

3

HITELINTÉZETI SZEMLE

2015. szeptember

14. évfolyam 3. szám

A nagy hanyatlás kérdése, rövid európai és magyar perspektívában

Niall Ferguson

A globális pénzügyi válság kezelésének nehézségei: elméleti és gazdaságpolitikai tanulságok

Csontos Orsolya – Szalai Zoltán

A kamatcsökkentési ciklus hatása a magyar makrogazdaságra és a pénzügyi piacokra

Felcser Dániel – Soós Gábor Dániel – Váradi Balázs

A lakossági deviza-jelzáloghitelek kivezetése: időzítés és keretrendszer

Kolozsi Pál Péter – Banai Ádám – Vonnák Balázs

A pénzügyi szektorok termelékenységét befolyásoló tényezők vizsgálata, különös tekintettel a szellemi tulajdonjogok hatásaira

Máté Domicián

Ösztönzők és korlátozások a kockázati tőkés szerződésekben

Lovas Anita – Perczes János – Rába Viktória

Takarékszövetkezetek + integráció = hatékonyabb pénzforgalom?

Bodnár László – Delikát László – Illés Bence – Szepesi Ádám

Hitelintézeti Szemle

A Magyar Nemzeti Bank kiadásában megjelenő tudományos folyóirat

A szerkesztőbizottság elnöke:

BALOG ÁDÁM

A szerkesztőbizottság tagjai:

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

Főszerkesztő: SEBESTYÉN GÉZA

Felelős szerkesztő: PÁSZTOR SZABOLCS

Szerkesztő: PENCZ HELGA

Olvasószerkesztő: LÁNG ESZTER

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: HERGÁR ESZTER

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

www.hitelintezetiszemle.hu

HU ISSN 1588–6883

Borítóterv: IZSÓNÉ BIGAI MARIANNA

© Copyright: Magyar Nemzeti Bank

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

3

HITELINTÉZETI SZEMLE

2015. szeptember

14. évfolyam 3. szám

Hitelintézeti Szemle

A szerkesztőség címe: 1054 Budapest, Szabadság tér 9.

Telefon: 06-1-428-2600

Fax: 06-1-429-8000

Honlap: www.hitelintezetiszemle.hu

E-mail: szemle@hitelintezetiszemle.hu

Munkatársaink elérhetősége:

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

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

Pencz Helga szerkesztő e-mail címe: penchh@mnb.hu

Megjelenik háromhavonta.

HU ISSN 1588 6883

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

Tartalom

14. évfolyam 3. szám, 2015. szeptember

TANULMÁNYOK

Csontos Orsolya – Szalai Zoltán:

A globális pénzügyi válság kezelésének nehézségei: elméleti és gazdaságpolitikai tanulságok. 5

Felcser Dániel – Soós Gábor Dániel – Váradi Balázs:

A kamatcsökkentési ciklus hatása a magyar makrogazdaságra és a pénzügyi piacokra 39

Kolozsi Pál Péter – Banai Ádám – Vonnák Balázs:

A lakossági deviza-jelzáloghitelek kivezetése: időzítés és keretrendszer 60

Máté Domicián:

A pénzügyi szektorok termelékenységét befolyásoló tényezők vizsgálata, különös tekintettel a szellemi tulajdonjogok hatásaira 88

Lovas Anita – Perczes János – Rába Viktória:

Ösztönzők és korlátozások a kockázati tőkés szerződésekben 106

Bodnár László – Delikát László – Illés Bence – Szepesi Ádám:

Takarékszövetkezetek + integráció = hatékonyabb pénzforgalom? 122

ESSZÉ

Niall Ferguson:

A nagy hanyatlás kérdése, rövid európai és magyar perspektívában 147

KÖNYVISMERTETÉS

Kőrösi István: A növekedés kilátásai (Halmai Péter: Krízis és növekedés az Európai Unióban – Európai modell, strukturális reformok c. művéről) 157

Henger Éva: Új irányok – Az emberi intellektus újradefiniálása a technológiai fejlődés fényében (Clive Thompson: Smarter than you think – How technology is changing our minds for the better c. művéről) . . . 164

Bauer Péter: A világ kormányzása – Egy könyv a nemzetközi szervezetek kialakulásáról (Mark Mazower: <i>Governing the World – The History of an Idea</i> c. művéről)	166
Zakar Csilla: A legokosabb gyermekek a világon (Amanda Ripley: <i>The Smartest Kids in the World: And how they got that way</i> c. művéről)	168
Bábosik Mária: A hátrányok előnyei – sikerek nehéz helyzetekben (Malcolm Gladwell: <i>David & Goliath – Underdogs, Misfits and the Art of Battling Giants</i> c. művéről)	170
Pellényi Gábor: A neoliberalizmus története: a születéstől a tündöklésig (Daniel Stedman Jones: <i>Masters of the Universe: Hayek, Friedman, and the Birth of Neoliberal Politics</i> c. művéről)	173
Duray Miklós: A Bibliát, ha nem későn olvassuk, a Korán is érthetőbb lesz (Varga Norbert: <i>A Biblia és a Korán politika- és gazdaságképe</i> c. művéről) . . .	176
Parragh Bianka: A helyes út – Tanítani fogják (Matolcsy György: <i>Egyensúly és növekedés – Konszolidáció és stabilizáció Magyarországon 2010–2014</i> c. művéről)	184

KONFERENCIABESZÁMOLÓ

Rózsás Tamás: A jegybanki kormányzás mesterfogásai – Beszámoló a Central Banking központi bankok kormányzásáról szóló konferenciájáról.	187
--	-----

A globális pénzügyi válság kezelésének nehézségei: elméleti és gazdaságpolitikai tanulságok

