan mértékben, hogy a biztosítóknak megérte volna magasabb hozamú, de kockázatosabb eszközökbe átcsoportosítani a befektetéseiket. A magyar állampapír fenti két, számukra kedvező tulajdonsága miatt a biztosítók várhatóan a jövőben is azok stabil vásárlói lesznek, így biztos forrását adhatják a magyar államadósság finanszírozásának.

A biztosítási szektor további előnye, hogy az életbiztosítások pénzáramainak lejárat szerkezete 20 éven túlra nyúlik, ami érdekeltté teheti az intézményeket a hosszú lejáratú (akár 20 éves) állampapírok vásárlásában is. Jelenleg a 2041/A és a 2038/A elnevezésű állampapírok állományának összesen 18 százaléka van a biztosítók befektetéseinek között. A nyugdíjbiztosítások további felfutásával és általában az életbiztosítások megmaradásának javulásával további adósságfinanszírozó szerepet is betölthetnek az intézmények.

A közvetlen befektetések közül a második legnagyobb csoportot a befektetési jegyek képezik, amelyek a biztosítók eszközeinek 36 százalékát tették ki 2020-ban. Ez az

eszközkegória szinte teljes egészében a unit-linked életbiztosítások tartalékainak fedezetül szolgál. A befektetési jegyek mögött 54 százalékban részvények állnak, amelyek mutatják, hogy az ügyfelek a magasabb hozamlehetőségek érdekében az intézményeknél nagyobb arányban részesítik előnyben a kockázatosabb befektetési formákat.

A befektetési jegyek gazdaságot támogató jellege árnyaltabb az állampapíroknál, mivel azok 63 százalékban külföldi háttérű eszközöket takarnak. Ez azt jelenti, hogy a biztosítók eszközein belüli közvetlen és közvetett befektetések összességében egynegyed részben külföldi gazdaságokat finanszíroznak, ugyanakkor háromnegyed részben a hazai gazdaságot látják el forrással. Magyarország gazdasági felzárkózásával (azon belül a vállalati szektor bővülésével) párhuzamosan azonban javulhat a hazai befektetési arány, így a biztosítók hosszú távon a magyar tőzsde és gazdaságpolitika természetes szövetségesei lehetnek.

5. Összefoglalás

A magyar biztosítási szektor relatív méretét tekintve a gazdaság 2,5 százalékát fedi le, amely a hasonló fejlettségű országok tekintetében alacsonynak tekinthető. Az alacsony penetrációs szint a 2008-as válságnak és az azt követő gazdasági nehézségeknek tudható be. Ugyanakkor a gazdasági fellendüléssel javult a szektor díjbevétele, és a pozitív tendenciát a 2020-ban kibontakozó koronavírus-járvány miatti gazdasági lassulás sem törte meg, csak enyhén lassította. A biztosítók állománya a kedvezőtlen körülmények ellenére is tartósnak bizonyult. Mindezt az MNB intézkedései is támogatták, amelyek a jövőben tovább erősíthetik az ügyfelek bizalmát a szektor iránt. Jó esély van arra, hogy a magyar gazdasági teljesítmény alakulásával párhuzamosan bővüljön a szektor bevétele, és a biztosítási penetráció ismét a korábbi időszakokra jellemző 3 százalék fölé kerüljön 2026-ra. Az életbiztosítási díjbevételel összhangban növekedhet a tartalékokban felhalmozott ügyfélvagyon. A biztosítók befektetett eszközeinek jelentős része már most is része az államadósság finanszírozásának, és aránylag nagy hányadot képvisel a hosszú távú államadósság forrásellátásán belül. Hosszú távon a biztosítási szektor nemcsak növekvő súlyú szereplőjévé válhat a gazdaságnak, hanem segítheti a gazdaságpolitikai célok megvalósítását és a hazai tőzsde finanszírozását is úgy, hogy a lakossági kisösszegű, rendszeres megtakarításokat konvertálja jelentős összegű befektethető vagyontömeggé.

Urbanisztika közgazdasági megközelítésben*

Salamın Géza

Edward Glaeser:

A város diadala – Hogyan tesz legnagyobb találmányunk gazdagabbá, okosabbá, környezetkímélőbbé, egészségesebbé és boldogabbá?

Pallas Athéné Könyvkiadó, Budapest, 2020, p. 428

ISBN: 978-615-5884-97-9

A városok fejlődésfolyamataival, tervezésével és fejlesztésével kapcsolatos kérdések sokáig messze álltak a közgazdaságtan tudományának főáramától. Noha a hatvanas évek elejétől aktivizálódó regionális gazdaságtan tudományterülete, majd azon belül az ún. városgazdaságtan (vö. *Mills 1987; McCann 2001*) fokozatosan bevonta a térbeli dimenziót a közgazdasági gondolkodásba, a városok és városrégiók szerepe a gazdasági növekedésben csak a kétezres évektől értékelődött fel látványosan, szorosan kapcsolódva *Krugman (2003)* új gazdaságföldrajzot és *Porter (2008)* régiók közötti versenyt és versenyképességet bevezető munkásságához. Bár a városok jelentősége a gazdasági fejlődésben megkérdőjelezhetetlennek tekinthető, a városfejlődés, városfejlesztés tágabb társadalmi, környezeti, kormányzási és térszerkezeti összefüggéseit vizsgáló – vagyis a közgazdaságtan fogalomkészletén túlmutató – urbanisztikai értelmezése az elmúlt másfél évtizedben kap csak jelentősebb figyelmet közgazdasági oldalról.

Edward Glaeser „A város diadala – Hogyan tesz legnagyobb találmányunk gazdagabbá, okosabbá, környezetkímélőbbé, egészségesebbé és boldogabbá?” című, nagy sikerű könyvében olyannyira a városfejlődés, a városfejlesztés, sőt a várostervezés tágabb összefüggésrendszerével foglalkozik, hogy azt is mondhatjuk, munkájával egyfajta közgazdasági urbanisztikát vezetett be a szélesebb nemzetközi gondolkodásba. A nagy sikert befutott könyv először 2011-ben jelent meg a The Penguin Press gondozásában. Magyarul a Pallas Athéné Könyvkiadó adta ki 2020-ban. Edward Glaeser (1967-) a Harvard Egyetem nemzetközi ismertségű közgazdász professzora, aki pályafutását már régebb óta a városi folyamatok, a városi gazdaság kutatásának szentelte. Jelentős figyelmet kapott munkái jelentek meg a városi szegregáció, városi bűnözés és az ingatlanpiac kapcsolatáról, leggyakrabban hivatkozott műve pedig

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

Salamın Géza a Magyar Urbanisztikai Társaság elnöke, a Budapesti Corvinus Egyetem egyetemi docense. E-mail: president@mut.hu

a fogyasztásra specializált városokról szól (*Glaeser 2000; 2001*), míg legújabban egyre inkább az innováció, a klaszterek összefüggéseit vizsgálja városi kontextusban (*Glaeser et al. 2012*).

A szerző már a könyv kissé provokatív alcímével is világossá teszi, hogy a városok gazdasági jelentőségének megítélése kapcsán nem kíván elfogulatlan lenni, s a kötet valóban sok részében ellentmond a leginkább közvélekedésnek tekinthető álláspontoknak. A várost az emberi civilizáció legnagyobb „találmányának” tartja, amely a társadalom számtalan kihívására választ ad, és ami megfogalmazása szerint voltaképpen felnagyítja az emberiség erősségeit. A kötet egyszerre tudományos és ismeretterjesztő karakterű. Ahogyan az a kötet rendkívül gazdag jegyzeteiben is nyomon követhető, a munka a szerző széleskörű tudományos munkásságán alapul, mégis olvasmányos formában van megírva. A történetekkel, konkrét városok eseteivel színesített mondandó szélesebb közönség számára is közel hozza a városfejlődés különböző formáinak gazdasági összefüggéseit és következményeit.

Glaeser könyve elején világossá teszi nézőpontját arról, hogy miben áll a városok gazdasági jelentősége. Eszerint a városok a magas népsűrűségből adódó sűrűbb interakciók révén az új gondolatok kialakulásának lehetőségét, az innováció lehetőségét hordozzák; gyűjtő-elosztó (HUB) szerepük van, amelyben közlekedési rendszerek csomópontképző és városformáló szerepe a meghatározó; a termelékenység és ezzel a magasabb jövedelemtermelés képességét hordozzák. A városok jelentőségét jól jelzi, hogy a gazdasági növekedés és az urbanizáció mértéke nemzetközi mintákon elemezve erőteljesen korrelál. Általánosságban, ha egy országban 10 százalékkal nő a városlakók aránya, akkor ugyanezen időszak alatt az egy főre jutó kibocsátás 30 százalékkal bővül.

A bevezetés és a konklúziók fejezetein kívül kilenc részre tagolódik a könyv, melynek mindegyikét egy-egy figyelemfelhívó kérdésként megformált cím jelöl. A fejezetek a városokkal foglalkozó társadalomtudományi munkák által is elemzett, ismert városi problémaköröket járják körbe, azonban jellemzően a megszokottól eltérő módon, néhol már-már provokatívan pozitív megközelítésben. A könyv fő témakörei közt a városi tudástermelés és innováció, a városi hanyatlás, a nyomornegyedek és a bérháznegyedek kérdése, a városi mérethatékonyság és fogyasztás, a városok vertikálisan növekvő beépítése (pl. felhőkarcolókkal), a városok térbeli szétterülése (urban sprawl), a környezetterhelés és a városi siker, illetve az okos városok említendőek.

A városok mindenekelőtt a tudás fókuszpontjaiként jelennek meg. Az ókori Athéntól kezdődően mindig is a városok tudták a leghatékonyabban közvetíteni a tudást a civilizációk között, a városi közelség lehetővé teszi a kultúrák összekapcsolódását. Ma a nagyvárosok, azok kellően koncentrált belső területei adnak ideális közeget az új tudásnak, a tudás megosztásának és cseréjének, ezzel együtt az innovációnak. A szerző az indiai Bangalore példáját mutatja be, ahol egy magas színvonalú egyetem, kellemes kulturális közeg és a vonzó klíma, valamint egy nemzetközi vállalat

jelenléte járul hozzá ahhoz, hogy a város az indiai tehetségeket összekösse az amerikai piacokkal. A humán tőke a fizikai infrastruktúrájánál sokkal jobb magyarázatot ad a városok valós sikerére. Az USA várostérségeit vizsgáló számításai alapján a szerző szerint, ha valamely terület egyetemi diplomával rendelkező felnőtt népessége 10 százalékos növekedést mutat 1980-ban, abból a következő húsz évben az egy főre jutó bruttó városi termék 22 százalékos növekedése következik. Érthető módon a könyv konklúzióiban megjelenő javaslatok között kiemelt helyet kap a humán tőke fejlesztése mint az egyik legfőbb városfejlesztési teendő. A városok igazi sikerének kulcsa a tehetségek vonzására való képességben rejlik, amelyre jó példaként Szingapúrt hozza fel.

Glaeser több témakör kapcsán is amellet érvel, hogy a közvélekedésben városi problémaként számontartott jelenségek valójában nem az urbanizáció negatív mellékhatásai, hanem kifejezetten olyan pozitívumok, amelyek társadalmi-gazdasági megoldásokat jelentenek a különböző kihívásokra. A szerző például kifejti és bemutatja, hogy a városi szegénység jelenléte önmagában valójában nem valami rossz, hanem egy lényeges társadalmi funkciót jelez. A város ugyanis azért vonzza a szegénységet, mert a felemelkedés lehetőségét hordozza, vagyis a társadalmi mobilitás jele a szegénység jelenléte.

Glaeser külön hangsúlyt ad annak, hogy a városok nem csupán a termelés, produktivitás és az alkotás tereit jelentik, de a fogyasztás központjaivá is váltak, és ebből az is következik, hogy – megfogalmazása szerint – a boldogság (a szórakozás) legfontosabb terei is egyben. A jólét növekedésével együtt az emberek anyagi lehetőségeik emelkedésével egyre inkább életstílusok, fogyasztási-rekreációs igényeik szerint választanak lakóhelyet, életteret.

A városok környezeti kihívásaival kapcsolatos, szintén meglehetősen provokatív álláspontot mutat be a könyv. A természetközeli zöld környezethez való visszatérés gondolatának az amerikai kultúrában komoly tradíciói vannak, az amerikai társadalomban jelentős igényként jelenik meg a zöld-természeti környezetben lévő életet biztosító lakhatás. *Glaeser* szerint ez a fajta természetszeretet egy téves és káros illúzió. Szerinte az ember akkor bánik legjobban a természeti környezettel, ha attól lehetőleg távol marad, és inkább sűrű nagyvárosokban él. Az elővárosi, kertvárosi, főképp természetközeli életforma ugyanis sokkal nagyobb ökológiai lábnyomot eredményez, hiszen a várostól távolabbi lakóhely esetén lényegesen nagyobbak az – autóval megtett – ingázási távolságok, miközben a kertes családi házak sokkal több energiát fogyasztanak és a szétszórtabb településmorfológia miatt általában is alacsonyabb a közművek hatékonysága. A hagyományos, sűrűbb városoknak lényegesen kisebb a széndioxid kibocsátása azzal, hogy nem igényelnek (annyi) autós közlekedést. Jó példája ennek, hogy a New York-iak kevesebb mint harmada jár csak autóval, míg az ingázó amerikaiak körében ez az arány 86 százalék, New York City egy főre jutó energiafogyasztása pedig a második legalacsonyabb az USA-ban. Az USA

globális felelőssége pedig kiemelkedően nagy, hiszen az összes széndioxid-kibocsátás egyötödéért felel, ami több mint Európa és Latin-Amerika kibocsátása együtt. Ennek 40 százaléka az autóhasználatból és a lakóépületekből származik, mindkettő az urbanizációs életforma jellegével, az országra jellemző városstruktúrával áll szoros összefüggésben. A szerző szerint tehát kifejezetten káros a várostervezésnek a huszadik század elejétől napjainkig jelenlévő markáns irányzata, a kertváros modell.

Ez azonban nem az egyetlen, amúgy jellemzően köztisztületnek örvendő várostervezési megközelítés, amivel szembehelyezkedik a szerző. Határozottan állást foglal ugyanis az olyan városrendezés ellen is, amely erőteljesen korlátozza a városokban az építkezéseket, elsősorban az intenzívebb beépítéseket. Megítélése szerint ott, ahol a településrendezés építési vagy éppen műemléki szempontok miatt merev korlátokkal fogja vissza az építkezéseket, a szűkös kínálat miatt hamar nagyon drágák lesznek az ingatlanok, ez korlátozza a fejlődést, és ezzel hozzájárul a városból való kiköltözésekhez a városok fizikai területi szétterüléséhez, aminek problémájával – amit ő is annak tekint – külön fejezet foglalkozik. Ezzel együtt részletesen kibontja a felhőkarcolók és általában is a vertikálisan kiterjedt beépítés előnyeit, ami legalábbis vitatott kérdésnek tekinthető az élıhetőséget és emberi kapcsolatokat előterbe helyező vagy éppen a hagyományos városképet védő urbanisztikai irányzatok körében.