Csortos Orsolya – Szalai Zoltán

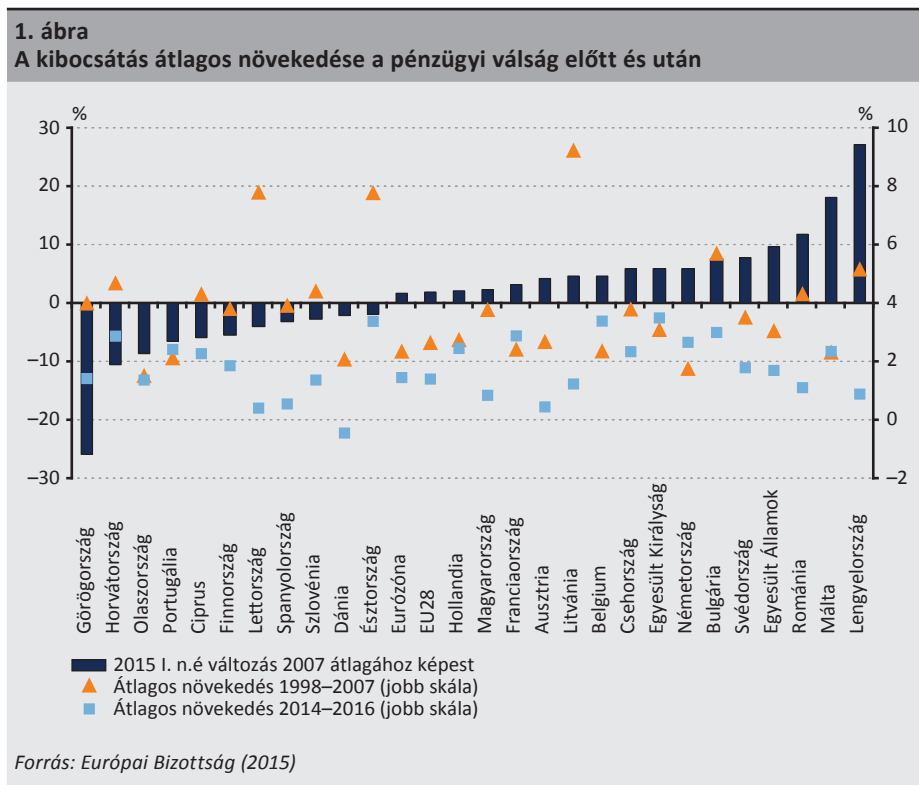
Jelen cikkben azt a kérdést vizsgáljuk, hogy milyen okai és gazdaságpolitikai tanulságai vannak annak, hogy a 2007-ben kezdődött, majd 2008-ban intenzív szakaszába lépett globális pénzügyi válság a korábbi recessziókhöz képest mélyebbnek és tartósabbnak, a kilábalás pedig elhúzódóbbnak bizonyul. Bemutatjuk, hogy a pénzügyi válság speciális, állományi egyensúlytalanságokkal együtt járó mérlegválságnak tekinthető, ami már önmagában magyarázatot ad arra, hogy a mostani visszaesés miért jár nagyobb makrogazdasági költségekkel, mint egy hagyományos üzleti ciklusok mentén lezajló recesszió. A jelenleg tapasztalható törékeny fellendülést a válság természetének helytelen diagnosztizálása és kezelése is magyarázza, amiben a válság előtt széles körben elterjedt gazdasági elméletek és gazdaságpolitikák elhibázottsága is kimutatható. A mérlegválság és a kevésbé sikeres európai válságkezelés egyik gazdaságpolitikai tanulsága, hogy kontraciklikus fiskális politikára van szükség, amely visszaesés idején megfelelő mozgásteret biztosít egy mérlegválság kezeléséhez, és a deficit növelésével támogathatja a magánszektor szereplőinek mérlegkiigazítását. A jelenlegi pénzügyi válság rámutatott arra is, hogy megfelelő prudenciális szabályozás nélkül a modern pénzügyi rendszer mellett a piac önszabályozó képessége korlátozott és nem hatékony a pénzügyi instabilitások felépülésének megelőzésében. A szabályozásnak úgy kell átalakulnia, hogy figyelembe vegye a pénzügyi instabilitások makrogazdasági természetét. Ezzel összhangban a monetáris politikai stratégiát is újra kell gondolni úgy, hogy annak alakításában a reálgazdasági szempontok mellett a pénzügyi folyamatok és a pénzügyi stabilitási kockázatok is egyre nagyobb szerepet kapjanak. Mindent egybevetve az egyes gazdaságpolitikáknak úgy kellene támogatnia a reálgazdaság fellendülését, hogy az közben ne vezessen túlzott pénzügyi egyensúlytalanság felépüléséhez. Amennyiben ilyen elvek mentén nem születne megfelelő gazdaságpolitikai válasz, abban az esetben a mérlegválság tartóssá vagy rendszeresen visszatérő jelenséggé válhat.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E42, E61, G01

Kulcsszavak: monetáris politika, fiskális politika, makroprudenciális politika, koordináció, pénzügyi ciklusok, monetáris elemzés

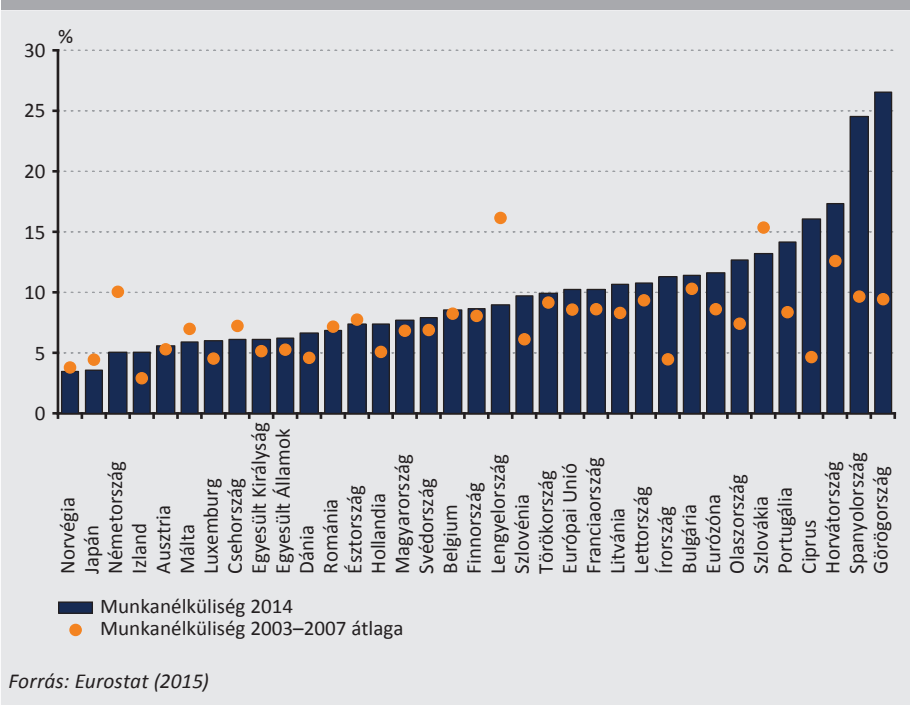
1. Globális gazdasági helyzetértékelés

A 2007-ben kezdődött, 2008-ban intenzív szakaszába lépett globális pénzügyi válságból való kilábalás a korábbi recessziókhöz képest elhúzódóbbnak bizonyul (1. ábra). Bár az elmúlt évben a globális növekedés megközelítette historikus átlagát, a fellendülés továbbra is törékeny, és régióként jelentős különbségek tapasztalhatóak. A fejlett országokban folytatódott a fellendülés, az Egyesült Államokban és az Egyesült Királyságban látványosabban, míg az eurózónában és Japánban mérsékeltebben (7. ábra). Eközben a feltörekvő országok veszítettek lendületükből, és ezen belül is országonként jelentős különbségek tapasztalhatóak. A válság után hét évvel a kibocsátás a legtöbb országban még mindig elmarad a termelési kapacitásoktól, és a munkanélküliség – ami a kibocsátási rés mérésének bizonytalanságai miatt gyakran hivatkozott mutató – még mindig magas, különösen az euróövezet országaiban (2. ábra; MNB 2014).