Edvard Glaeser a kötet vizsgált kérdésköreinek bemutatásával történelmi időközön átívelően, nagyszámú város példáján keresztül elemzi a városfejlődés és a gazdaság szoros összekapcsolódását. Bár példáival globális kitekintésre törekszik, alapvető szemlélete az Egyesült Államok világát tükrözi – nagy ország egységes piaccal –, ezért az európai és magyarországi gyakorlat nézőpontjából szemlélve, az amúgy is provokatívnak szánt könyv különösen kihívó. A magánszféra fokozódó tényereje ellenére is az európai területi és várostervezésben továbbra is nagyon erős a fejlesztéseket orientáló és korlátozó területhasználati szabályozás. Amerikában közismerten magas az állampolgárok mobilitási hajlandósága, ami a leértékelődő városokból való elköltözések dinamikáját is erősíti. A jómódúak mobilitása pedig még erőteljesebb, ezért a városok elnéptelenedése és növekedése is erőteljesebben jelentkezik, ami pl. a korábbi iparvárosok (pl. Detroit) gyors népességcsökkenésében jelenik meg, miközben a tőke földrajzi mobilitása is nagyobb fokú az amerikai piacon belül. A szerző meggyőződése, hogy miként az üzleti vállalatok világában is szükséges a verseny, úgy a városok és az önkormányzataik közötti verseny is egészséges az emberekre és a vállalkozásokra nézve. A verseny sarkallja arra a városokat, hogy jobb szolgáltatásokat nyújtsanak, és az árakat alacsonyan tartsák. Hazai és általában európai nézőpontból kifejezetten meglepő lehet a szerző azon vélekedése, ami szerint a világ termelékenyebb és igazságosabb hely volna, ha a szabályozások tőrszemlegesebbek lennének. Az Európai Unióban erőteljesen jelenlévő területi politikák helyett azt állítja, hogy a szolidaritás jegyében nem a szegény helyeket kell segíteni,

hanem kizárólag a szegény embereket. Kelet-Közép-Európában és pl. Budapesten azt láthatjuk, hogy nem kis részben az EU-politikák biztatására az elmúlt két évtizedben kifejezetten a területalapú és integrált városrehabilitációs programok értékelődnek fel a városfejlesztésben, erőteljes állami szerepvállalás és jelentős EU kohéziós politikai támogatás mellett, bár kétségtelenül a piaci szféra szerepvállalásának fokozódásával kísérve (vö. *Kocsis 2015; Salamin 2019*). Ugyanakkor a közforrásokból megvalósuló városfejlesztés gazdaságösztönző szerepének elismerése Magyarországon is mindinkább teret nyer, amit pl. az EU Kohéziós politika városfejlesztésre dedikált támogatásainak gazdaságfejlesztés-orientált hazai forrásfelhasználása is céloz 2014 óta (Vö. *Péti 2014; Péti – Salamin 2016*).

Jól szemlélteti a szerző szemléletének és földrajzi közegének eltérését az, ahogyan a városok és államok közötti elvándorlásokról fogalmaz. Miközben a nemzetállamok valóságában élő Európában számos társadalmi, gazdasági, állami költségvetési okunk lehet arra, hogy a nagyarányú kontinensen belüli áttelepüléseket elkerüljük, addig *Glaeser* így fogalmaz az USA-n belüli vándorlásról: „Amikor az emberek termelékenyebb helyekre költöznek, olyankor az egész ország gazdasága is felvirágzik. Amikor az emberek kellemes helyekre költöznek, jobban élvezik az életet, és amikor mérsékeltebb klímájú helyeken laknak, kevesebb energiát fogyasztanak.”

Felhasznált irodalom

Glaeser, E – Kolko, J – Saiz, A. (2000): *Consumer city*. Discussion Paper Number 1901, Harvard Institute of Economic Research, Harvard University, Cambridge, Massachusetts. https://scholar.harvard.edu/files/glaeser/files/consumer_city.pdf

Glaeser, E – Kolko, J – Saiz, A. (2001): *Consumer city*. *Journal of Economic Geography*, 1(1): 27–50. <https://doi.org/10.1093/jeg/1.1.27>

Glaeser, E – Kerr, S.P. – Kerr, W.R. (2012): *Entrepreneurship and Urban Growth: An Empirical Assessment with Historical Mines*. Working Paper 18333, National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w18333>

Mills, E. S. (szerk.) (1987): *Handbook of Regional and Urban Economics*, Elsevier.

Kocsis, J.B. (2015): *Patterns of Urban Development in Budapest after 1989*. *Hungarian Studies: A Journal of the International Association for Hungarian Studies and Balassi Institute*, 29(1–2): 3–20. <https://doi.org/10.1556/044.2015.29.1-2.1>

Krugman, P. (2003): *Földrajz és kereskedelem (Geography and Trade)*. Tankönyvkiadó Budapest.

McCann, P. (2001): *Urban and Regional Economics*. Oxford University Press.

Péti Márton (2014): *Magyarország Partnerségi Megállapodása 2014–2020: A területfejlesztés és gazdaságfejlesztés megújításának újabb lépése*. Falu Város Régió, 2: 12–22.

Péti Márton - Salamin Géza (2016): *A városfejlesztés új keretei a 2014–20-as fejlesztéspolitikai ciklusban* Falu Város Régió, 2: 9–15.

Porter, M.E. (2008): *Regional competitiveness in global economy*. The Summit for American Prosperity, The Brookings Institution, Washington, 11 June.

Salamin, G. (2019): *Integrierte Stadtentwicklung der Leipzig Charta in der Anwendung in Zentral- und Osteuropa: das Magdolna-Quartiersprogramm in Budapest* [Application of Integrated Development Messages of the Leipzig Charter in Central and Eastern Europe: The case of the Magdolna Quarter Programme in Budapest]. In: Alcaide, N. – Höcke, Ch. (szerk.): *Vielfalt gestalten: Ansätze zur Förderung der sozialen Kohäsion in Europas Städten* [Shaping Diversity: Approaches to Promoting Social Cohesion in European Cities], Berlin: Jovis Verlag GmbH, pp. 107–123.

The „Old Lady of Threadneedle Street” – A Bank of England és az angol bankrendszer kialakulása*

Varga Bence

Richard D. Richards:

The Early History of Banking in England

P. S. King & Son Ltd., Orchard House, Westminster, London, 1929, 345. o.

A Magyar Nemzeti Bank szakkönyvtárának állományában számos régi, hazai és külföldi könyvtárakban egyaránt nehezen fellelhető szakkönyv megtalálható. A szerző ezen könyvek közül ismertet egy, a külföldi közgazdasági/banktörténeti szakirodalomban alapműnek tekinthető kötetet. Az 1929-ben megjelent könyv Anglia bankrendszerének korai szakaszát mutatja be. A kötet írója az idén 140 éve született *Richard D. Richards* (1881–1937), aki az első világháborúban is aktívan szolgált, majd nagyobb számban a háborút követően publikált elsősorban gazdasági, azon belül is banktörténeti témákban. Kutatásának központjában a Bank of England és az angol bankrendszer kialakulásának története állt, e témában számos cikke jelent meg különböző periódikákban. Jelen kötet, bár túlnyomó részben a 16–17. századi angol bankrendszerrel foglalkozik, az azt megelőző, illetőleg a 18. századi angol bankolásba is betekintést nyújt.

Angliában váltókat már a 14. században is használtak, jelentősebb mértékben azonban a Tudorok uralkodása (1485–1603) alatt terjedt el a kereskedelmi tevékenység bővülésével párhuzamosan. A főbb kereskedelmi partnerek Anglia számára ekkoriban Franciaország és Flandria voltak, de az angol kereskedők széles körű kapcsolataira utal, hogy – nyilvánvalóan a gyarmatosítással összefüggésben – többek között afrikai országokkal is folytattak kereskedelmet. Az elsők között tőkegyesítéssel (joint-stock) létrehozott társaság az 1553-ban alapított Company of Adventurers of London Trading to the Ports of Africa, vagy ahogyan akkoriban nevezték, „The Guinea Company” volt, amely mintegy 15 kereskedelmi hajót működtetett, és számos árucikk mellett például afrikai vörösfenyőt is importált a kontinensről.

I. Erzsébet (1533–1603) és I. Jakab (1566–1625) idejében a nagyobb angol városokban elsősorban a kereskedők, árusok, pénzváltók és aranyművesek működtek pénzügyi közvetítőként, ők tekinthetők az első „bankároknak” Angliában, akiket ekkor

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

Varga Bence a Magyar Nemzeti Bank vezető felügyelője. E-mail: vargabe@mnb.hu

már ezzel az elnevezéssel is illettek. A vidéki területeken főként a gyapjútermelők és gabonatermesztők kapcsolódtak be a kereskedelembe, így általános gyakorlat volt, hogy a kereskedők gyapjútermelőknek nyújtottak hitelt, a későbbi gyapjúellátmány megelőlegező ellentételezéseként. A pénzügyi közvetítők elterjedéséhez a kereskedelem bővülése mellett még egy fontos körülmény hozzájárult, nevezetesen a törvényileg szabályozott, de relatíve magas felszámítható kamatszint. Az 1545. évi VIII. törvény lehetővé tette a 10 százalékos meg nem haladó kamatszint felszámítását, és bár a későbbi években ez fokozatosan csökkent (1623-ban 8 százalékos, 1660-ban pedig 6 százalékos, majd 1713-ban 5 százalékos maximálták), ez a kezdeti 10 százalékos, jelentékenynek tekinthető kamatszint, kiegészülve az ekkor már csírájában megjelenő biztosítási termékekkel, mindenképpen ösztönzőleg hatott a vállalkozási kedvre.

A lebonyolított pénzügyi tranzakciók jelentőségét tekintve *Sir Thomas Gresham* (1519–1579) kereskedő emelhető ki, aki az 1550-es években üzleti tevékenységét elsősorban Antwerpenben folytatta a Fugger család itt létrehozott képviselőjén keresztül. A londoni tőzsde megalapítójaként is számontartott *Gresham*, mint a „királyi udvar bankára”, városi kölcsönök felvételének közvetítésében is aktív szerepet vállalt. London számára is jelentős kölcsönöket tudott biztosítani, ami hozzájárult ahhoz, hogy később London a pénzügyi központok sorába emelkedhessen. A városi kölcsönöket kezdetben jelentős részben angol kereskedők nyújtották számukra meglehetősen kedvező kamatfeltételekkel, ezt igazolják azok a feljegyzések, melyek alapján 1610. december 24-én London városa 6 angol kereskedő számára fizetett vissza 30 ezer font kölcsönt mintegy 3 ezer font kamat mellett. Később a kereskedők mellett a záloghitelezők is mind nagyobb arányban kapcsolódtak be a hitelezésbe, és az 1660-as és 1670-es években – főként a nem engedélyezett záloghitelezés során – az uzsora, illetve az eltulajdonított zálogtárgyak értékesítése is gyakori jelenség volt, amely jelentős kihívásokat támasztott szabályozási szempontból. „Betétgyűjtéssel” Angliában először a pénzváltók kezdtek el foglalkozni: 1616-ból találhatunk utalásokat arról, hogy a pénzváltóknál „betétet” helyeztek el megőrzésre (ekkor még nem kamatoztatásra), melyet a pénzváltók kölcsön nyújtására is felhasználhattak.

Az aranyművesek magánbanki tevékenysége is jelentősen hozzájárult Anglia gazdasági fejlődéséhez a késői Stuart-időszakban. A londoni aranyművesüzletek már-már bankokhoz voltak hasonlatosak a Stuart-restauráció időszakában az 1660-as éveket követően, hiszen ekkor már kamatot fizettek az elhelyezett betétek után, kölcsönt nyújtottak, váltókat is nagy számban leszámítottak, aranyrudak cseréltek gazdát az üzleteikben, aktív pénzváltó tevékenységet folytattak, és mindezeket már főkönyvi nyilvántartásokban vezették. Több aranyműves (aki sok esetben záloghitelezéssel is foglalkozott) nem kizárólag belföldi, hanem külföldi klientúrával is rendelkezett, valamint a királyi udvar és a hadsereg finanszírozásában is részt vett. Ez utóbbi különösen a cromwelli időkben, ezen belül is az első angol-holland háború (1651–1654)

időszakában fordult elő nagyobb arányban, de korábban a polgárháború éveiben (1642–1649) is jellemző volt. Ilyen komplex tevékenységet ellátó aranyműves volt például *Sir Charles Duncombe* (1648–1711), akit később a brit alsóház tagjának, 1708 és 1709 között pedig London polgármesterének választottak. *Duncombe* mintegy 400 ezer font értékű vagyont halmozott fel üzleti tevékenységével, mellyel a leggazdagabb alsóházi tagnak számított akkoriban. Egyes aranyművesek megbízásból más, szintén banki tevékenységet is folytató aranyműveseknek láttak el banki tevékenységet (*bankers to other goldsmith bankers*). Emellett kötelezvényt is kiadtak, mely kezdetben a náluk elhelyezett betétek mindenkori visszafizetését garantálta. Az aranyművesek viszont később kihelyezhették a náluk elhelyezett betétet, és az általuk kiadott kötelezvénynek nem feltétlenül volt meg minden esetben a pénzfedezete. Így joggal mondhatjuk, hogy az aranyművesek a banki tevékenység végzése, valamint a kötelezvény, azaz a tulajdonképpeni forgalomképes „papírpénz” kibocsátása és a hitelezői szerep ellátása útján a később alapított Bank of England egyes funkcióit is ellátták. A kiadott kötelezvényeket bizonyos feltételek teljesülése mellett szélesebb körben is elfogadták, először a kereskedelmi törvény alapján, majd a polgári jogrendbe való beépülését követően 1704-től törvényi rendelkezés alapján átruházhatóvá is vált. A kötelezvények kibocsátását ekkor még központi szerv nem szabályozta, és éppen ez a szabályozatlan pénzügyi tevékenység volt az, ami rávilágított arra, hogy szükség van egy olyan központi szervezetre, amely a „papírpénz-kibocsátást” szervezeten, szabályozottan és felügyelt módon végzi. E körülmény így jelentős részben hozzájárult a Bank of England 1694. évi létrehozásához. Ilyen banki tevékenységet is folytató aranyművesek voltak többek között a nottinghami Smith-ek, a darlingtoni Backhouse and Pease-ek és a bristoli Vaughan-ek, akik még az 1672. évi kincstári moratóriumot¹ követően is sikeresen tudták folytatni magánbanki tevékenységüket. Több modern bankház is az aranyművesek korábbi magánbanki üzleteiből nőtte ki magát, így például a Child’s Bank – melyről *Charles Dickens* is említést tett *Tales of Two Cities* című könyvében – még 1923-ban is működött, de az 1692-ben alapított National Provincial Bank és a szintén ikonikusnak számító Lloyds Bank is hasonlóan aranyműves háttérrel rendelkezik.