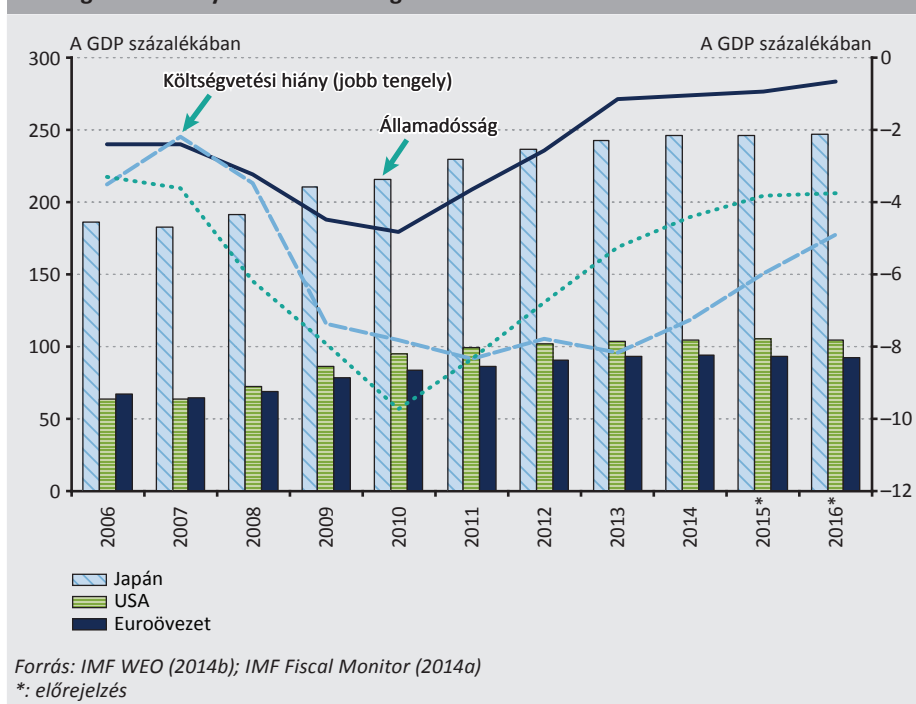
2. ábra

A munkanélküliségi ráták alakulása a pénzügyi válság előtt és után



A hosszú távú növekedési kilátások érdemi javulását korlátozza, hogy a legtöbb fejlett ország magas államadóssággal rendelkezik. A bruttó GDP-arányos államadósság a fejlett országokban 2015 végére elérheti a 120 százalékot, miközben a válság előtti átlag 75 százalék volt (BIS 2015). Az államadósság állományát egyes országokban – a költségvetési deficiten túl – még az olyan közvetlen adósságátvállalások is növelték, mint például a bankkonszolidációk. Ez a jövőben érdemben csökkenti a fiskális politika mozgásterét. A költségvetési hiányok a válság első éveit követően átmenetileg mérséklődtek a világgazdaságban; ezzel szemben egyes országokban a hiány eleve magas volt, miközben máshol a kiadások szándékolt emelése okozta a hiányok további növekedését, amelyek együttesen a gazdasági visszaesés fékezését és megállítását célozták. Mindent egybevetve az adósságállományok aránya a GDP-hez képest mind a fejlett, mind a feltörekvő országok körében tovább emelkedtek (3. ábra).

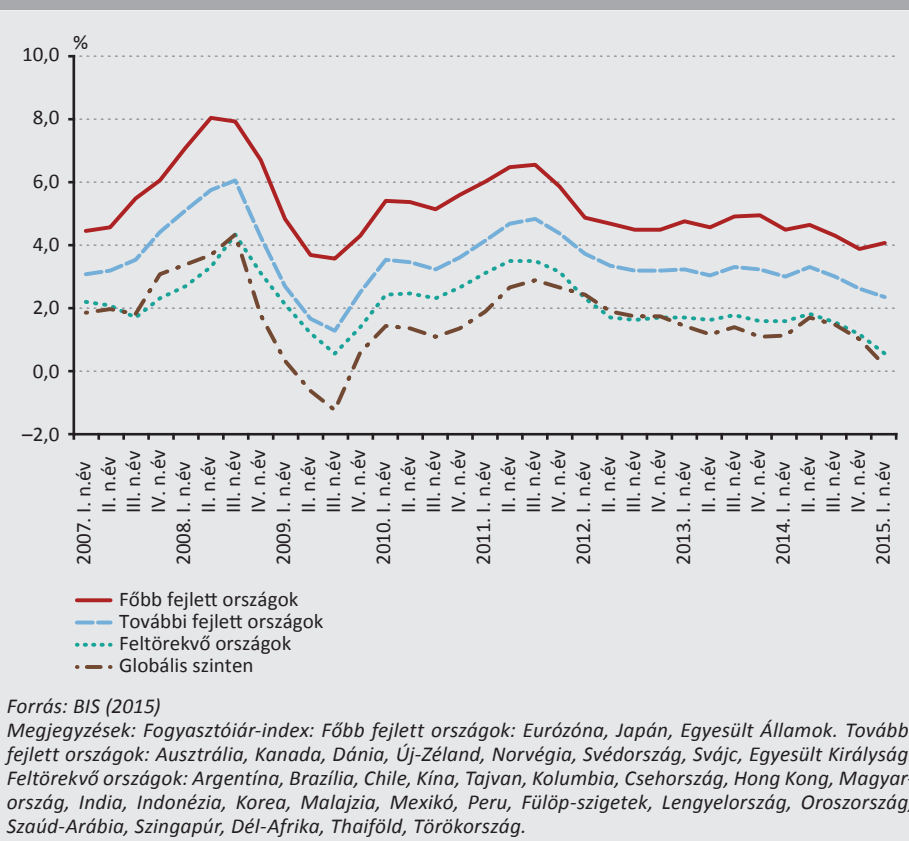
3. ábra
Költségvetési hiány és államadósság



A legtöbb gazdaságban az elmúlt években az infláció csökkenése volt tapasztalható, és előretekintve is cél alatt alakul a mutató (4. ábra). Az utóbbi hónapokban a váratlanul alacsony infláció magyarázatában a legnagyobb figyelmet olyan változó tényezők kapták, mint az olajárak. Ugyanakkor az olaj mellett az élelmiszer- és energiaárak alakulását kiszűrő maginflációs mutatók is alacsonyak voltak, ami felveti azt a kérdést, hogy az infláció alakulásában középtávú (ciklikus, pénzügyi), vagy hosszú távú (tartós, reál) tényezők játszanak-e meghatározóbb szerepet (BIS 2015).

Látható tehát, hogy számos fejlett országban mind a kibocsátás, mind a foglalkoztatottság elmarad válság előtti csúcsponttól. A válságot megelőző túlzott eladósodás beruházásokra és termelékenységre gyakorolt kedvezőtlen következményei még mindig érezhetőek. Bár a költségvetési hiányok jellemzően mérséklődtek az elmúlt években, a szuverén adósságállományok továbbra is magasak, elsősorban a visszaesést követő lassú gazdasági növekedés miatt. A gyenge reál gazdasági teljesítmény mellett globális tekintetben csökkenő inflációs tendencia érvényesül. A cikk további részeiben igyekszünk bemutatni azokat a tényezőket, amelyek szerepet játszhatnak abban, hogy a világgazdaság még a válság kitörését követően hét évvel is visszafogott teljesítményt mutat. A megszokott recessziókat követő élénkülésekhez képest lassú kilábalásban egyrészt szerepet játszik, hogy 2008-ban globális pénzügyi válság

4. ábra
Az inflációs ráták alakulása



robbant ki, amit megelőzően a gazdasági szereplők – jellemzően a magánszektor – túlzottan eladósodtak, és amelyet kiadásuk nagymértékű visszafogása követett. Bár az ilyen pénzügyi vagy mérlegválságok esetében jellemzően lassabb a kilábalás, felmerülhet az is, hogy a fellendülés törekvésében a mérlegválságra adott elhibázott gazdaságpolitikai reakciók is szerepet játszanak. A cikkben ezeket a lehetséges magyarázatokat fejtjük ki.

A vezető gazdaságokat ez a válság intellektuálisan és intézményileg is váratlanul érte. A pénzügyi válság előtt uralkodó vagy főáramú gazdaságpolitikai mix – amelyet *Fitoussi és Saraceno (2004)* nyomán szokás Brüsszel–Frankfurt–Washington¹ konszenzusként is nevezni – az úgynevezett új-keynesi elmélet alkalmazásának tekinthető. Létrehozásának idején az európai monetáris unió gazdaságirányítási rendszere is

¹ A Brüsszel–Frankfurt–Washington konszenzus legfontosabb elemeiről – az euróövezet összefüggésében – ld. bővebben MNB (2011) 1. fejezet, illetve ugyanott az 1.3 alfejezet 1–1 táblázata.

ezen uralkodó gazdaságpolitikai tudáson alapult. A kevésbé sikeres európai válságkezelés rámutatott arra, hogy ennek a gondolkodási keretnek számos alapfeltevése és gazdaságpolitikai iránymutatása tévesnek bizonyult.