Nemzeti bank („national bank”) létrehozására vonatkozó javaslatok nagyobb számban az 1550-es évek második felében jelentek meg Angliában, ezek elsősorban amszterdami és velencei példák alapján kívánták az intézmény működését megszervezni. Általánosságban a hitelszükséglet kielégítésére (elsősorban London, York, Coventry, Bristol és Exeter városokban), a kevésbé tehetős polgárok „támogatására”, a hadsereg és az uralkodóház kiadásainak finanszírozására, továbbá – velencei mintára – a kereskedelem bővítésére javasolták ekkoriban a nemzeti bankot létrehozni. *John Cooke* (1608–1660) legfőbb ügyész ezzel összefüggésben azt javasolta, hogy

¹ Az 1672. évi átmeneti, 1 évig tartó kincstári moratóriumot („*Stop of the Exchequer*”) I. Károly (1600–1649) vezette be abból a célból, hogy a kincstár bevételeit ne az államadósságok törlesztésére, hanem a közelgő háborúra való felkészülésre tudja fordítani.

a szegények számára kis összegben is nyújtson a bank hiteleket a későbbiekben, kamat felszámítása nélkül. A bankalapításhoz szükséges tőke befizetésére vonatkozóan több javaslat is született, ezek közül kiemelendő egy ún. kollektív befizetéshez kapcsolódó kezdeményezés, ennek alapján a háztartások heti rendszerességgel tagonként fél penny összegben (kivéve a szegényeket és a kiskorúakat), a vagyonosok 4 font összegben, a hivatalnokok (mivel ők ritkán vagy pedig egyáltalán nem vesznek részt a katonai szolgálatban) és a vállalatok rendszeres külön adóztatása útján javasolták biztosítani a nemzeti bank létrehozásához és folyamatos működéséhez szükséges anyagi forrásokat.

Nagyobb hatást azonban *Francis Cradock* (?–1667?) 1660-ban megjelent „*Expedient*”, majd az 1661-ben kiadott „*Wealth Discovered*” című pamfletjei keltezték. *Cradock* Angliát 100 körzetre javasolta felosztani, ahol a nemzeti bank (vagy „*Royal*” Bank, *Cradock* elnevezése alapján) mellett valamennyi körzetben egy-egy fiókbank létrehozását javasolta, kiváltva az aranyművesek magánbanki tevékenységét. A kamatszint felső határát egységesen 3 százalékban javasolta megállapítani, a kölcsön fedezeteként elsősorban ingatlanokat tartott célszerűnek elfogadni, és a fiókbankok – *Cradock* elképzelése alapján – záloghitelnyújtással is foglalkoztak volna. Ez a területi alapon szerveződő vidéki (tartományi) bankhálózat („*land*” vagy „*country*” bank) létrehozásának gondolata a későbbi években is felszínre került több szakíró esetében is, például *Hugh Chamberlen* (1632?–1721?) orvos, pénzügyi szakíró 1690-ben megjelent „*Dr. Hugh Chamberlen’s Proposal to make England Rich and Happy*” és *Daniel Defoe* az 1697-ben kiadott „*An Essay Upon Projects*” című munkájában. Érdeemes megemlítenünk, hogy *Defoe* irodalmi munkássága mellett gazdasági kérdésekben is gyakorta állást foglalt, és a később létrehozott árvasági alap (Orphans’ Fund² vagy Orphans’ Bank, ahogyan *Defoe* nevezte) létrehozását is szorgalmazta. A szakmai közvélemény részéről azonban a vidéki bankhálózat létrehozásának gondolata nem került szélesebb körben elfogadásra, mindazonáltal ezen vélemények is hozzájárultak ahhoz, hogy 1695-ben létrejöhetett az *Asgill and Barbon’s Land Bank*, majd egy évvel később a *National Land Bank*. A „*land bank*” típusú intézmények működése azonban kevésbé volt sikeres, ennek hátterében vélhetően a lakossági bizalom hiánya, valamint az aranyművesek kiterjedt és sikeresnek mondható hitelezési tevékenysége állt. Elterjedésüket tovább hátráltatta, hogy sok esetben e bankok nem voltak túlzottan tőkeerősek, és tőkehelyzetük rendezése a meglévő és egyre súlyosbodó valutaproblémák miatt nehézkesnek bizonyult.

A III. Vilmos (1650–1702) uralkodása alatt 1694-ban elfogadott *Tunnage Act*-tel a *Bank of England*-et – vagy ahogyan akkoriban hivatkoztak rá: „*The Bank*”, majd

² Az Orphans’ Fund felhasználási célja a későbbi években sajnálatos módon átalakult. A parlament 1766-ban döntést hozott arról, hogy az alap forrásait közületi fejlesztésekre is fel lehet használni, így Orphans’ and Improvement Fund-nak nevezték át, majd az árvasági támogatás fokozatos háttérbe szorulásával párhuzamosan nevét *London Bridge Approaches Fund*-ra változtatták. Mindazonáltal az Orphans’ Fund a *Bank of England* utáni legnagyobb reputációval rendelkező „intézmény” volt akkoriban.

később, 1797-től *James Gillray* elhíresült karikatúrája nyomán „The Old Lady of Threadneedle Street” néven is illették – elsődlegesen hagyományosnak tekinthető központi banki funkciók ellátására hozták létre. Ellentétben például a Bank of Amsterdam-mel, amely ezek mellett például a tőzsdei működésre is jelentős befolyást gyakorolt. A Bank of England-et meglehetősen kedvezőtlen gazdasági környezetben alapították: a Franciaországgal folytatott háborúk és az elszenvedett vereség következtében 1690 és 1699 között az angol gazdaság szempontjából egyetlen év sem számított kedvezőnek. Vélhetően ezért is következett be, hogy a Bank of England létrehozását követő kezdeti években is már jelentős összegű kölcsönöket (1,2 millió fontot 8 százalékos kamatszint mellett) nyújtott a kormányzat számára. A gazdaság mellett az angol valuta is rendkívül rossz állapotban volt, a forgalomban lévő ezüstérmék nagymértékben elhasználtak voltak, így értékük (súlyuk) jelentősen csökkent, ami – különösen külföldön – megnehezítette széles körű elfogadásukat, továbbá 1696-ra a forgalomban lévő érmék mintegy 10 százaléka hamisított volt. Mindezek következtében 1696 és 1699 között végbement az *Isaac Newton* vezette Királyi Pénzverde bevonásával az érmecsere (Great Recoinage), melynek költsége nem kevesebb, mint 2,7 millió fontot tett ki. Az érmék veretéséhez létrehoztak fiókokat is Bristol, Chester, Exeter, Norwich és York városokban. Az érmecsere ugyanakkor nem ment zökkenőmentesen, a folyamatot számos szakmai vita, a lakosság részéről kisebb pánik, a nemesfém értékének és az árfolyamnak jelentős volatilitása előzte meg. Az érmecsere lezárultát megelőzően krónikus pénzhiány lépett fel, ennek kezelésére *Charles Montagu* (1661–1715), Halifax grófja, pénzügyminiszter döntésének köszönhetően kincstári váltókat is kibocsátottak pénzhelyettesítés céljából. A gazdaság talpra állítása, a valutahelyzet stabilizálása és a Bank of England létrehozása tehát meglehetősen elhúzódó és erőforrás-igényes folyamat eredménye volt, *Richards* a következőkben foglalta össze az általános helyzetet: „Az államcsőd elkerülése rendkívüli eredménynek számított. Az, hogy a Bank of England nem jelentett azonnal csődöt, még ennél is nagyobb eredmény volt”. *Defoe* a már említett „An Essay Upon Projects” című munkájában a Bank of England ilyen körülmények között történt létrehozásával kapcsolatban hasonló dicsőretnek adott hangot, az angol nemzet „különleges dicsfényének” nevezve azt.

A kihívások tehát a Bank of England létrehozását követő években sem szűntek meg, az érmecserevel forgalomba hozott új érmék mennyisége ugyanis kezdetben nem bizonyult elegendőnek, a készpénzszűke a későbbi években így tovább fokozódott. Ezen körülmények 1696. májusban bankrohamot és a készpénzkifizetés részleges beszüntetését eredményezték, aminek következtében a jegybank részvényeinek árfolyama fokozatosan csökkent. E tendencia a közelgő spanyol örökösödési háború (1701–1714) küszöbén erősödött, és az árfolyam csökkenését tovább fokozta, hogy több részvényes nem tudta fizetni hozzájárulását a jegybank tőkéjéhez, így a részvénytársaságok teljes vagy részleges eladására kényszerültek. Ezek eredményeként a Bank of England alapítását követő években a tőkehelyzet megszilárdítása

érdekében osztalékfizetésre nem kerülhetett sor. A következő időszak ugyanakkor már kedvezőbben alakult, a Bank of England státuszának megerősödését eredményezve (például a végrehajtott tőkeemelés vagy a vidéki bankok bankjegykibocsátási jogainak korlátozása útján). Megemlítendő, hogy egészen 1826-ig a Bank of England volt az egyetlen tőkeegyesítéssel létrehozott angol bank. A jegybank kizárólagos bankjegykibocsátási jogot végül 1844-ben kapott.

Bár könyvrecenziót az újabb kiadású könyvekről olvashatunk jellemzően, mégis azt gondoljuk, hogy az ilyen és ehhez hasonló alapműnek tekinthető irodalmakat is célszerű lehet időről-időre kézhez vennünk. Az is tapasztalható, hogy – vélhetően a gazdasági válságok újabb és újabb megjelenésével – egyre nagyobb érdeklődés mutatkozik a banktörténeti szakkönyvek iránt. A több mint 90 éves megjelenésnek köszönhetően a kötetet olvasva sok új információhoz juthatunk, hiszen sajnálatos módon nem kizárólag jelen kötetet, hanem egyáltalán ebben a témakörben is nehezen találhatunk magyar kiadású könyvet. Végezetül a Magyar Nemzeti Bank megalapításának centenáriumaához közeledve érdemes megemlékeznünk, hogy nem kizárólag a Bank of England alapításának körülményei voltak válságosnak tekinthetők az európai bankrendszerek történetében: a Magyar Nemzeti Bankot szintén rendkívül nehéz körülmények között hozták létre, hiszen az elszenvedett világháborús vereség, az országot ért humán, anyagi és területi veszteségek, valamint a valuta-stabilizációs problémák jelentős kihívások elé állították a magyar gazdaságpolitikát is. További párhuzamként említhető, hogy a magyar valutastabilizációra meghatározó mértékben éppen a Bank of England által nyújtott kölcsön útján nyílt lehetőség, melyet jelentős részben az angol és magyar külkapcsolatok ebben az időszakban megvalósuló – nem utolsó sorban Popovics Sándor első jegybankelnökünk személyes tekintélyének és széles körben elfogadott szakmai elismertségének köszönhető – dinamikus fellendülése tett lehetővé.

Beszámoló a Magyar Közgazdasági Társaság 2021. évi vándorgyűlésének pénzügyekről, euróról, zöldfinanszírozásról és versenyképességről szóló beszélgetéseiről*

Tóth Ferenc – Kolozsi Pál Péter – Lóránt Balázs – Juhász Katalin

2021. szeptember 23–24-én 59. alkalommal rendezték meg – ez alkalommal hibrid formában – a Magyar Közgazdasági Társaság (MKT) éves vándorgyűlését, amely a magyar közgazdász-társadalom egyik legjelentősebb hagyományával rendelkező és egyben legnagyobb éves konferenciája. A vándorgyűlésen a nyitó és a plenáris ülések mellett 22 tematikus szekció érdekes panelbeszélgetéseinek videófelvételeit lehetett megtekinteni az interneten. A rendezvény nyitó plenáris előadásait *Mátolcsy György*, a Magyar Nemzeti Bank (MNB) elnöke, *Ürge-Vorsatz Diána* fizikus, klímakutató, a Közép-európai Egyetem egyetemi tanára, az ENSZ Éghajlatváltozási Kormányközi Testülete (IPCC) harmadik munkacsoportjának alelnöke, *Kaushik Basu*, a Nemzetközi Közgazdasági Társaság volt elnöke, a Világbank korábbi vezetőközgazdásza és *Domokos László*, az Állami Számvevőszék elnöke tartotta. Jelen beszámolómban a bankvezérek kerekasztal-beszélgetéséről, a központi bankok alelnökeinek az euro bevezetéséről folytatott véleménycseréjéről, a zöldfinanszírozás kérdésköréről, valamint a versenyképességet és fenntarthatóságot ösztönző államról szóló szekcióülésekről adunk tájékoztatást.

Virág Barnabás, az MNB alelnökének moderálása mellett magyar kereskedelmi bankok felsővezetőivel folytak kerekasztal-beszélgetések. A résztvevők *Hegedüs Éva*, a GRÁNIT Bank Zrt. elnök-vezérigazgatója, *Bencsik László*, az OTP Bank Nyrt. vezérigazgató-helyettese, *Jelasity Radovan*, az ERSTE Bank Hungary Zrt. elnök-vezérigazgatója, a Magyar Bankszövetség elnöke, *Szabó Balázs*, a CIB Bank Zrt. vállalatiüzletág-vezetője és *Soós Gábor*, az UniCredit Bank Hungary Zrt. vezérigazgató-helyettese, a vállalati és befektetési banki divízió vezetője voltak.