A továbbiakban részletesebben is kifejtjük, hogy a főáramú közgazdaságtan a piacok önszabályozásának és önalkalmazkodásának feltevésén alapult, ahol a még megmaradó mérsékelt ciklikus mozgásokat, illetve külső sokkok következményeit a független monetáris politika a rövid lejáratú kamatokon keresztül képes finomhangolni. E konszenzus szerint a monetáris politikai és a pénzügyi stabilitási célok egymástól függetlenek;² a jegybank elsődleges célja az árstabilitás biztosítása, és ennek melléktermékeként megvalósul a pénzügyi stabilitás is. A fiskális politika szerepe ebben a finomhangolásban minimális, elsősorban az automatikus stabilizátorok működésén keresztül valósul meg, és leginkább a piacok megfelelő működési kereteinek biztosítására kell szorítkoznia. Ha a magánszereplők viselkedését nem torzítják el piacon kívüli tényezők, akkor a fenti intézményi keretek biztosítják a társadalmilag optimálishoz közeli kimenetelek megvalósulását.

A válságban kiderült, hogy ez a megközelítés számos hibás alapfeltételezésen alapul. A szereplőket az árjelzések tartósan olyan pályára vezették, amely később fenntarthatatlannak bizonyult; árstabilitás mellett is súlyos pénzügyi rendszerbeli kockázatok, nyílt bankválságok alakultak ki, azaz a makrogazdasági stabilitás nem bizonyult elégségesnek a pénzügyi stabilitás megteremtéséhez. Emellett a magánszektor túlzott eladósodásának kezelése során a fiskális politika korábban csak háborúk idején tapasztalt mértékű adósságot halmozott fel. A válságkezelésben pedig a monetáris politika korábban elképzelhetetlen mértékű expanziója nem volt elegendő a válság súlyos következményeinek elvárható mértékű mérsékléséhez, így a fellendülés támogatásához a keynesi ihletésű aggregált keresletet élénkítő fiskális politika is elengedhetetlennek tűnik.

2. A mérlegválságok sajátosságai

Az előző részben bemutatott, jelenleg tapasztalható gazdasági folyamatok egyik lehetséges magyarázata a mérlegválság, illetve a mérlegkiigazítás jelensége.³ A mérlegválság fogalmát először Koo (2008) használta az 1990-es években bekövetkezett japán recesszióra, amelyet a vállalatok túlzott eladósodása idézett elő, és amely során azok profitjuk maximalizálása helyett adósságuk minimalizálására koncent-

² Anna J. Schwartz – Milton Friedman munkatársa – szerint a pénzügyi stabilitás a makrogazdasági stabilitás melléktermékének tekinthető. Ez a monetarista felfogás a pénzügyi válságot megelőzően szintén a közgazdasági főáram része volt.

³ Egy másik lehetséges magyarázat szerint a fejlett régiók gazdasági lassulása már a pénzügyi válság kitörése előtt megkezdődött, és a válság elmúlását követő évtizedekben is alacsony növekedéssel kell számolni. Ezen magyarázat szerint – amellett, hogy a mérlegválsághoz kapcsolódó magyarázat jelentőségét elismeri – a tartós lassulás („secular stagnation”) szerkezeti, reálgazdasági változások miatt következik be. Erről részletesebben ld. *MNB (2015) 6.1. alfejezet*.

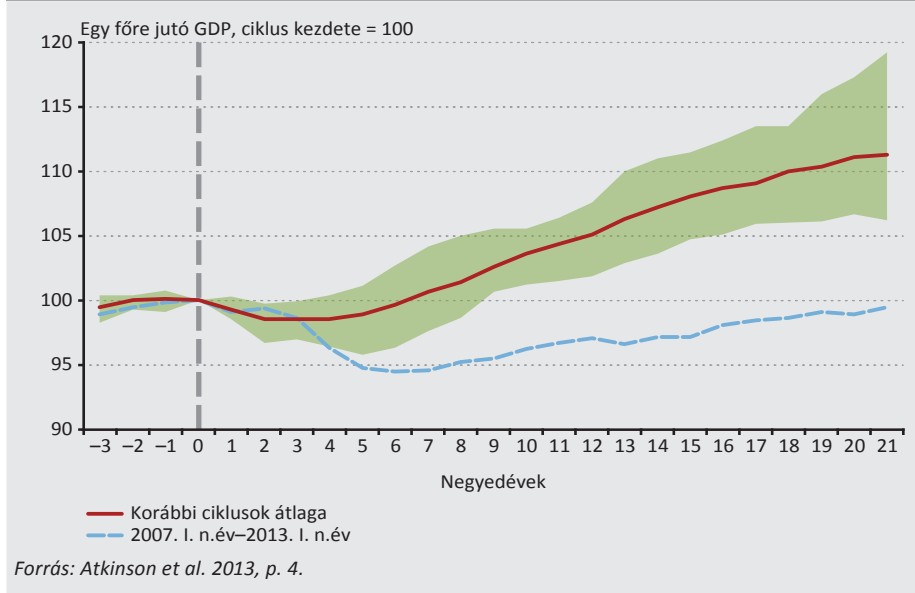
ráltak, így jövedelmeiket meglévő adósságuk leépítésére fordították. Koo nyomán a mérlegválság kifejezés használata terjedt el minden olyan recesszióra, amikor nagymértékű adósságfelhalmozást eredményező, fenntarthatatlan pénzügyi boomot követően a gazdasági szereplők drasztikusan megnövelik megtakarításaikat, és visszafogják fogyasztási-beruházási kiadásait.

2.1. A mérlegválságok dinamikája

A jelenlegi mérlegválság hátterében az áll, hogy a pénzügyi válságot megelőző években az alacsony és stabil inflációval párosuló, hosszan tartó fellendülésben egyes gazdasági szereplők – lakosság, államháztartások, sőt sokszor maguk a bankok is – nagymértékben eladósodtak. Az eszközár-buborék kipukkanása után a szereplők azal szembesültek, hogy miközben felhalmozott kötelezettségeiket törleszteniük kell, addig az adósságuk fedezetéül szolgáló eszközeik (pl. ingatlanok) értéke jelentősen csökkent. A felhalmozott adósságállományok csökkentése a folyó jövedelmekből való megtakarítással lehetséges, ami a nagymértékű eladósodottság mellett időigényes folyamat. Azonban a megnövekedett bizonytalanság és az erősebb megtakarítási motivációk következtében a jövedelmek növekedésének a számítottól elmaradó üteme miatt a megtakarítások növekedése is lassúbbnak bizonyulhat a szándékoltnál.⁴

5. ábra

A kibocsátás alakulása a korábbi visszaesések alatt és a jelenlegi pénzügyi válságot követően



⁴ Ezt a jelenséget, amikor az egyéni megtakarítási szándékok kölcsönhatásaként kialakuló végeredmény meghiúsítja az eredeti szándékot, Keynes nyomán a „takarékoság paradoxonának” nevezik („paradox of thrift”). Általánosabban arra utal, hogy a makroszintű kimenetek nem vezethetők le mechanikusan az egyéni szándékok egyszerű összegzéséből. Az ilyen és hasonló meglátások miatt tekintjük Keynest a modern makroökómia egyik előfutárának.