A beszélgetés témája a magyar bankpiaci és a nemzetközi banki trendek megvitatása volt. Felvezetőként *Virág Barnabás* rövid aktuális helyzetértékelést tett: a 2008–2009-es válság egyik általános globális tanulsága az volt, hogy a bankok hajlamosak

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

Tóth Ferenc a Magyar Nemzeti Bank vezető közgazdasági elemzője. E-mail: tothf@mnb.hu

Kolozsi Pál Péter a Magyar Nemzeti Bank igazgatója. E-mail: kolozsip@mnb.hu

Lóránt Balázs a Magyar Nemzeti Bank junior elemzője. E-mail: lorantb@mnb.hu

Juhász Katalin a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: juhaszka@mnb.hu

prociklikusan viselkedni, tehát konjunktúra idején növelik, míg problémák esetén csökkentik a hitelezést, ezáltal hozzájárulnak a válság elmélyüléséhez. Ezzel szemben az elmúlt másfél évben azt láttuk, hogy Magyarországon a válságkezelésben kiemelten fontos pillér volt mind a lakossági, mind a vállalati hitelpiac, amely aktivitásával segítette a gazdaság helyreállítását. *Virág Barnabás* az emögötti okokról kérdezte a résztvevőket. Ennek kapcsán a résztvevők elmondták, hogy 2008-ban globális pénzügyi és bizalmi válság volt, amelynek epicentruma a sérülékeny bankrendszer volt, de az összes szektort egységesen érintette. A mostani egy strukturálisan más típusú válság, bizonyos szektorokat nagyon negatívan érintett, míg mások számottevően növekedni tudtak, amire jó példa a digitális infrastruktúra jelentős fejlődése. 2008-ban rossz volt a makrogazdasági és hitelezési helyzet Magyarországon. Most viszont a gazdaság fundamentumai kifejezetten jók voltak, emellett számos intézkedés segítette az ügyfeleket, a bankrendszer magas tőkeszinttel és megfelelő likviditással rendelkezett, emiatt tudott a hitelezés növekedni. Kulcslépés volt az MNB Növekedési Hitelprogramja, amely hosszú lejáratú, kamatmentes forrást biztosított a bankrendszer számára, és ezáltal hozzájárult az ügyfelek és bankok közötti bizalom helyreállításához is. A banki vezetők sokat tanultak az előző válságból, ezért most felkészültebbek voltak, illetve az állami kezességvállalás és garanciaprogramok is nagyban segítették a hitelnyújtást. Mind nemzetközi, mind hazai szempontból optimizmusra ad okot, hogy sikerült jól kezelni az egészségügyi válsághelyzetet, a gazdaság egésze kiválóan teljesített.

Virág Barnabás elmondta, hogy a hitelezés területén minden szegmensben hitelbővülés tapasztalható. Továbbra is 20 százalék felett van a kis- és középvállalkozások hiteldinamikája. Az új lakáshitel-kibocsátás historikus csúcson van. A moratórium alatt álló hitelállomány fokozatosan csökken, bár még mindig jelentős. Felmerült a kérdés, hogy ez utóbbi kapcsán mik a várakozások? A bankok nem tudnak pontos számokat mondani, és becsléseik széles horizonton állnak. A szabályozást nagyon megengedőnek tartják, ezért olyanok is bennmaradhatnak, akik esetén ez nem indokolt. Ugyanakkor bankrendszer-szinten nincs likviditási probléma, és tekintettel a konzervatív hitelezésre, a cégek egészséges működésére és ezáltal a jó hitelportfólióra, úgy vélik, hogy egyre kevesebb kölcsönfelvevőnek van olyan problémája, amiért a moratóriumban kellene maradnia. Kiemelte, hogy azon ügyfeleknek, akik képesek a hiteltörlesztésre, saját üzleti érdekük, hogy ezt mihamarabb megtegyék. A korábbiakhoz képest óriási különbség a 3. moratóriumnál, hogy az ügyfeleknek be kell jelentkezniük a moratóriumba, ez nem automatikusan történik meg. A bankok folyamatosan kommunikálnak ügyfeleikkel, és ott, ahol tényleg probléma van, egyedi megállapodást kötnek majd. A környező országokban már lezárult a moratórium időszaka, és az az egyértelmű nemzetközi tapasztalat, hogy a nemteljesítő hitelek állománya nem növekedett meg jelentős mértékben. A bankok optimisták a magyar nemteljesítő hitelállomány alakulásának tekintetében.

Virág Barnabás ezt követően a vállalati hitelpiac alakulására tért át. Megjelent az infláció, ezért az MNB kamatemelési ciklusba kezdett, és az NHP kivezetésre került. Ilyen körülmények között milyen trendekre számítanak a bankok? A bankok felsővezetői részéről elhangzott, hogy nem a kamatemelés a cégek legnagyobb problémája. Ez egyrészt az NHP-s hitelek fix kamatozásának köszönhető, illetve másrészt az alapanyaghiány és az árnövekedés, valamint a munkaerővel kapcsolatos nehézségek jelentenek problémát. Az MNB Növekedési Kötvényprogramja hatalmas likviditást adott a vállalatoknak. Az alapkamat emelkedése ellenére a (főleg a beruházási jellegű) hitelkereslet nem csökkent, sőt nőtt, hiszen a vállalatok továbbra is negatív reálkamattal tudják finanszírozni működésüket. Dinamikus lakossági hitelemelkedés várható CSOK területén. A növekvő béreknek köszönhetően a fogyasztási hitelezés is erős lesz. A bankok közötti szoros verseny is hozzájárul ahhoz, hogy a hitelek ne dráguljanak túlzottan, és a banki marzsok csökkenése várható.

A következő téma a digitalizáció volt. *Virág Barnabás* elmondta, hogy az IT-infrastruktúra fejlett Magyarországon, de a netbankolás aránya mégis relatíve alacsony, az internetezők mindössze 60 százaléka használja. Mi lehet ennek az oka? A kereskedelmi bankok vezetői szerint ez részben edukációs kérdés is, de növekszik a netbankolás penetrációja, az online bankolás nagyobb arányú Magyarországon, mint a környező országokban, illetve az ügyfelek egyre nyitottabbak a netbankok és a banki mobilalkalmazások használatára. Emellett a digitalizáció további elterjedése jogszabályi kérdés is, hiszen a jogszabályi környezetnek nem szabad gátolnia a banki termékek minél szélesebb körének digitális útra terelését. Ennek kapcsán felmerült a BigTech megjelenésének kérdése egyes banki részpiacokon. Jelenleg a bankok – főleg az Európai Unióban – sokkal szigorúbban vannak szabályozva, mint a BigTech-cégek, ezért a verseny nem egyenlő feltételek és esélyek mellett zajlik, ami veszélyes is lehet. Különösen az adatkezelésre és az adatok elérhetőségére vonatkozó szabályozásnak kellene azonosnak lennie. A bankrendszernek egy gyorsan átalakuló világban kell megőriznie a stabilitását. A BigTech-cégek nem tudnak minden területen versenyezni a bankokkal, csak bizonyos részpiacokon, például a fizetési forgalomban, de hosszú lejáratú hitelnyújtásra nem alkalmasak.

Ezt követően *Virág Barnabás* a banki konszolidációt, a méretgazdaságosság miatti hatékonyságot említette, ami a 2008-as válság egyik fontos üzenete volt. A bankok szerint ez a folyamat az egész világban zajlik, ez a természetes irány, nálunk is szükséges lépés, és van is erre példa, lásd a Magyar Bankholding esetét.

A kriptopénzek kapcsán volt olyan banki vélemény, mely szerint például a bitcoin az illegális (pl. ember- és kábítószer-) kereskedelem pénze, illetve a pénzmosás futtatta fel, hiszen a szabályozói kereteken kívül esik. Emellett olyan spekulatív és volatilis eszköz, ami várhatóan hosszú távon nem lesz versenyképes a legális tevékenységekkel szemben. Ugyanakkor a világ központi bankjainak 86 százaléka aktív elemzéseket folytat a központi banki digitális pénz bevezetése kapcsán, sőt mintegy

60 százaléuk már a kísérleti projektek fázisában tart, tehát a digitális átállás elérte a központi bankokat is. A kereskedelmi bankok részéről elhangzott, hogy ezen törekvések támogatandók, hiszen ez egy szabályozott fizetőeszköz lehet, szemben a piaci kriptopénzekkel, amelyekre semmilyen, tehát például befektetésvédelmi szabályozás sem vonatkozik. Ha viszont egy központi bank használja ezt a technológiát, az teljesen más helyzet, hozzájárulhat a készpénzforgalom csökkentéséhez, és reális irányt jelenthet a piaci kriptopénzekkel szemben. *Virág Barnabás* a résztvevők figyelmébe ajánlotta az MNB ebben a témában néhány hónapja kiadott könyvét.¹

Zárásként a zöldfordulat került szóba, amely meghatározza a jövő működési modelljét. A 21. század kulcsa a fenntartható fejlődés, amiben a bankoknak is aktívan részt kell venniük. *Virág Barnabás* elmondta, hogy az MNB az első zöldmandátummal rendelkező központi bank Európában, amely már kidolgozta zöldstratégiáját, és ennek keretében elindította Zöld Jelzáloglevél-vásárlási Programját, illetve a Zöld Otthon Programját. Ugyanakkor még mindig magas a hazai bankrendszer karbonkitettsége, és az nem is csökkent az elmúlt években. A kereskedelmi bankok jelezték, hogy van elfogadott stratégiájuk, és megfelelnek az ezirányú kérésnek, részt vesznek a zöldfinanszírozásban, sőt emellett a társadalmi felelősségvállalás kérdésével is foglalkoznak, és figyelembe veszik a fenntarthatósági szempontokat. Van olyan bank Magyarországon, amely már jövőre karbonsemleges lesz.

Az európai uniós szekcióban öt közép-európai ország – Csehország, Horvátország, Magyarország, Lengyelország és Szlovákia – központi bankjainak alelnökei mondták el véleményüket az euro bevezetésének feltételeit, előnyeit és hátrányait, kockázatait illetően a *Monetary decisions in Central Europe. Euro today, tomorrow or after tomorrow? (Monetáris döntések Közép-Európában, Euro ma, holnap vagy holnapután?)* címet viselő panelbeszélgetésben, melynek résztvevői *Marta Kightley*, a Lengyel Nemzeti Bank első alelnöke; *Marek Mora*, a Cseh Nemzeti Bank alelnöke; *Michael Faulend*, a Horvát Nemzeti Bank alelnöke; *Virág Barnabás*, a Magyar Nemzeti Bank alelnöke, és *Ódor Lajos*, a Szlovák Nemzeti Bank alelnöke voltak, míg a moderátor *Iván Gábor*, a Magyar Közgazdasági Társaság Európai Uniói Szakosztályának alelnöke volt.

A beszélgetés *Ursula von der Leyen*, az Európai Bizottság (EB) elnökének azon nyilatkozatával kezdődött, mely szerint „Az euro az európai egység, a jólét és a szolidaritás kézzelfogható jelképe”. A kérdés az volt, hogy mennyire tükrözik ezt az eddigi eredmények és az eurobevezetés tanulságai. Ennek kapcsán *Ódor Lajos* először áttekintette az Eurobarométer felméréseinek legfrissebb eredményeit. A válaszadók 80 százaléka szerint az euro az Európai Unió (EU) egésze számára jó dolog, mert úgy vélik, hogy használata megkönnyíti az üzleti tevékenységek folytatását. Véleménye

¹ *Egy új kor hajnalán – Pénz a 21. században.* Magyar Nemzeti Bank, 2021. július 7. <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlomenyek/2021-evi-sajtokozlomenyek/ut-a-jovobe-mnb-tanulmanykotet-a-penz-21-szazadi-forradalmarol>

szerint az euro mint közös fizetőeszköz az európai egységet tükrözi. A szolidaritás jelei még a szuverén adósságválság és a Covid19-válság idején is jól láthatók. A jólét kapcsán vannak jó és rossz példák egyaránt, de hangsúlyozta, hogy a legfontosabb kérdés az euroövezetbe történő csatlakozáskor a gondolkodásmód, a szemlélet és ezzel együtt a szakpolitikák megváltoztatása, mivel végül is nem az euro, hanem a gazdaságpolitikánk az, ami sikeres vagy sikertelen lehet.

Marta Kigthley azzal kezdte, hogy az európai integráció igen fontos politikai kezdeményezés, amelynek célja az EU polgárai gazdasági jólétének növelése azáltal, hogy támogatja a kiegyensúlyozott gazdasági növekedést. Ugyanakkor, ha az eurocsatlakozás költségeit és hasznát mérlegeljük, a kettő egyensúlya számos tényezőtől függ. Az eurozóna konvergenciája az utóbbi tíz évben leállt, sőt egyes országok esetén divergencia és a konjunktúraciklusok növekvő szóródása figyelhető meg. A 2020-as válságra az eurozóna egészen másképpen tudott reagálni, mint a korábbiakra. A korábbi válság idején Lengyelország jobban járt az önálló monetáris politika folytatásával, el tudta kerülni a recessziót, mert a zloty leértékelődése javította az áversenyképességet. A mostani válság során is gyorsan reagáltak a lengyel döntéshozók, és habár volt némi recesszió, ez az egyik legenyhébb szintű volt Európában.

Michael Faulend egyetértett az EB elnökével, hiszen különösen a koronavírus-járvány során az euro egyfajta esernyőként szolgált és szolgál most is az eurozóna számára. Az euro egyértelműen a legkézzelfoghatóbb közösségi szimbólum, az európai polgárok éppen az euro miatt érzik magukat európainak, hiszen a közös fizetőeszköz az emberek mindennapi életének részévé vált. Emellett az euro a második legfontosabb tartalékpénznem a világon. Ha egy ország bevezeti az eurót, akkor az adott ország gazdasági és politikai hírneve azonnal javul. Az euro vonzerejét az adja, hogy közvetlenül, pozitívan hat a növekedési potenciálra, növeli a negatív sokkokkal szembeni ellenállóképességet, a költséghatékonyságot és a versenyképességet, valamint javítja a hozzáférést a nemzetközi pénzügyi piacokhoz. Mindez elősegíti a beruházásokat, a foglalkoztatást és az egész gazdaság növekedését. A szolidaritás kapcsán kiemelte, hogy a válságban legsúlyosabban érintett országok támogatott, vészhelyzeti finanszírozásban részesültek.

Marek Mora arról beszélt, hogy fenntartásai vannak az EB elnökének nyilatkozata kapcsán, és elmondta, hogy miért is Csehország a legszkeptikusabb az eurót illetően. Véleménye szerint a jólét és az egység szempontjából kissé vegyes a kép. Például az eurozóna az egy főre jutó GDP tekintetében még mindig az Egyesült Államok, Japán és az Egyesült Királyság mögött van, és az euro első évtizedében az egy főre jutó GDP növekedése gyengébb volt, mint ezekben az országokban, bár az aktivitási ráta tekintetében jobban teljesített. A gazdasági konvergencia – a célkitűzés ellenére – nem valósult meg az eurozónában, miközben a nem eurozóna-tagállam Csehország folyamatosan konvergál az eurozóna átlaga felé, mivel megfelelően működik a monetáris politikája és a gazdaságpolitikája is. Az eurozónát alapvetően

inkább politikai megfontolások mentén hozták létre, ami lényegesen különbözött a maastricht-i kritériumoktól, és ez az eurozónán belül állandósult problémát okoz strukturális gyengeségei miatt.

Virág Barnabás szkeptikus volt, és úgy vélte, hogy az EB elnöke kissé túlértékeltte a közös fizetőeszköz szerepét az európai egységet, jólétet és szolidaritást illetően. Egyetértett abban, hogy az utóbbi évtizedben komoly eredményeket értek el, ezáltal jobb lett az euro megítélése, mint korábban. Az is nagy eredmény, hogy a korábbi válsághoz képest sokkal jobb volt a mostani válság kezelése. Ugyanakkor van még javítandó terület. Az utóbbi két évtizedben az eurozónának a globális GDP-ből való részesedése csökkent, illetve az eurozóna tagállamainak jelentős részénél az egy főre jutó GDP relatív nagysága is csökkent vagy stagnált, ami az euro jóléti szimbólum szerepét kétségbe vonja. Az eurozóna intézményi reformja – számos lényeges előrelépés ellenére – még mindig befejezetlen. A korábbi folyófizetésimérleg-hiányok megszűntek az eurozóna déli tagállamaiban, de például Olaszország vagy Görögország GDP-szintje még mindig messze a 2008-as alatt van. Eurozónán kívüli országként Magyarország feladata a hosszú távon fenntartható felzárkózás elérése és az euro bevezetésének megfelelő időzítése.

A moderátor következő kérdése az volt, hogy megfelelően versenyképes-e a közép-kelet-európai régió, és sikerült-e elérni a konvergencia kellően magas szintjét az euro bevezetéséhez. *A lengyel alelnökasszony, Marta Kightley* elmondta, hogy Lengyelország és az egész régió sokat tett a felzárkózás érdekében az elmúlt 20 évben, de még sok teendő van. Habár bekapcsolódott a regionális értékláncokba, növelte részarányát a világkereskedelemben, de a lengyel fejlődés az olcsó munkaerőre épül, és kevésbé innovatív, mint az eurozóna országai, valamint gazdaságának struktúrája is eltér az eurozónáétól.

Michael Faulend horvát alelnök szerint az eurozóna problémái nem az euro miatt vannak, hanem egyes országok hibás gazdaságpolitikája, elsősorban a fiskális és bérlpolitikája miatt, illetve figyelembe kell venni a monetáris és árfolyampolitika korlátait. Horvátország egy kis euroizált gazdaság, és mint ilyen, fontos érdeke, hogy mihamarabb csatlakozzon az eurozónához. A konvergencia elért szintje vagy az optimális valutaövezetre vonatkozó kritérium nem olyan mutatószámok, ami alapján a csatlakozási döntést érdemes meghozni.

A cseh központi bank alelnöke, Marek Mora elmondta, hogy 2008 óta évente megvizsgálják a csatlakozás kérdését, és eddig mindig arra a következtetésre jutottak, hogy még nem szükséges belépni az eurozónába. Véleménye szerint szinte minden feltételnek megfelelnek, és bármikor be tudnának lépni az eurozónába, illetve ott könnyedén meg tudnák állni a helyüket, de a csatlakozás alapvetően politikai akarat kérdése. A csatlakozást igazából az eurozóna jelentős strukturális gyengeségei miatt nem javasolja.

Virág Barnabás, a magyar alelnök szerint az eurozóna legfontosabb tanulsága, hogy egy ország versenyképességének javítása vagy a strukturális problémáinak rendezése sokkal nehezebb feladat az eurozónában, mint azon kívül, különösen válsághelyzetben, és ez lelassíthatja a felzárkózási folyamatot. A konvergencia miatti inflációtöbblet túl magas lehet. Ha a pénzügyi rendszer nem eléggé fejlett, akkor ez aláássa az euro bevezetését, mind pénzügyi stabilitási, mind monetáris politikai szempontból. Az MNB mintegy két évvel ezelőtt új, szélesebb körű csatlakozási kritériumrendszert dolgozott ki az euroérettség vizsgálatára, és arra jutott, hogy még korai lenne az eurozónához történő csatlakozás. Célunk a fenntartható felzárkózási pálya folytatása, ezért az MNB az euro biztonságos és sikeres bevezetése mellett elkötelezett, aminek feltétele a bevezetés optimális időzítése.

Ódor Lajos szlovák alelnök úgy vélte, hogy az eurozónához történő csatlakozás nagyon összetett kérdés, függ az adott ország intézményi háttérétől, az árfolyamrendszerétől, a gazdasága szerkezetétől, de még a lakossági megítéléstől is. Igazából csak egy olyan határozott vezetőre lenne szükségük, aki mer vállalni némi kockázatot, mert a sikerre nincs teljes körű garancia. Véleménye szerint a nem eurozónás visegrádi országok bármikor be tudnák vezetni az eurót, és jól boldogulnának, ha megfelelő politikákat alkalmaznak. Mind a bent lévő, mind a még kint lévő tagállamoknak egy sikeresen működő eurozónára van szüksége. Ugyanakkor felhívta a figyelmet, hogy az árfolyam leértékelődése nem oldhatja meg a versenyképességi problémákat. Aki hozzászólt ehhez, annak nagyon nehéz dolga lesz az eurozónában, hiszen erre ott nincs lehetőség. Szlovákiának egy jelentős strukturális reformcsomagot kellett végigvinnie, még az euro bevezetése előtt. Ha egy EU-s tagállam be akar lépni az eurozónába, akkor át kell alakítani a gondolkodásmódját, és nem kell megvárni, hogy minden tökéletes legyen. A legnagyobb figyelmet a költségvetési, a makroprudenciális és a munkaerőpiaci politikára kell összpontosítani. Sajnos Szlovákia az utóbbi évtizedben nem tudott előrelépni a strukturális mutatók tekintetében, és jelenleg úgy tűnik, hogy a közepes jövedelem csapdájával küzd.

Ezt követően azt a kérdést vitatták meg, hogy arányban van-e a szolidaritási és stabilitási mechanizmus ára az előnyeivel. *A horvát alelnök* szerint az előnyök eddig határozottan felülmúlták a költségeket, és nagyon fontosnak tartja a mechanizmust az egész eurozóna számára. Hatalmas, alacsony költségű és hosszú lejáratú hitelezési kapacitásról és jelentős transferről van szó, amely válság idején ellenállóképességet és stabilitást biztosít, költségvetési megtakarításokat jelent, továbbá segít megakadályozni a tovagyűrűző negatív hatásokat.

Cseh részről némi aggály merült fel, hogy ez a mechanizmus mennyire van összhangban a Maastrichti Szerződéssel, illetve hogy ez a válságot tompító mechanizmus, valamint az Európai Központi Bank politikája – amely megpróbálja lenyomni a kockázati felárat – az egyébként szükséges strukturális reformok elhalasztásához

vezethet. Ez viszont felveti az erkölcsi kockázat kérdését, ráadásul ezáltal a nem versenyképes országok a hatalmas transzferek ellenére továbbra sem lépnek előre.

Magyar részről az hangzott el, hogy túl korai megítélni a szolidaritási és stabilitási mechanizmus előnyeinek és hátrányainak egyenlegét, amely sokkal jobb most, mint tíz évvel ezelőtt. Komoly eredmények születtek például a bankunió létrehozásával, de a betétbiztosítási rendszer még nem jött létre. Ugyanakkor sok probléma megoldatlan még, lásd a fiskális unió vagy a belső egyensúlytalanságok kérdését.

A *szlovák résztvevő* kiemelte, hogy hibásnak tartja azt a hozzáállást, hogy egy rendszer működése kapcsán csak a pénzügyi költségek és hasznok egyenlegét vizsgálják. Itt nem egy megtérülő befektetésről, hanem inkább egyfajta biztosítási mechanizmusról van szó. Másrészt az európai intézményrendszernek még mindig számos, a sikerességhez szükséges, nagyon fontos eleme hiányzik. Sajnos például nincs egy ex-ante szuverén restrukturálási mechanizmus, nincs világos menetrend egy nagyobb fiskális integráció irányába, továbbra is fennáll a bankok és az állam közötti ördögi kör, konkrét példaként a koncentrációs limit és a szuverén kockázati felár hiányát említette.

A *lengyel alelnök* szerint is az európai stabilitási mechanizmus és a bankunió nagyon pozitív fejlemények, de például hiányzik a közös betétbiztosítási alap. Az előnyök tekintetében a szélesebb értelemben vett hasznosságot kell számításba venni. A költségek között pedig figyelembe kell venni, hogy azt is meg kell fizetni, amikor a hatáskörök európai szintre kerülnek átruházásra, és emiatt a végrehajtandó politikák kevésbé illeszkednek a helyi pénzügyi rendszer szükségleteihez.

Az utolsó téma a közös monetáris politika jövője volt. *Horvátország* számára a közös monetáris politika egyértelműen előnyösnek tűnik, mivel mind pénzügyi, mind kereskedelmi szempontból erősen integrálódott az eurozónába. Emellett magas az euroizáltság szintje, ami kulcsfontosságú tényező az eurozónához való csatlakozás kérdésében, mivel emiatt az árfolyam- és kamatlábpolitika alkalmazhatósága korlátozott körű. Az EKB monetáris politikája megfelelőnek tűnik Horvátország számára. Emellett az alelnök kiemelte, hogy javult a konjunktúraciklusok szinkronizáltsága.

Lengyelország szemszögéből nézve a konjunktúraciklusok még nem eléggé harmonizáltak az eurozónáéval, a lengyel növekedési ütem, az infláció és a hosszú távú kamatlábak mértéke is jóval magasabb, mint az eurozónában, emellett a zloty átmeneti leértékelődése külső sokkok esetén továbbra is egyfajta előnynek számít.

Csehország számára is fontos, hogy az eurozóna monetáris politikája sikeres legyen, függetlenül attól, hogy eurozóna-tag vagy sem, hiszen ez minden EU-s tagállamra hatással van. Az eurozóna azonban még mindig alapvető strukturális gyengeségekkel küzd, ami az összetételéből adódik. Nagy kérdés, hogy az eurozóna jelenlegi architektúrája mennyire válságálló. A közös fiskális kapacitás létrehozása stabilizáló

funkciót tölthetne be, de ez azt a veszélyt is magában rejtheti, hogy állandósult transzferek lesznek a versenyképes tagállamoktól a kevésbé sikeresek irányába, és ez politikailag nagyon nehezen kezelhető.

Az *MNB alelnöke* szerint a közös monetáris politika jelentős kihívásokkal szembesül. Az infláció globálisan emelkedik, bár még nem tudható, hogy ez átmeneti jellegű-e. Az viszont látható, hogy az eurozóna egyes tagállamaiban 1 százalék körüli, míg más tagállamokban az 5 százalékot is elérte. Nagy kérdés, hogy erre hogyan reagál majd az EKB. A másik fontos tényező a zöldforradalom, amely trenddé vált a világ központi bankjaiban, és várhatóan ezt az EKB is követni fogja. A harmadik tényező a digitalizáció, a digitális fizetőeszközök, ami nagyon aktuális téma globális szinten. A 21. században azok az országok, amelyek a digitális pénz terén megnyerik a versenyt, a reálgazdasági téren is komoly előnyre fognak szert tenni.

A *szlovák alelnök* szerint a digitalizáció és a zöld aspektusok lehetőségeket és egyben kihívásokat is jelentenek. Az infláció tekintetében kevésbé aggódott, az elmúlt tíz évben nagyon alacsony volt az infláció az eurozónában. Jó lenne, ha az infláció hosszú távon a cél közelében lenne. Ugyanakkor óvatosnak kell lenni, nehogy ellenőrizetlen legyen az inflációs környezet. Nagy kihívás, hogy az európai monetáris politikának nemcsak monetáris politikai kérdésekkel kellett foglalkoznia, hanem olyanokkal, amelyek inkább a fiskális politikához tartoznak. A másik kulcsfontosságú téma, hogy az eurozóna túlságosan sokat koncentrált a belső problémáira, és szem elől veszi a globális összképet.

Összességében igen élvezetes, gondolatébresztő panelbeszélgetést láthatott a közönség, amelynek során számos elgondolkodtató téma merült fel, és átfogó képet kaphatott a központi bankok véleményéről a közeljövő várható nagy kérdéseivel és kihívásaival kapcsolatban.

A fenntarthatósági szekcióban idén négy előadást, valamint egy panelbeszélgetést hallgathattak meg az érdeklődők. *Kandrács Csaba*, a Magyar Nemzeti Bank alelnöke, az MKT Fenntarthatósági Szakosztályának elnökségi tagja előadásában az MNB által 2019-ben elindított Zöld Program életútját, az azzal összhangban megtett felügyeleti lépéseket mutatta be. Az MNB alelnöke egy rövid helyzetértékelés keretében ismertette, hogy egy klímakockázatokról szóló felmérés alapján a magyar bankok esetében az alacsony felkészültséghez magas kockázat párosul, ráadásul egyes intézmények kitétsége már stabilitási kockázatot is jelenthet. Kiemelte továbbá, hogy a hazai kötvénypiac gyorsan zöldül, de a zöldpénzügyi termékek egyelőre nem terjedtek el kellő mértékben. Ezt követően a Zöld Programot, annak 3 pillérét és gyakorlati megvalósulását prezentálta. Az első pillér, a pénzügyi rendszert érintő intézkedések részeként az MNB felügyelete Zöld Ajánlást készített a hitelintézetek számára, a zöldfinanszírozás beindítását ösztönző zöld-tőkekövetelmény-kedvezményeket vezetett be, továbbá kidolgozás alatt van egy fenntartható tőkepiaci stratégiai dokumentum, valamint klíma-stresszteszt is.

Kandrács Csaba alelnök ezután röviden ismertette az MNB oktatási és kapcsolat-építési tevékenységét, amely a Zöld Program második pillére, végezetül pedig bemutatta a harmadik pillér részeként megtett lépéseket: az MNB 5 év alatt 80 százalékos kibocsátáscsökkenést szeretne elérni saját működésében, a fennmaradó részt semlegesíteni kívánja faültetési programjával, továbbá egy klímaváltozással kapcsolatos pénzügyi jelentést, az úgynevezett TCFD-jelentést is publikálni fog.