Mindezek következményeként a mérlegválságok a gazdasági kibocsátás tekintetében sokkal elhúzódóbbak, mint a hagyományos üzleti ciklusok, így jóval költségesebbek egy megszokott recessziónál: mélyebbek, gyengébb fellendülés követi őket, és a kibocsátás szintjében tartós veszteséget okoznak, miközben a pénzügyi szektor is erőteljesen sérül (5. ábra; Koo 2014)

A 6. ábra a mérlegválság Koo (2008) által felvázolt dinamikáját mutatja. Egy mérlegválság kitörését a gazdasági szereplők jövővel kapcsolatos túlzott optimizmusa nyomán kialakuló eszközár-buborék kipukkanása előzi meg. A buborék kipukkanását okozhatja a gazdasági túlfűtöttségre reagáló szigorító monetáris politika, de önmagától is összeomolhat.⁵ Az eszközárak zuhanása súlyos károkat okoz a magánszektor mérlegeiben, ami azokat adósságaik leépítésére kényszeríti. A mérlegalkalmazkodás során a hagyományos monetáris politikai élénkítés veszít hatékonyságából, és egészen addig nem nyeri vissza korábbi hatékonyságát, amíg a magánszektor nem fejezi be a mérlegalkalmazkodást, és nem erősödik meg kellőképpen hitelfelvételi hajlandósága. Emellett a monetáris politikának nemcsak a kamatcsatornája gyengül, hanem az árfolyamcsatorna hatékony működését is több tényező korlátozza.⁶ Így a kereslet élénkítésében a fiskális politika érdemi szerepet tud vállalni a megfelelő időben történő és megfelelő ideig tartó fiskális élénkítéssel. Ugyanakkor a legtöbb gazdasági szereplő számára az adósságkezelési kényszer akkora traumát okozhat, hogy még a mérlegalkalmazkodást követően is meghatározó maradhat a hitelfelvételtől való averzió.⁷

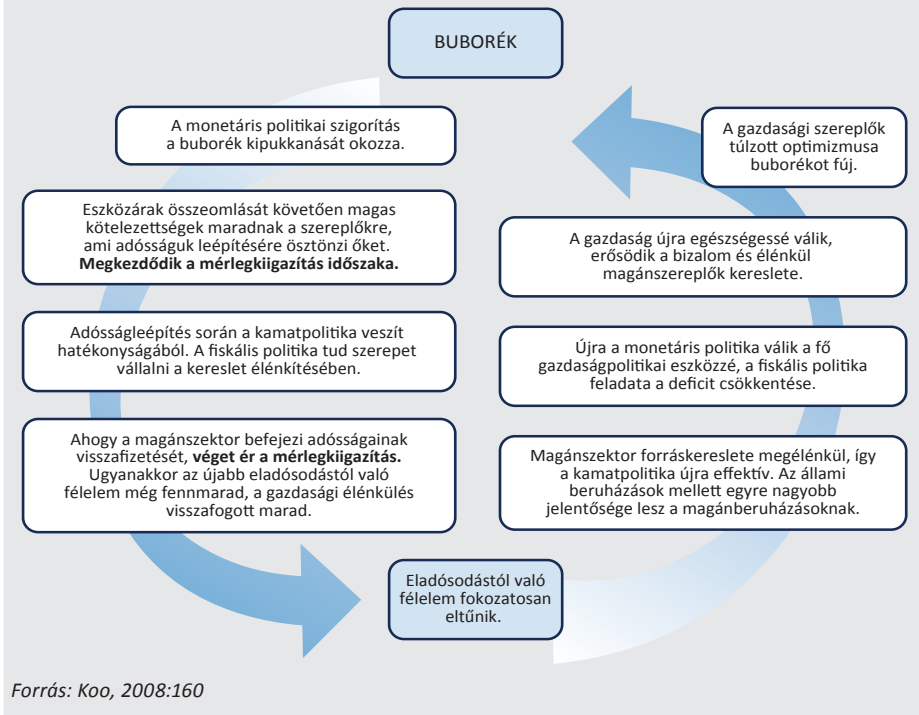
A magánszektor szereplői számára az újabb eladósodástól való félelem elhalványulása és a bizalom megerősödése meglehetősen sok időt vesz igénybe, majd ezt követően, az akár túlzott eladósodáson alapuló beruházások megvalósítása és a következő buborék felépülése évtizedeket, ha nem generációkat vesz igénybe. Ez azzal magyarázható, hogy azok, akik átértékelték egy buborék kipukkanásának következményeit, nem fogják még egyszer elkövetni ugyanazt a hibát, így a következő buborék nem fog kipukkadni, amíg az előzőt átélő generáció a munkaerő-állomány részét képezi vagy ki nem hal.

⁵ Borio (2012) kimutatja, hogy a háború utáni időszak első évtizedeiben jellemzően a monetáris politikai szigorítás, míg a nyolcvanas évek pénzügyi liberalizálását követően a magánszektor éles hangulatváltásai váltották ki a buborékok kipukkanását.

⁶ Felmerülhet, hogy a támogató monetáris politika mellett az árfolyam gyengülése is segítheti a mérlegek tisztítását azáltal, hogy a leértékelődés kedvezően hat a kibocsátásra és a jövedelemáramlásra. (A skandináv országok példája azt mutatja, hogy az exportvezérelt hitelezés nélküli fellendülés a pénzügyi válságból való kilábalás egy lehetséges módja.) Ezt korlátozhatja, ha a gazdasági szereplők devizában denominált adóssággal rendelkeznek, mert ekkor az árfolyam gyengülése rövid távon csökkenti a rendelkezésre álló jövedelmet. Szintén kevésbé lehet hatékony nagy, zárt országok esetében, mert ilyenkor ez a politika más országokban nem kívánt árfolyam-felértékelődést és tőkebeáramlást okozhat, különösen abban az esetben, ha a gazdasági és pénzügyi ciklusok nem szinkronizáltak (Borio 2012). Végül a BIS (2014) azt is megemlíti, hogy ha mindenki az árfolyam gyengítéséhez nyúlna, az összességében egy negatív kimenetelű játék lenne, és annak belföldi költségei meghaladnák hasznait.

⁷ Ezt igazolják a korábbi tapasztalatok, például hogy az 1929-es válságot követően a mérlegkiigazítás végrehajtó szereplők jellemzően életük során nem vettek fel több hitelt; illetve azt követően, hogy 2005 környékén befejeződött a japán vállalatok mérlegkiigazítása, még ma sem látszik annak a jele, hogy javulna hitelfelvételi hajlandóságuk, még a jelenleg tapasztalható historikusan alacsony kamatszint mellett sem.

6. ábra
A mérlegválság és -kiigazítás dinamikája



A gazdasági felfutás időszakában (az ábra jobb oldalán) a magánszektor mérlegei egészségesek, és a vállalatok profitjuk maximalizálására törekednek. Ebben az időszakban a fiskális politikának kisebb a gazdaságpolitikai jelentősége, mivel a költségvetési kiadások növelése magánberuházást szoríthat ki. Az előretekintő gazdasági szereplőknek viszont erős a hiteligénye, így a monetáris politikának érdemi szerepe van a gazdaság élénkítésében, és megfelelő hatékonysággal működhet. Ezzel szemben a gazdasági visszaesés időszakában (az ábra bal oldalán) ellentétes állítások igazak: az eszközárak esésének következtében súlyosan sérülnek a magánszektor mérlegei és a szereplők adósságaik leépítésére összpontosítanak. Ebben a fázisban a monetáris politika hagyományos eszközének hatékonysága csökken, mivel a magánszektornak gyakorlatilag megszűnik a forrásigénye, amin keresztül a monetáris politika kamatsatornája kifejthetné hatását. Tekintve, hogy a kormányzat nem tudja arra kényszeríteni a magánszereplőket, hogy ne a mérlegkiigazításra koncentráljanak, csak azt teheti, hogy velük ellentétesen viselkedik, azaz kölcsön veszi a magánszektor által felhalmozott megtakarításokat és visszajuttatja azt a jövedelemáramba. Így ekkor a fiskális politika alapvető jelentőségűvé válik, amiben az is szerepet játszik, hogy nem jelenik meg a kiszorítási hatás, mivel a magánszektor épp visszafizeti adósságát, ahelyett, hogy kölcsönt venne újabb beruházásokra. Ezek

alapján Koo a válságkezelésben sokkal nagyobb szerepet javasolt a keynesi ihletésű fiskális élénkítésnek a jegybank lazító politikája mellett, ahogy azt Keynes is egy, a maihoz sok tekintetben hasonló válság kezelése kapcsán javasolta.⁸

2.2. A mérlegválság mint állományi egyensúlytalanság

A jelenlegi főáramú szakirodalom és a mérlegválságra adott gazdaságpolitikai válaszok közös hibája, hogy nem veszik figyelembe a mérlegválságok sajátosságait, és nem ennek megfelelően kezelik azt. A hagyományos üzleti ciklusok esetében a kezelendő probléma az, hogy a gazdaság túlfűtötté válik, a kereslet meghaladja a potenciális kibocsátást és ez inflációt, illetve nyitott gazdaságokban túlzott külkereskedelmi deficitet okoz. Ebben a helyzetben a kiigazítás során az a cél, hogy az aggregált kereslet növekedési ütemét olyan mértékűre fékezzék, amely összhangban van a kibocsátás fenntartható növekedési ütemével. Ez tehát a jövedelmek visszafogását követeli – adott esetben akár abszolút értelemben is – azért, hogy a túlfűtöttséget és esetleg a túlzott belső és külső eladósodás felhalmozását megakadályozzák, aminek eszköze a konkrét helyzettől függően a fiskális kiadások mérséklése, illetve a jegybanki kondíciók szigorítása, vagy ezek valamilyen kombinációja lehet.

Egy pénzügyi egyensúlytalanságok következtében felépülő mérlegválság azonban más természetű, úgynevezett stock, vagy állományi egyensúlytalanságot jelent, szemben a fentebb jelzett flow, áramlási jellegű egyensúlytalansággal, aminek az optimális kezelése is eltérő. A korábban ismertetett mérlegválság egy ilyen állományi egyensúlytalanság, ami akkor alakul ki, amikor huzamosabb ideig halmozódhatnak a „flow” egyensúlytalanságok, vagy amikor a gazdasági szereplők nagyobb összegű hiteleket vesznek fel valamilyen nagytértékű pénzügyi vagy reál vagyontárgy megvásárlására. A törlesztés rendszerint több éven keresztül a folyó jövedelmekből történik, de az is előfordulhat, hogy magának a hitelből megvásárolt vagyontárgynak a piaci érték növekedéséből történik (mint például az USA lakáspiacán a válság előtt). Már ennyiből is érzékelhető, hogy ilyen összefüggésben a vagyontárgy piaci értéke – mint fedezet és mint jövedelem forrása – és a folyó jövedelem alakulása szoros kapcsolatban van.

A vagyontárgyak értéke nagyban függ az irántuk mutatkozó kereslettől, ami elszakadhat a „fundamentális”⁹ értéküktől, különösen, ha könnyű a növekvő piaci

⁸ Lásd Koo (2008) 3. fejezet: „The Great Depression was a Balance Sheet Recession”, 85–124. o. Koo kifejti, hogy érdemei mellett melyek voltak Keynes, illetve még inkább a később Keynesre hivatkozók korlátai. Érdemes szem előtt tartani, hogy Keynes munkásságának és különösen főművének, a General Theory of Employment, Interest and Money című művének számos értelmezése ismert. Koo fentebb elsősorban a főáram értelmezéseket bírálja. Számunka a főáram értelmezéseivel szemben többek között Hayes (2006) és Tily (2007) interpretációja tűnik autentikusnak, amely megítélésünk szerint, nincs ellentétben Koo alapvető érvelésével.

⁹ Fundamentális értéken azt a piaci értéket értjük, amelyet a papírok tényleges pénzáramlása (részvény osztalék, kötvénykamat vagy ingatlanbérleti díjbevételek) igazol a jövőben. Ez attól függ, hogy az a jövedelem megképződik-e, amely a pénzáramlást biztosítja az értékpapír tulajdonosának. Természetesen a papírok forgathatók, de a vásárlók az értékelésben mérlegelik ennek valószínűségét. Buborékok akkor keletkeznek, ha a papírok értékelése tartósan eltér ettől az értéktől. A témáról lást bővebben Schiller (2000).

árvárakozások miatt hitelt felvenni a megvásárlásukra. Ha a túlzott eladósodás miatt kétségek merülnek fel a törlesztőképességgel kapcsolatban, akkor a kiigazításnak nem optimális eszköze a jövedelmek mérséklése, mivel tömeges kényszereladásokhoz, vagyонvesztéshez, csődökhöz/felszámolásokhoz – azaz a *túlfűtöttség szignifikáns túlhűtöttséghez, azaz nagyon jelentős mértékű negatív kibocsátási részhez vezethet*. A visszaesés súlyosságát fokozhatja, ha sok szereplő egyidejűleg kezd mérlegkiigazításba, vagy egyszerre több ország folyamodik megszorításokhoz. *Az ilyen típusú válságok kezelésében alapvető fontosságú a negatív visszacsatolások, a pánikeladások fékezése, megállítása, és a szereplők jövedelmének stabilizálása, ami biztosíthatja a törlesztések folyamatosságát, a pénzügyi és makrogazdasági stabilitás megőrzését.*

A kétféle válság közötti megkülönböztetés az 1990-es években kezdett kirajzolódni, az 1994-es mexikói, illetve az 1997-es kelet-ázsiai válságok tanulságai alapján. Az ázsiai válság már nem a fejlődő országokban korábban jellemző folyó fizetési mérleg válság volt – amikor a belföldi felhasználás meghaladja a hazai termelést –, hanem nagyarányú közvetlen és banki közvetítésű tőkebeáramlás következtében kialakult „tőkemérleg”-válság (*Baghwati 1998; IMF 1999; Kregel 1998*). A kelet-ázsiai régió ekkor már sok éve nagyon gyors felzárkózást mutatott, és ennek a folytatására számítva sok, külföldi tőke beáramlásával finanszírozott beruházás valósult meg. Ezek életképességével kapcsolatban egyre több kétely merült fel, és a folyamat valutaválságba torkollott. A válság kezelésében az IMF kulcsszerepet játszott, és az első reakciója a valuták árfolyamának védelmében a monetáris szigorításon túl a fiskális megszorítások követelése volt, annak ellenére, hogy nem a költségvetési túlköltekezés, hanem a magánszektor túlzott beruházásai okozták az instabilitást. Utólag az IMF is elismerte, hogy alábecsülte a válság mélységét és a fiskális megszorításokat hamarabb kellett volna korrigálnia.¹⁰ A hiba azért következhetett be, mert a nemzetközi szervezet a korábban jellemző, áramlási egyensúlytalanságok következményeként kialakult válságként tekintett a kelet-ázsiai válságra is, és ennek megfelelően kezelte. A hiba következménye a válság elhúzódása és az ázsiai országok indokolatlan vagyонvesztése, a vagyonok egy részének áron aluli privatizációja volt, elsősorban a nyugati vállalatok számára, amelyek könnyen jutottak hitelhez a felvásárlások finanszírozására.¹¹

¹⁰ Lásd *IMF (1999)*, 64. o., videóinterjúból: „Fiscal policy is another important topic covered in the paper. Here a degree of budget-tightening was envisaged at the outset of each of the three programs, in part to pay for some of the substantial and inevitable costs of reform of the financial sector. This tightening was planned at a time when the Fund, like most other observers, thought these countries could get away with a comparatively mild slowdown in growth. The tightening was put into reverse once it became apparent that the recessions these countries faced were going to be deeper than expected and that expansive budget policies would be needed to help cushion the economies as the recessions developed.”