Kolozsi Pál Péter, a Magyar Nemzeti Bank Jegybanki Eszköztár, Devizatartalék és Kockázatkezelési Igazgatóságának igazgatója a 21. század megatrendjei után bemutatta, hogy miért indokolt a jegybankok klímaváltozással, környezeti fenntarthatósággal kapcsolatos szerepvállalása. Hangsúlyozta, hogy a fenntarthatóság szorosan kapcsolódik a jegybankok hagyományos mandátumaihoz, az árstabilitás eléréséhez és fenntartásához, a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásához és a reálgazdaság támogatásához. Ezt megerősíti, hogy a világ vezető jegybankjai is aktívan foglalkoznak a témával. Az MNB jegybanki körökben korai belépőnek számít a zöldülésben, 2021 tavaszán az MNB fenntarthatósági mandátumot kapott az Országgyűléstől. Fontos mérföldkő volt továbbá az MNB zöldeszköztár-stratégiájának megalkotása és 2021 júliusi publikálása, amely az eddigi, főleg felügyeleti zöldintézkedések után a monetáris politika zöldítésének irányait mutatja be. A stratégiai dokumentumban körülírt jövőkép és küldetés is bemutatásra került, előadását pedig az eszköztár zöldítésének két olyan kijelölt irányával zárta, amelyek már meg is valósultak. Ennek megfelelően ismertette a 2021 augusztusában elindult Zöld Jelzáloglevél-vásárlási Programot, céljait és paramétereit, végül pedig a fedezetkezelés zöldítésének indokait és működését.

Vízkeleti Sándor, az Amundi Alapkezelő Zrt. vezérigazgatója, a Befektetési Alapkezelők és Vagyonkezelők Magyarországi Szövetségének (BAMOSZ) elnöke, az MKT Fenntarthatósági Szakosztályának elnökségi tagja „*Fenntarthatóság és ami mögötte van*” címmel, Q&A-formában tartotta meg előadását. Kiemelte, hogy a fenntarthatósági szempontoknak egyre nagyobb súlya van a befektetési döntéshozatalban. Míg korábban szubjektív módon próbálták ezen szempontokat figyelembe venni a vállalatok értékelésekor, addig mostanra kialakult már egy eszköztár, az ENSZ 17 Fenntartható Fejlődési Céljára épülő ESG-módszertan, ami segíti a befektetőket a döntéshozatalban. Megjegyezte, hogy eleinte sok vállalat pluszterhernek élte meg ezt, azonban sokan rájöttek, hogy mennyire fontos a befektetők véleménye, erre példaként a Volkswagen-csoport dízelbotrányát hozta fel. Az ESG-szempontok elterjedése miatt sok vállalat készít fenntarthatósági stratégiát, a különböző érdekelt (stakeholderek) véleményét figyelembe véve. Kiemelte továbbá, hogy befektetői oldalról nézve egyre jobban részesévé válnak a befektetési stratégiáknak az ESG-szempontok, továbbá egyre keresettebbek az impact termékek, melyek dedikált célja a fenntarthatóság. Végezetül a fenntarthatósági közzétételekről szóló uniós

rendelet, az SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) ügyféltájékoztatósi kötelezettséggel kapcsolatos vetületeit is ismertette.

Lóga Máté, a Magyar Nemzeti Bank Strukturált Finanszírozás Stratégiai Igazgatóságának igazgatója zöldkötvényekről és azoknak a Növekedési Kötvény-programban (NKP) történő kibocsátási lehetőségeiről tartott prezentációt. Először röviden ismertette az NKP eddigi eredményeit a zöldkötvények tekintetében, majd részletesen bemutatta a két legnagyobb nemzetközi zöldkötvény-standardot, az ICMA Zöld Kötvény Elveket (Green Bond Principles, GBP) és a CBI Klímakötvény Standardját (Climate Bonds Initiative, CBI). A két standard kapcsán a minősítési folyamatokat, a külső felülvizsgálat típusait, valamint a két standard közötti eltéréseket is prezentálta. Ezután ismertette a zöldkötvény-kibocsátás előnyeit, melyek között a pozitív marketing-értéket, az ESG-befektetők elérését és az MNB Zöld tőkekövetelmény-kedvezményét említette meg. Végezetül áttekintette a fenntarthatósághoz kötött kötvényeket (Sustainability-Linked Bond), azok eltéréseit a zöldkötvényektől.

A négy előadás mellett egy panelbeszélgetés is része volt idén a fenntarthatósági szekciónak. A beszélgetés moderátora *Végh Richárd*, a Budapesti Értéktőzsde Zrt. vezérigazgatója, az MKT Fenntarthatósági Szakosztályának elnöke volt, a résztvevők pedig *Iffy Chikán Attila*, az Alteo Nyrt. vezérigazgatója, az MKT Fenntarthatósági Szakosztályának elnökségi tagja, valamint *Vajda Attila*, a Vajda Papír Kft. alapító-tulajdonosa, ügyvezető igazgatója voltak. A két cégvezér először röviden bemutatta vállalataik működését, majd áttértek a pandémia hatásaira, melyek közül Chikán Attila kiemelte, hogy a vállalatvezetőknek újfajta bizalmat kellett kipróbálniuk munkatársaik irányában, és hogy erősödtek a puha kritériumok a munkavállalók szemében. Ezzel egyetértve Vajda Attila kiemelte a környezettudatosság erősödését és norvég központjuk által szerzett ismereteik jelentőségét. Az ellátási láncok kapcsán kapott kérdésre válaszolva Chikán Attila megjegyezte, hogy az üzembiztonság, a költséghatékonyság és a fenntarthatóság hármásában igyekeznek megtalálni az optimumot, a partnerek igényeivel összhangban. Ezután kiemelte a decentralizált energiatermelés népszerűsödését, valamint hogy a pandémia hatására a vállalatok újragondolták energiastatégiájukat. Vajda Attila szerint a jövő nagy kihívása az lesz, hogy lesz-e elég munkavállaló a termelő szektorban és őket hogyan lehet képezni, illetve hogy a robotizáció milyen hatással lesz a működésre. Áttérve a finanszírozási vetületekre ismertette, hogy a Vajda Papír Kft. volt az első termelő vállalat Magyarországon, amely zöldkötvényt bocsátott ki.

Chikán Attila a részvénypiaccal kapcsolatban ismertette, hogy a nagyobb piacokon a jobb ESG-minősítéssel rendelkező cégek értéke markánsan jobb volt az elmúlt években. A kötvények kapcsán megjegyezte, hogy két kibocsátásukat, amely az MNB NKP segítségével valósult meg, erős túljegyzés kísérte. Elmondta továbbá, hogy az ESG-szemponatok integrálása nem csak kötelesség, hanem versenyelőnyt jelenthet, és könnyebben juthat finanszírozáshoz egy ESG-szemponatokat figyelembe

vevő vállalat, sőt ez akár idővel a vállalat fennmaradásának feltétele is lehet. *Vajda Attila* ehhez azt fűzte hozzá, hogy bármely vállalat képes tenni a fenntarthatóságért, továbbá esetükben például a víz- és villamosenergia-felhasználásból eredeztethető megtakarítások komoly versenyelőnyt jelentenek. Végezetül, ismét a munkavállalókra kitérve, kiemelte, hogy a fenntarthatóság fontos tényező a munkavállalókért folytatott versenyben, a fiatal generációk pedig jóval érzékenyebbek ebből a szempontból.

A 2021. évi Közgazdász Vándorgyűlés versenyképességi szekcióülése immáron hatodik alkalommal került megrendezésre. Az MKT Versenyképességi Szakosztálya által szervezett szekció a koronavírus-járvány utáni időszakra fókuszálva vizsgálta a *versenyképesség és fenntarthatóság kulcskérdéseit* egy nyitóelőadás és egy kerekasztal-beszélgetés keretében. A nyitóelőadást *Parragh Bianka*, a MNB Monetáris Tanácsának tagja, a Nemzeti Közszerződési Egyetem kutatás-fejlesztési tanácsadója tartotta, „*Ösztönző állam a versenyképességért és a fenntarthatóságért*” címmel. A szekcióülés kerekasztal-beszélgetése „*Melyek a versenyképesség és fenntarthatóság kulcskérdései a koronavírus-járvány után?*” címmel zajlott, melynek résztvevői *Csath Magdolna* egyetemi tanár, a Versenyképességi Tanács tagja, *Lovász László* kormányzati stratégiai kutatásokat ellátó miniszteri biztos és *Jánoskúti Levente*, a McKinsey vezető partnere voltak. Az állami, az akadémiai és a vállalati szektor képviselőit felvonultató, sokrétű diskurzust *Baksay Gergely*, az MNB ügyvezető igazgatója moderálta.

Parragh Bianka előadásában részletesen ismertette, hogy az ösztönző állam modellje miként segítheti elő a hosszú távú versenyképességet és fenntarthatóságot. Csak az erős állam képes olyan hatékony ösztönzőrendszert alkotni, amely *a többi gazdasági szereplőt tartós együttműködésre készíteti*. Ez az ösztönző állammodell hazánk esetében is sikeres volt a 2010-es években előbb az adóreform, majd 2013-tól a monetáris politika megújítása terén, sőt a koronavírus-járvány kezelésében is, ami hozzájárult a gyors hazai gazdasági helyreálláshoz. Az ösztönző állammodell aktív szerepvállalást jelent, egyensúlyt képezve a tisztán piaci koordináció és a bürokratikus állami szabályozás között a pozitív ösztönzők aktív alkalmazása, illetve az érintett szereplőkkel való konstruktív piaci együttműködés révén.

Magyarországon különlegesen sikeres példát jelentett az ösztönző állam működésére a *devizahitelek forintosítása*, ami a kormányzat, a jegybank és a Bankszövetség együttműködésével zajlott le 2014–2015-ben. További sikeres példa a jegybank *Növekedési Hitelprogramja*, melynek keretében a hazai kis- és középvállalkozások számára biztosítottak kedvező hiteleket, és amely hatékonyan bizonyult a befagyott hitelpiac újjáélesztésére. A kormányzati intézkedések között a legkiemelkedőbb eredménnyel a 2010-től bevezetett adóreform, azon belül az *egykulcsos személyi jövedelemadó* bevezetése áll, amely hatékonyan ösztönözte a munkavállalást és

döntően hozzájárult ahhoz, hogy az évtized végére mintegy 850 ezer fővel többen dolgozzanak, mint 2010-ben.

A példa nélküli egészségügyi és gazdasági kihívást jelentő koronavírus-válság elleni küzdelemben is sikeresnek bizonyultak az ösztönző állam eszközei. A járvány során a döntéshozóknak egyszerre három területen kellett megoldást találniuk: meg kellett védeni a *lakosság egészségét, mérsékelni a gazdasági válságot* és elkerülni a *pénzügyi egyensúly* túlzott felborulását. A válságkezelés eredményességét az MNB Járványkezelési Versenyképességi Indexével szemléltette az előadó. A jegybank indexe 9 mutató² vizsgálatával komplex szemléletben ragadja meg a válság által sújtott területek mindegyikét (egészség, reálgazdaság, pénzügyi egyensúly). A 2020–2021-es magyar válságkezelés a területek többségében jobbnak bizonyult a többi visegrádi ország átlagos teljesítményénél. A magyar oltási program az egyik leggyorsabb volt az Unióban, és a munkanélküliséget sikerült az egyik legalacsonyabb szinten tartani. Továbbá az MNB programjainak és a hitelmoratóriumnak köszönhetően a válság alatt hazánkban bővült a leggyorsabban a bankrendszer által a magánszektorban nyújtott hitelállomány az Európai Unióban. A jegybanki index mutatóiban elért teljesítményt összegezve Magyarország a 7. legeredményesebben kezelte eddig a Covid-válságot az EU-ban – emelte ki *Parragh Bianka*.

Az előadó végül a magyar gazdaság előtt álló potenciális kihívásokra is kitért. Már a koronavírus-járvány kezdete előtt világossá vált, hogy a termelékenység bővítéséhez olyan versenyképességi tényezőkre kell fektetnünk, mint a kutatás és fejlesztés ösztönzése vagy a humántőke fejlesztése. *Parragh Bianka* szerint a magyar gazdaság számára a *tudás- és technológiaintenzív növekedési pályára való átállás* az egyik legfontosabb, hosszú távú kitörési lehetőség. A járvány okozta válság azonban új kihívásokat is felszínre hozott. Kiemelte, hogy a következő évtized megnyeréséhez már nem elegendő csupán a gazdasági növekedésre vagy a pénzügyi egyensúlyra törekednünk, hanem a gazdasági modellnek minden aspektusból *fenntarthatóvá* kell válnia. A fenntarthatóság és a versenyképesség egyidejű javítását elsősorban a *gazdaság zöldítésén és digitalizációján* át érhetjük el. Mindkét folyamat jelentős állami ösztönzést igényel: a körforgásos gazdaság elérése érdekében például zöld-államkötvények kibocsátása, míg a digitalizációhoz többek közt a KKV-k digitalizálásának támogatása vagy az állami e-közigazgatás fejlesztése területén. A jövőben az ösztönző államnak folytatnia kell azon gazdasági ösztönzők erősítését, amelyek a fenntartható felzárkózást szolgálják.

A nyitóelőadást követő kerekasztal-beszélgetésen *Baksay Gergely* első kérdésként azt fogalmazta meg, hogy a versenyképesség szintje összefügg-e a járvány elleni

² Az MNB Járványkezelési Versenyképességi Indexének kilenc mutatója: (1) betegek száma, (2) Covid-halálozás és a többlethalálozás együttes mutatója, (3) lakosság átoltottsága, (4) GDP-változás 2019 végéhez képest, (5) foglalkoztatottak számának változása 2019 végéhez képest, (6) munkanélküliségi ráta, (7) államháztartási hiány, (8) folyó fizetési mérleg egyenlege és (9) a hitelintézeti hitelállomány változása.

védekezés sikerességével. *Csath Magdolna* professzor asszony szerint ezt az eredményt kevésbé érdemes a versenyképességhez kötni. Elmondta, hogy a kilábalás gyorsaságát inkább a gazdaság szerkezetének (nemkonjunkturális, azaz válságálló ágazatok arányának), valamint a gazdaságpolitikai reakcióknak tulajdonítaná. Az egészségügyi versenyképesség szerepe azonban nem elhanyagolható, hiszen a járvány lefutását nagyban befolyásolta, milyen egészségi állapotban érte a pandémia az egyes országok lakosságát.

A kérdésre reflektálva *Jánoskuti Levente* kiemelte, hogy a versenyképességnek vannak olyan tényezői, amelyek szerepet játszhattak a válságkezelés eredményességében. Erre utal, hogy a McKinsey felmérése szerint a digitálisan jobban felkészült országok tudták ezt az időszakot sikeresebben átvészelni. *Lovász László* miniszteri biztos az intézmények versenyképességének, hatékonyságának fontosságát hangsúlyozta, ami a nagy kihívások elleni küzdelemben, mint a járványok vagy a klímaváltozás, különösen jelentős szerepet játszik. Ezért üdvözölte a Magyar Nemzeti Bank 330 pontos kiadványát is, amely érdemben segítette az állam, az MNB, illetve a versenyképességgel foglalkozó szakmai és tudományos szervezetek együttműködését.