¹¹ Ez a tapasztalat traumatizálta az 1997-es válság kelet-ázsiai országait (pl. Dél-Korea, Tájféld), aminek máig ható bizalmatlanság az eredménye az IMF-fel szemben (*Baghwati 1998*). Elterjedt vélekedés az is, hogy a jelenlegi válság előtti devizataralék-felhalmozás éppen ennek az esetnek a megismétlődése elleni „önbiztosítás” (pl. *Bernanke 2005*).

2.3. A 2008-as pénzügyi válság előtt alkalmazott elméletek és modellek feltevéseinek hibái a mérlegválság tapasztalatainak tükrében

A válságkezelés mai megközelítései impliciten azt feltételezték, hogy a vállalatok profitjaik maximalizálására törekednek – azaz folyamatosan a 6. ábra jobb oldala érvényesül – és a monetáris lazítás a beruházások növelésére vezet. Ennek jegyében a gazdaságpolitikai válaszok erősebb monetáris politikai élénkítést és a kiszorítási hatás megelőzése miatt a költségvetési deficit csökkentését javasolták. A fentiek alapján azonban a monetáris politika hagyományos eszköze veszít hatékonyságából, amikor a magánszektorban gyenge a hitelkereslete a makrogazdasági bizonytalanság és az elégtelen aggregált kereslet miatt (a 6. ábra bal oldala). Emellett a költségvetési deficit csökkentése is kedvezőtlenül érinti a gazdaságot, mert a magánszektor erőteljes mérlegkiigazítása mellett és a nulla alsó korlát közelében a fiskális multiplikátorok együtthatója nagyobb,¹² ami egy szinkronizált mérlegválságban megemeli a költségvetési kiigazítás reálgazdasági költségeit. Emiatt a deficit csökkentésétől várt bizalomerősítő hatás elmaradhat, kedvezőtlen esetben még romolhat is az adósságráta romlása miatt, amit a nevezőnek (GDP) a számlálónál (adósság) gyorsabb csökkenése válthat ki.

Sajnos a válság előtt gyakran alkalmazott hagyományos szemléletű makrogazdasági, ökonometriai modellek a válság körülményeihez való adaptálás nélkül nem voltak képesek megfelelően megragadni ezt a megnövekedett multiplikátorhatást, mert arra a feltételezésre épültek, hogy a gazdaság egyensúlyi (vagy egyensúlyközeleli) állapotban van fiskális élénkítés nélkül, azaz valamilyen hosszú távú egyensúlyi növekedési pályához közel marad. Így a standard ökonometriai modellek nem voltak képesek megmutatni a fiskális multiplikátor nagyságát egy olyan gazdaságban, amely nincs egyensúlyban (Koo 2008:145–146). A modellek azt is feltételezték, hogy amikor a gazdaság nincs pontosan az egyensúlyi pályán, akkor azt külső ok (sokk) okozta, és hogy a piaci automatizmusok önmaguktól is az egyensúly felé terelik a gazdaságot. A gazdaságpolitika szerepe ebben a megközelítésben pusztán az, hogy ezt a tőle függetlenül is bekövetkező visszatérést meggyorsítsa. A társadalmi jólét azért javul, mert a gazdaság rövidebb ideig tartózkodik nem egyensúlyi pályán.

¹² Az Európai Bizottság 2012-es Public Finance Report-ja átfogó elemzéseket készített a fiskális multiplikátorok becslésére. Az elemzés szerint a multiplikátor nagysága jelentősen függ a gazdaság ciklikus pozíciójától, ami különösen fontos egy mérlegválság idején. Az elemzés szerint magasabb a multiplikátor értéke, ha a gazdaságban nagyobb a kihasználatlan kapacitások mértéke. Ennek következményeképp mérlegválság idején a fiskális konszolidáció jelentős mértékben csökkenti a kibocsátást, míg a fiskális expanzió nagymértékben növeli azt. Azaz fiskális konszolidáció idején a növekedés visszaesése nagyobb, mint a költségvetési egyenleg javulása (Szalai 2012; Christiano et al. 2011). Blanchard et al. (2013) elemzést tett közzé arról, hogy a multiplikátorok alulbecslése miként vezetett a kiigazítások recessziós hatásának alulbecsléséhez. Caggiano–Castelnouvo (2015) bemutatja, hogy ha módszertanilag sikerül megfelelően kontrollálni a szereplők várakozásaira, a nem-linearitásokra és a visszaesés súlyosságára, akkor a fiskális élénkítés éppen akkor segít stabilizálni a GDP-t, amikor arra a legnagyobb a szükség. Ennek is feltétele azonban, hogy az adósság fenntarthatósága ne legyen kérdéses.

A válság előtt széles körben alkalmazott, jellemzően új-keynesi megalapozottságú dinamikus sztochasztikus általános egyensúlyi modellek (DSGE) alapvetően a reálüzleti ciklusok elméletén alapulva – még nominális ragadóságok és pénzügyi frikciók beépítése ellenére is – egyensúlyra törekednek. Emellett ezekben az egyébként alapvetően reálmodellekben a pénzügyi szektor működése, szerepe elhanyagolható volt, így a meglévő egyensúlyi tendenciákat a pénzügyi, hitelezési folyamatok nem befolyásolták érdemben, legfeljebb ha azok nem működtek elég súrlódásmentesen, akkor lassították az egyensúlyhoz való visszatérést (Buiter 2009; Haldane 2012). A válságot követően azonban egyre elfogadottabbá válik a pénzügyi szektor meghatározó szerepe a gazdaságok működésében, a válság előidézésében és súlyosságának magyarázatában. Különböző irányzatokat képviselő közgazdászok olyan hagyományokhoz való visszatérést szorgalmaznak, amelyekben erőteljes a pénzügyi szektor cikluserősítő működése, és kölcsönhatásban működik egy olyan reálgazdasági szektorral, amelyben nincs, vagy csak gyenge tendencia van az egyensúlyra törekvésre – így a pénzügyi szektor endogén módon képes a jelenlegi válságban megtapasztaltnál hasonló mértékű és tartósságú recesszió előidézésére.¹³ Egy ilyen keretben a reálgazdaság túlfűtöttsége és túlűtöttsége jóval nagyobb méreteket ölthet, az adósságok sokkal gyorsabban halmozódhatnak fel, és a kiigazítások sokkal elhúzódóbb kilábalást eredményezhetnek. E megközelítések szerint a túlzott hitelezés miatt kialakuló mérlegválságokra a pénzügyi válság előtt alkalmazott, pénzügyi ciklusokat figyelmen kívül hagyó új-keynesi ihletésű modellek feltételezései nem érvényesek.

A pénzügyi szektor figyelmen kívül hagyása mellett a válság előtti főáramú közgazdaságtan és az új-keynesi elemzési keret azon, racionális várakozásokra és reprezentatív szereplőkre vonatkozó alapfeltevése is tévesnek bizonyult, mely szerint a gazdaság, illetve a modell azok haszonmaximalizálása révén egyensúlyba kerül. Ezek a modellek nemcsak a gazdaság és a pénzügyi rendszer napjainkban látható komplexitását és a szereplők közötti interakciókat hagyják figyelmen kívül, hanem bizonyos, a magatartási közgazdaságtan által igazolt viselkedési normákat és (gazdaság)pszichológiai aspektusokat is (Haldane 2012).