A beszélgetés azzal folytatódott, hogy változott-e a versenyképességi tényezők fontossági sorrendje, súlya a járványt megelőző időszakhoz képest. *Csath* professzor asszony szerint egyrészt nagyon sok fog múlni azon, hogy a vállalatok üzleti modelljükkel lekövetik-e a vevők változó igényeit (digitalizáció, élményvezérelt vevőkapcsolat), másrészt olyan puha tényezők értékeltődtek fel, mint hogy mennyire becsüli meg egy társadalom a teljesítményt. A McKinsey vezető partnere úgy vélte, nem a versenyképesség összetevőinek megváltozásáról van szó, hanem inkább a fejlődés folyamatainak felgyorsulásáról, amit például jól mutat, hogy a digitális szolgáltatásokat használók tekintetében Magyarország felzárkózott a nyugat-európai országokhoz. A McKinsey amerikai vállalatokat vizsgálva azt találta, hogy amely vállalatok képesek voltak a Covid19-járvány időszaka alatt is innovációba fektetni, illetve nagyobb mennyiségű volt a K+F-költségük, azok a pandémia alatt sem szenvedtek bevételcsökkenést. A miniszteri biztos azt a trendet hangsúlyozta, hogy a mesterséges intelligencia, az automatizáció és a technológiai innováció szerepe fokozottan nőni fog, ami számos munkahelyet átalakít majd. Ez abban is megmutatkozik, hogy hazánkban a magas hozzáadott értékű termékek exportja nőtt az elmúlt években.

Meghatározó volt a beszélgetésben az a gondolat, hogy hiába állnak rendelkezésre előremutató technológiai innovációk, ha nincsenek olyanok, akik üzemeltessék. Az előadók egyetértettek abban, hogy az egyszerűbb, alacsonyabb képzettséget igénylő munkák kerülhetnek leginkább automatizálásra vagy helyettesítésre mesterséges intelligencia által. Ezért fontosnak vélték, hogy minél magasabb hozzáadott értékű munkák dominálják az iparágakat. Elhangzott az is, hogy a munkavállalóknak nagyjából 50 százaléka pályamódosításra fog kényszerülni. A diskurzus során minden résztvevő elengedhetetlennek vélte a képzettség növelését, a felsőoktatásban

főként a STEM³-tudományterületeken. Az oktatás és a digitális képességek fejlesztése mellett a K+F-re áldozott források növelését is szükségszerűnek ítélték a globális trendekhez történő alkalmazkodásban.

Baksay Gergely végül arról is kérdezett, milyen a versenyképesség és a fenntarthatóság kapcsolata. *Jánoskúti Levente* úgy fogalmazott, mára már a versenyképesség részévé vált a fenntarthatóság, ami szabályozói, társadalmi és tőkepiaci nyomásnak is köszönhető. Ez utóbbira példaként szolgálhat, hogy a zöldbejelentésekre mennyire intenzíven és gyorsan reagálnak a tőkepiacok. *Lovász László* is egyetértett azzal, hogy ez a két fogalom kéz a kézben járnak, azonban felhívta a figyelmet, hogy nem feltétlenül minden megoldás fenntartható, amit annak gondolunk. A Nemzetközi Energiaügynökség számításai szerint a megújuló energiával összefüggésben létrehozott új technológiák jelentős ásványianyag-szükséglete akár hatszorosa is lehet a mainak a 2050-es karbonsemlegességi cél eléréséig. Például a szél erőművek energiatermeléséhez szükséges ásványianyag-igény (a turbinák ásványianyag-igényes lapátjai miatt) 3–4-szeres lehet, mintha ugyanezt az energiát atomenergiából nyertük volna. *Csath Magdolna* azt hangsúlyozta, hogy a versenyképesség ugyanúgy hosszú távú fogalom, mint a fenntarthatóság, ezért nélkülözhetetlen a körforgásos gazdaság megteremtése, amihez a társadalom szemléletváltására is szükség van. Zárógondolatként megfogalmazásra került, hogy a hatalmas gazdasági, társadalmi, és technológiai változások közepette elemi jelentőségű, hogy tiszta jövőképpel, hosszú távú stratégiával rendelkezünk.

³ STEM: angol betűszó, amely a természettudományos, a technológiai, a mérnöki és a matematikai tudományterületekre utal a felsőoktatásban (angolul: Science, Technology, Engineering and Mathematics).

Digitális jegybankpénz és a renminbi szerepe a koronavírus-járvány után – Beszámoló a Budapest Renminbi Kezdeményezés Konferenciáról*

Mikes Veronika – Puhl Györgyi

2021. szeptember 16-án a Magyar Nemzeti Bank (MNB) immár hatodik alkalommal rendezte meg a Budapest Renminbi Kezdeményezés Konferenciát “Central Banks’ vaccine against Covid19 and the role of China and the RMB in the post-pandemic era” címmel. A pandémia nem várt kihívások elé állította az emberiséget, azonban új lehetőségeket is hozott magával. A korábban kialakult megatrendek, a digitalizáció és a környezeti fenntarthatóság új lendületet kapott az utóbbi időszakban, és hatásuk a pénzügyi rendszert sem kerülhette el. A digitális jegybankpénz (CBDC) fejlesztése kiemelkedő lehetőségeket rejt magában, amellyel kapcsolatban élénk párbeszéd zajlik a szakértők és a jegybankok képviselői között. Ezen a téren kiemelkedik Kína, amely minden más országnál előbbre jár a digitális jegybankpénze tesztelésében, és a válság kezelésében is látványos eredményeket ért el. A Kínával való jó kapcsolatokat erősítendő az MNB 2015-ben útnak indította a Budapest Renminbi Kezdeményezés Konferenciát, amely idén a központi bankok Covid19 okozta globális válság elleni védekezését, Kína és a Renminbi (RMB) járvány utáni szerepét, valamint a digitális jegybankpénz fejlődését járta körül elismert nemzetközi és hazai szakértők közreműködésével.

A koronavírus-járvány eddig nem tapasztalt kihívások elé állította a világ nemzeteit, tesztelve az egyes országok válságkezelési képességeit. Az egészségügyi válság és a sorozatos lezárások nyomás alá helyezték a gazdaságot, és több milliárd ember életében hoztak alapvető változásokat. A veszteségek mellett azonban a járvány új lehetőségeket is nyitott a további kooperációra és fejlődésre. Az utóbbi évtizedekben elindult trendek, így a digitalizáció és a környezeti fenntarthatóság új lendületet kapott az elmúlt válságos időszakban, a válságkezelés bajnokai pedig a helyzeti előnyükben rejlő lehetőségek kiaknázása felé fordultak. A koronavírus-járvány ismételtén rámutatott a digitalizáció lehetőségeire a pénzügyi rendszerben, és a megbízható elektronikus fizetési lehetőségek fontosságára hívta fel a figyelmet, amelyek kialakításában kiemelt szerep jut a központi bankoknak. Kína eredményes válságkezelése mellett jelentős eredményeket ért el a digitális jegybankpénz

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

Mikes Veronika a Magyar Nemzeti Bank szakértője. E-mail: mikesv@mnb.hu
Puhl Györgyi a Magyar Nemzeti Bank szakértője. E-mail: puhlgym@mnb.hu

kutatásával és tesztelésével kapcsolatban is, fontos tanulságokkal szolgálva a világ többi országa számára, s habár még mindig a dollár dominál a nemzetközi kereskedelem és pénzügyi piacok tekintetében, a renminbi nemzetközivé tételére tett erőfeszítései is megtérülni látszanak.

Az MNB 2015 márciusában, a Jegybanki Renminbi Programjához kapcsolódóan indította útjára a Budapest Renminbi Kezdeményezés Konferenciát, amelynek célja a kínai jegybankkal (People's Bank of China, PBoC) kialakított szoros kapcsolat további erősítése, valamint a kínai renminbi nemzetközivé válásának fontosságáról és hatásáról szóló párbeszéd elősegítése volt. A kezdeményezés nem titkolt szándéka, hogy elősegítse a renminbi nemzetközi súlyának növekedését, erősítse a kínai-magyar gazdasági kapcsolatokat, valamint megerősítse Budapest szerepét a kínai-közép-európai kapcsolatokban. A kezdeményezéssel az MNB fontos törekvése volt, hogy szélesítse a magyarországi befektetési és finanszírozási források körét, s elősegítse a határokon átnyúló gazdasági tevékenység növekedését. A hatodik Budapest Renminbi Kezdeményezés Konferencia e célok és a koronavírus-járvány okozta nemzetközi helyzettel összhangban Kína válságkezelését, a renminbi nemzetközivé válását, és nem utolsósorban a digitális jegybankpénz fejlődését vette górcső alá kínai és nemzetközi szakértők hathatós támogatásával.

A konferenciát *Patai Mihály*, az MNB nemzetközi kapcsolatokért, készpénzlogisztikáért, pénzügyi infrastruktúráért, digitalizációért és hitelösztönzésért felelős alelnöke nyitotta meg, hangsúlyozva, hogy a világ a koronavírus-válság után vitathatatlanul meg fog változni. Véleménye szerint az elmúlt 40 évben kialakult két megatrend, a digitalizáció és a környezeti fenntarthatóság kérdése meghatározó lesz a következő két évtizedben, és jelentősen formálni fogja az emberiség jövőjét. A felgyorsuló digitalizáció és a pénz forradalma az egész pénzről és központi bankokról való gondolkodásunkat átalakíthatja, míg a jegybankok egyre aktívabb szerepet vállalnak a gazdaság zöldítésében, amelyre kiváló példa az MNB idén megszerzett, Európában egyedülálló zöld mandátuma. Mindazonáltal az elmúlt 40 évben a korábban említett két megatrenden kívül számos más jelentős esemény is történt, amelyek közül kiemelkedik Ázsia, és azon belül is Kína felemelkedése, amely régió gazdasági és geopolitikai súlya a jövőben továbbra is nőni fog. Kiemelte, hogy bár a nemzetközi kereskedelem 70–75 százalékát a dollár dominálja, a renminbiben elszámolt külkereskedelmi tranzakciók az utóbbi évtizedben az ötszörösére nőttek, valamint az utóbbi négy évben a renminbi mértéke megháromszorozódott a nemzetközi devizatartalékokban az IMF adatai szerint. Hangsúlyozta, hogy a magyar és kínai pénzügyi rendszerek egyre inkább összekapcsolódnak, amit a Bank of China magyarországi hosszú távú jelenléte is bizonyít, valamint a China Construction Bank is hamarosan megkezdheti működését országunkban. Szintén kiemelendő a kínai államkötvények jelenléte a magyar devizatartalék-portfólióban, valamint az MNB 2013-ban kötött hároméves devizaswap megállapodása a PBoC-vel, amit azóta többször megújítottak.

A konferencián videóüzenetében *Szijjártó Péter* külgazdasági és külügyminiszter kiemelte, hogy a koronavírus-járványt követő új világgazdasági korszakban a befektetésekért való versengésben Magyarország sokat profitálhat a keleti nyitás politikája jegyében Kínával kialakított kiváló kapcsolataiból. Ennek is köszönhetően Magyarország az Európai Unió leggyorsabb oltási kampányát tudta végrehajtani, ami a gazdaság újraindításának az alapja lehetett. Kiemelte, hogy a 2010-ben indított keleti nyitás politikája a kölcsönös tiszteleten alapul és mindkét ország profitál belőle. A külügyminiszter méltatta az erősödő kínai befektetési és kereskedelmi kapcsolatokat, s hogy minden nehézség ellenére a tavalyi évben 25 százalékkal nőtt a kereskedelem volumene a két ország között, míg idén több mint 50 százalékkal nőtt a magyar export Kínába. A jó kapcsolatokat bizonyítja, hogy a Bank of China Magyarországon alakította ki regionális központját, továbbá 2020-ban a kínaiak hozták a legtöbb befektetést az országba. A külügyminiszter büszkeségét fejezte ki, hogy Közép-Európában Magyarország elsőként írta alá az Egy Övezet, Egy Út Kezdeményezés (Belt and Road Initiative, BRI) egyetértési nyilatkozatát.

A megnyitót *Dayu Qi*, a Kínai Népköztársaság Magyarországon akkreditált rendkívüli és meghatalmazott nagykövete videóüzenete zárta, aki a magyar keleti nyitás politika, valamint az Egy Övezet, Egy Út kezdeményezés fontosságára világított rá a kétoldalú kapcsolatok elmélyítésében. Hangsúlyozta, hogy a közép-kelet-európai régióban Magyarország a fő célpontja a kínai befektetéseknek, emellett Kína nagy jelentőséget tulajdonít a renminbi fejlesztésének a közép-kelet-európai piacokon és az európai RMB-kötvénypiac további bővítését tervezi. Hozzátette, jelenleg Magyarország az egyetlen szuverén ország, amely dim sum kötvényt és panda kötvényt is kibocsátott. Kiemelte, hogy a renminbi nemzetközivé tétele kulcsfontosságú a kínai gazdaság fellendülésében, valamint támogatást nyújt az Egy Övezet, Egy Út és a keleti nyitás politikájához. A kínai gazdaság tekintetében elmondta, hogy a kínai GDP 12,7 százalékkal nőtt az idei első félévben, a kínai gazdaság gyors felépülése pedig lehetőséget nyit az RMB nemzetközivé tételére. Az RMB settlement index 2019 és 2020 között 13,4 százalékról 16,1 százalékra nőtt, ami mutatja, hogy egyre több tranzakcióhoz használják az RMB-t. Hozzátette, a Regionális Átfogó Gazdasági Partnerség (Regional Comprehensive Economic Partnership, RCEP) megalapítása a gazdasági együttműködés fejlesztése mellett szintén támogatja az RMB nemzetközi használatát.

Kínai válságkezelés és az RMB nemzetköziesedése

A konferencia első panelja a kínai válságkezelést, az RMB nemzetközivé tételét és a járvány után kialakuló világgazdaságban és nemzetközi pénzügyi rendszerben betöltött szerepét járta körül, valamint zöld pénzügyi kérdésekre is kitért. A panel moderátora, *Banai Ádám*, az MNB monetáris politikáért és devizatartalék-kezelésért felelős ügyvezető igazgatója felvezetésként elmondta, hogy a koronavírus-járvány

következményeként a jegybankoknak a 2008-as válsághoz képest új típusú, külső irányból érkező válsággal kellett szembenéznük, amely a reálgazdaságban és a pénzügyi piacokon is bizonytalanságot okozott. A jegybankok két okból is kulcs szerepet játszottak a kialakuló gazdasági válság kezelésében. Egyrészt a pénzügyi stabilitás érdekében elegendő likviditást kellett biztosítaniuk a piaci szereplők számára, másrészt fontos szerepük van a gazdaság átalakulását irányító trendeket, így a digitalizációt és a környezeti fenntarthatóságot érintően is.

A panel vitaindító előadásában *Mei Jin* asszony, a kínai jegybank (PBoC) Európai Képviseletének főképviselője kifejtette, hogy a kínai válságkezelés sikerének egyik kulcsa a jegybank hatékony monetáris politikája volt. A PBoC által bevezetett monetáris politikai eszközöknek köszönhetően sikerült enyhíteni a gazdasági szereplők pénzügyi terheit, valamint hitelkedvezményekkel támogatták a KKV-kat. A kínai jegybank végig szilárd és megfontolt monetáris politikát folytatott, nem hajtott végre nullához közeli vagy alacsonyabb kamatcsökkentéseket, illetve nem vezetett be mennyiségi lazításokat. Hangsúlyozta, hogy a PBoC Kína karbonsemlegességi céljaival összhangban, kiemelten kezeli a zöld pénzügyeket, és fontosnak minősítette, hogy a jegybankok erős szabályozási rendszert dolgozzanak ki a zöld pénzügyek fejlesztése és az igazságos piaci feltételek biztosítása érdekében, illetve ösztönözzék a nemzetközi együttműködést. *Gang Yi* jegybankelnökre hivatkozva elmondta, hogy a zöld pénzügyek fejlesztése érdekében mobilizálni kell a magán és állami kézben lévő forrásokat, valamint fel kell állítani egy kötelező információ-közzétételi rendszert, amely segíti az információk megosztását a pénzügyi intézmények között.

A közép-kelet-európai térséggel való pénzügyi kapcsolatok tekintetében elmondta, hogy egyre több központi bank rendelkezik renminbiben denominált pénzügyi eszközökkel, amelyek szerepe várhatóan nemcsak a térségben, hanem globálisan is növekedni fog a jövőben. 2020-ban a renminbi határokön átnyúló használata és a renminbiben denominált tartalékok is gyors ütemben növekedtek. Az Official Monetary and Financial Institutions Forum jelentése szerint a jegybankok 30 százaléka tervezi renminbi devizatartalék-portfólió kialakítását a következő 1–2 évben, illetve a renminbiben denominált eszközökbe fektető jegybankok 70 százaléka tervezi ezen befektetéseinek meghosszabbítását, kiterjesztését. A Morgan Stanley jelentése szerint 2030-ra a világ devizatartalékának 5–10 százaléka kínai renminbiben lesz befektetve.

A panel folytatásában *Kurali Zoltán*, az Államadósság Kezelő Központ Zrt. vezérigazgatója, *Domenico Nardelli*, az Ázsiai Infrastrukturális Beruházási Bank (AIIB) Treasury részlegének vezetője, valamint *Hong Zhong*, a Bank of China pekingi Központi Kutatóintézetének igazgatóhelyettese beszélgetett *Banai Ádám* moderálása mellett. *Kurali Zoltán* elmondta, hogy habár a devizatartalékok tekintetében a kínai renminbi növekedik a legnagyobb ütemben napjainkban, még mindig az amerikai dollár dominál a devizatartalékokban (megközelítőleg 60 százalék) és a kereskedelmi

tranzakciókban (megközelítőleg 80 százalék) is. A tőzsdei kapitalizációk vonatkozásában azonban mára jobban észrevehető a renminbi erősödése, mivel – bár a teljes részvénypiaci kapitalizáció 43 százaléka még mindig az USA-hoz köthető –, Kína tekintetében ez a szám mára meghaladta a 10 százalékot, az Európai Unió esetében pedig 9 százalék körül mozog.

Az RMB nemzetköziesítésével kapcsolatban *Domenico Nardelli* elmondta, hogy az AIIB kötvénykibocsátásával kapcsolatos tapasztalatai alátámasztják, hogy a renminbiben denominált pénzügyi eszközök egyre népszerűbbek a külföldi befektetők körében. Az AIIB 2020-ban kibocsájtott renminbiben denominált kötvényének kétharmadát külföldi befektetők vásárolták meg. *Hong Zhong*, a Bank of China képviselője hozzátette, hogy a renminbi használata hatalmas fejlődésen ment keresztül az elmúlt években. Míg 10 évvel ezelőtt a 17. helyen állt a leggyakrabban használt fizetőeszközök listáján, addig ma már az 5. leggyakrabban használt fizetőeszköz a világon. A pénzügyi tartalékok diverzifikációját tekintve a beszélgetés résztvevői megerősítették, hogy egyre több piaci szereplő dönt úgy, hogy renminbiben denominált pénzügyi eszközökbe fekteti be tartalékait. 2021 első félévének végére a külföldi befektetőknél lévő renminbiben denominált pénzügyi eszközök összege (ideértve a belföldi részvényeket és kötvényeket) rekordot döntött, és elérte a 10 ezer milliárd RMB-t (1,55 ezer milliárd USD), valamint a világ jegybankjainak és monetáris hatóságainak 70 százaléka rendelkezik renminbiben denominált devizatartalékkal. A Bank of China képviselője hozzátette, hogy a jegybankok RMB-ben denominált tartalékai elérték a 287,5 milliárd USD-t, amely több mint kétszerese az öt évvel ezelőtti értéknek. A jelentős növekedés hátterében az áll, hogy Kína mára nem csak egy hatalmas árupiacként jelenik meg más országok számára, hanem befektetések forrásaként is, amely a központi bankok számára indokolttá teszi bilaterális swap megállapodások megkötését.

A „going out” stratégiával kapcsolatban *Hong Zhong* kijelentette, hogy a Bank of China igencsak nagy sikereket tudhat magáénak. 2020-ban a Bank of China külföldi kirendeltségeinek betét-, illetve hitelállománya elérte a 285,1 milliárd USD-t, illetve a 407,8 milliárd USD-t, amely 6,8 százalékos, illetve 4,6 százalékos növekedést jelent az előző év adataihoz képest. A külföldi kirendeltségek bevételei a Bank of China Group összbevételének 18,8 százalékát érték el. A zöldkötvényekkel kapcsolatban elmondta, hogy a kínai kötvénypiac gyors ütemben fejlődik, népszerűségének hátterében több indok áll, így a költségekben jelentkező előnyök (alacsonyabb kamatok a hagyományos kötvényekhez képest), a kötvények többféle kategóriában történő kibocsátása, a fiskális és monetáris politika támogatása, valamint az ESG-irányelvek követése is egyre inkább elvárás a magán- és a közszféra számára is.

A jövő pénze, a pénz jövője – digitális jegybankpénz és az e-CNY

A Budapest Renminbi Kezdeményezés Konferencia második panelja „*What could be the money of the future? What could the future of money be like? – Central bank digital currency and e-CNY as the next step in the evolution of the monetary system?*” címmel a digitális jegybankpénz kérdését vette górcső alá. Szombati Anikó, az MNB Digitalizációért és a FinTech-szektor fejlesztéséért felelős ügyvezető igazgatója a beszélgetés felvezetéseként elmondta, hogy bár a pénz mindig is változó fogalom volt, a 21. század forradalmi változásokat hozott. Hasonlóan a szociális interakciókban történt átalakuláshoz, ahol az internet alapjaiban változtatta meg mindennapi életünket, a technológiai innováció a pénzügy, és a pénzről alkotott elképzeléseinket is át fogja formálni. Kiemelte, hogy a Covid19 okozta traumát követően a nemzetközi pénzügyi piac és a világgazdaság szereplői a jegybankok felé tekintenek, várva, hogy mi lesz a következő lépés a pénz evolúciójában. Eljött az idő, hogy a központi bankok átvegyék a vezetést a pénz innovációjában. Hozzátette, a digitális jegybankpénz átfogó választ nyújthat az új korszak kihívásaira.

Bár számos központi bank vizsgálja a digitális jegybankpénz bevezetésének kérdését, senki sem jutott olyan messzire a témában, mint a kínai jegybank, amely több városban folytat tesztekét saját digitális jegybankpénze, az e-CNY mindennapi használatával kapcsolatban. A második panel vitaindító előadásában a téma elismert szakértője, *Changchun Mu*, a PBoC Digitális Pénz Intézetének főigazgatója ismertette az e-CNY projekt legfrissebb fejleményeit és jellegzetességeit. A PBoC 2021 júliusában kiadta a legelső e-CNY fehér könyvet „*Progress of Research and Development of E-CNY in China*” címmel, amelyben többek között a lakosság digitális jegybankpénzzel kapcsolatos aggályaira kínálnak választ. Kiemelte, hogy az e-CNY a PBoC által kibocsátott fiat pénz digitális változata, ezáltal törvényes fizetőeszköz, amelynek biztosítására kétszintű rendszert alakítottak ki, amelyben egyenlő feltételekkel vehet részt bárki, aki megfelel az előírásoknak. Hangsúlyozta, hogy az e-CNY-t M0-ként pozícionálták, így nem fizet kamatot és nem jelent versenyt a bankbetétek számára, emellett a PBoC sem számol fel plusz költséget partnerei számára. Hangsúlyozta, hogy az e-CNY-rendszer fokozott figyelmet fordít az adatvédelemre az ún. „*managed anonymity*” rendszeren keresztül.

Az e-CNY bevezetése mögötti okokat ismertetve elmondta, hogy az e-CNY bizsósítékot nyújthat a lakossági fizetési rendszernek, ezáltal fenntartva a pénzügyi rendszer stabilitását, a pénzügyi integrációt azok számára is javíthatja, akik a távolabbi területeken nem jutnak hozzá az alapvető pénzügyi szolgáltatásokhoz, valamint javíthatja a központi bank fizetési rendszerének hatékonyságát is. Elmondta, hogy több városban fut pilot program, amelyek helyszíneinek kiválasztása során figyelembe veszik a fontosabb nemzeti és regionális fejlesztési stratégiákat, valamint az adott városra jellemző ipari és gazdasági jellemzőket. Arra a kérdésre, hogy a pekingi

olimpián milyen módon lesz hasznosítva az e-CNY, *Changchun Mu* kifejtette, hogy a külföldi felhasználók számára az adatvédelmi kérdések a leglényegesebbek, emellett kínai bankszámlával sem rendelkeznek, így a hagyományos kínai mobilfizetési rendszereket nem tudják használni. Az e-CNY-rendszer kereteiben azonban a külföldi látogatók csupán egy mobiltelefonszámmal is létre tudnak hozni egy digitális pénztárcát, amelyre bankkártyájuk segítségével pénzt tölthetnek fel. Azok számára, akik az applikációk esetében aggódnak az adatvédelem miatt, IC-kártyát biztosítanak.

Changchun Mu előadását követően *Yanyun Wang*, a China Construction Bank (CCB) Magyarországi Fióktelepének vezérigazgatója, *Lian Cheng*, a Kínai Társadalomtudományi Akadémia (CASS) Pénzügyi és Banki Intézetének profeszszora, valamint *Binur Zhalenov*, a Kazahsztáni Nemzeti Bank Fizetési és FinTech K+F központjának vezetője folytatták a téma elemzését. A kereskedelmi bankok szerepével kapcsolatban *Yanyun Wang* elmondta, hogy a CCB az elsők között csatlakozott az e-CNY teszteléséhez, ami több lehetőséget is kínál számukra, így például csökkenti a fizikai pénz kezelésének költségét, optimalizálja a kereskedelmi bankok üzleti tevékenységét, és elősegíti a kereskedelmi bankok átalakulását, valamint korszerűsítését. Hozzátette, a CCB továbbfejlesztette az alkalmazási modellt, hogy az e-commerce-platformokkal is együtt tudjon működni, valamint offline scenáriókat is kialakított. A digitális jegybankpénz kínai fogadtatásának kérdésében a panel résztvevői egyetértettek, hogy a kínai felhasználók örömmel fogadták az e-CNY bevezetését, mivel Kínában eddig is nagyon népszerűek voltak a mobil fizetési eszközök, emellett az ehhez tartozó promóciós eszközök is megszokottak. *Lian Cheng* viszont rávilágított, hogy emiatt a felhasználók nem látják a különbséget az e-CNY-rendszer és a hagyományos mobilfizetési platformok között, így nem tudatosul bennük, hogy törvényes fizetőeszközről van szó. Emellett arra is rámutatott, hogy a jelenleg futó tesztek limitáltak, így a rendszer teljes kapacitása még nem ismert. Ez különösen igaz az extrém helyzetekre, mint például a természeti katasztrófák, így további tesztekre van szükség.

A kazahsztáni jegybank CBDC-projektjével kapcsolatban *Binur Zhalenov* elmondta, hogy országában a digitális jegybankpénz a nemzeti fizetési rendszer korszerűsítésének része. A digitális tenger bevezetése mögötti egyik fő motiváció a verseny elősegítése azáltal, hogy új infrastruktúrát biztosítanak a pénzügyi intézményeknek új pénzügyi szolgáltatások létrehozásához és a pénzügyi piaci szolgáltatások kínálatának növeléséhez. Emellett a digitális tenger bizonyos aspektusai, így például az offline fizetési lehetőség, elősegíthetik a pénzügyi integrációt és a készpénzmentes fizetések növekedését. A CBDC nemzetközi felhasználásának tekintetében elmondta, hogy a határokon átnyúló tranzakciók a nemzetközi kereskedelem egyik kulcsproblémája, különösen Közép-Ázsiában, a nemzetközi CBDC használatához viszont elengedhetetlen a kooperáció. A jelenleg futó projektek nagy része a technológiára fókuszál, véleménye szerint azonban a legnagyobb kihívást a szabályozás jelentheti.

Hangsúlyozta, hogy mielőtt a technológiai integráció elindulhatna, számos kérdést kell tisztázni. A CBDC azután lesz a következő lépés, miután a világ nagy gazdaságai, ill. a központi bankok úgy döntenek, hogy interoperabilitási szabványokat vezetnek be.

A teljes esemény visszanézhető a konferencia honlapján: <https://www.mnb.hu/en/the-central-bank/conferences/budapest-renminbi-initiative-conference-2021>

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 maximum ± 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 vezetéknevvvel, 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

1013 Budapest, Krisztina körút 55.

Tel.: 06-1-428-2600

E-mail: szemle@hitelintezetiszemle.hu



Hitelintézeti Szemle