Ilyen megközelítésben *a piaci automatizmusok és a piaci önszabályozás – mind a beruházások mennyiségében (jelenbeli és jövőbeni fogyasztás közötti, úgynevezett intertemporális választás), mind ágazati-szerkezeti megoszlásában (egy adott időszakon belüli, intratemporális választás) – kudarcot vallott.* Bár hosszabb időhorizonton a gazdaságok jellemzően többé-kevésbe fenntartható pálya körül látszanak

¹³ Ez elsősorban a Wicksell, Schumpeter és Keynes nevével fémjelzett „monetáris elmélet”-hez való visszatérést jelentené a jelenlegi „reál”-elemzésen alapuló elméletekhez képest. Részletesebb ismertetését lásd Aglietta (1995/2005), Borio et al. (2011) Appendix, Borio (2012), Minsky (1986), Roger (1989), Tamborini et al. (2009), és az ott felsorolt irodalmakban.

mozogni – nincs mindig válság vagy recesszió –, időnként a fenntartható pályától való eltávolodás endogén és kumulatív módon, a pénzügyi és reálgazdasági interakciók eredményeként válsághoz vezet. Ebben az értelemben a gazdaságban vannak ugyan önszabályozó, illetve önkorrektív folyamatok, de azok nem minden esetben működnek. Az inter- és intratemporális egyensúlytalanságok felépülése sokszor évekig tart, és azt gyakran maguk a szereplők sem veszik észre, csak már túl késői fázisban. Ebben kulcsszerepe van a pénzügyi szektor már említett, cikluserősítő működésének.

Mivel a pénzügyi válság előtti főáramú elmélettel szemben a modern bankrendszert a hitelezésben nem korlátozza a meglévő (reálértelemben felfogott) betétállomány, a mikroökonómiából ismert kereslet-kínálat-ár mechanizmusok (Marshall-kereszt) sem működnek a tankönyvi, önszabályozó módon. A modern pénzügyi rendszer működését jobban megragadó, endogén pénzteremtést tartalmazó modellekben a bankok nem egyszerűen a meglévő megtakarítások korlátai mellett hiteleznek, mert ezek hiányában is képesek vásárlóerőt teremteni és ezzel közvetve befolyásolni az erőforrások kihasználtságának szintjét (kibocsátási rés), azok szektorok közötti eloszlását, illetve a jelenbeli és a jövőbeni fogyasztás közötti választást (Nealy et al. 2014). Így a gyakorlatban a hitelezés korlátja adott prudenciális szabályozási keretek között a hitelképes ügyfelek hitelkereslete. Egy ilyen pénzügyi rendszerben a hitelezés felfutása a kezdeti fázisban önmagát igazolja, hiszen a hitelezett cég, vagy a hitelből vásárolt reál vagy pénzügyi vagyontárgy árfolyama növekszik, és a hozzá kapcsolódó kockázati prémium csökken. Mivel az eladósodás optimális mértékének és szektorális megoszlásának meghatározása bizonytalan, nagy a kockázata a túlzott mértékű és nem fenntartható ágazati szerkezetű hitelezésnek, ami a pénzügyi ciklus felerősítése felé hat. Így az ár és árfolyam nem tájékoztat kielégítően a fundamentális értékekről és a kapcsolódó piaci és hitelkockázatokról, ezért azok nem orientálják stabilizáló módon a szereplőket a döntéseikben.¹⁴ A pénzügyi egyensúlytalanságok korrekciója lassú és költséges, és időnként csak válságon keresztül valósul meg. Pénzügyi oldalról a mérlegek kiigazítását, az adósságok leépítését igényli, míg reálgazdasági oldalról a túlzott mennyiségű és nem fenntartható szektorális megoszlású kapacitások alacsonyabb kihasználását, lassú leépítését és újraallokálását követeli meg a fenntartható szerkezetnek megfelelően.

Mindezen tapasztalatok alapján a jövőben olyan modellek válhatnak iránymutatóvá, amelyek heterogén, egymással interakcióba lépő szereplőket feltételeznek, a szereplők döntéseiket fundamentális bizonytalanság mellett hozzák, és nem feltételezik, hogy a racionálisnak tűnő egyéni döntések összegzése automatikusan egyensúlyhoz

¹⁴ Ezt a mechanizmust Minsky (Minsky, H.: *John Maynard Keynes, McGraw-Hill, 2008*) állította az általa képviselt „pénzügyi instabilitás” megközelítés középpontjába, aminek során alapvetően Wicksell és Keynes munkásságára támaszkodott (Aglietta 1995/2005; Borio–Disyatat 2011).

vezetne, a pénzteremtést pedig az endogén hitelezésen keresztül ragadják meg. Az ilyen – nem-linearitásokat és többszörös egyensúlyokat tartalmazó – modellek egyrészt rendkívül adat- és számításgényesek, így azok elterjedése, széles körben való elismerése még hosszú időt vehet igénybe, másrészt ezek (technikai) feltételezései még újszerűek a közgazdaságtan számára – azonban a pszichológiai, fizikai vagy ökológiai modellek és rendszerek számára nem ismeretlenek, így a jövőben a közgazdaságtan sokat tanulhat ezen tudományoktól (*Haldane 2012*). Ahogy előbb is utaltunk rá, ezek a feltételezések és megközelítések nem feltétlenül újak, legtöbbjük már régóta jelen van a közgazdasági gondolkodásban – ezen elméletek szorgalmazói a válságok feledésbe merülésével, gazdasági békeidőkben azonban jellemzően háttérbe vagy a főáramon kívülre szorultak (*Borio 2012*).

3. Gazdaságpolitikai tanulságok

Mindezeket figyelembe véve a gazdaságpolitikai döntéshozóknak *ex ante* kellene felismerniük a gazdaság adósságbíró-képességét és megelőznie a túlzott mértékű adósság felhalmozását, mivel az a gazdaságot sérülékennyé teszi mind a reálgazdasági, mind a pénzügyi sokkokkal szemben, majd fájdalmas kiigazítást követel meg. Ha ez nem sikerül, akkor *ex post* a beavatkozás során a gazdaságpolitikának a kiigazítás költségeinek mérséklésére kell összpontosítania. Az alábbiakban áttekintjük, hogy az egyes szakpolitikáknak milyen feladatokat kell vállalniuk a mérlegválság megelőzésében, illetve kezelésében.

3.1. Válságmegelőzés és az egyes gazdaságpolitikák feladatainak újragondolása

Legutóbbi éves jelentésében a témát már sok éve napirenden tartó BIS ismét hangsúlyozza (*BIS 2015*), hogy a fiskális, makroprudenciális és monetáris politikai keretrendszer széleskörű újragondolására van szükség a pénzügyi boomok határozott megfékezéséhez és a pénzügyi válságok hatékony kezeléséhez.

A mérlegválság megelőzésében, illetve ennek sikertelensége esetén a kezeléséhez az lett volna a fiskális politika feladata, hogy kontraciklikus viselkedésével fékezze a gazdaság túlfűtöttségét a fellendülés idején, és megfelelő mozgásteret biztosítson magának a gazdasági visszaesések idejére a pénzügyi válságok kezeléséhez, a magánszektor mérlegkiigazításának támogatásához. Az előző fejezetben bemutattuk, hogy Koo (2008; 2014) is a fiskális politikát tartja hatékonynak a mérlegválság kezelésében, emellett azt is felismeri, hogy a mérlegkiigazítás időszakában a háztartások és a vállalatok a többletjövedelmüket adósságaik gyorsabb leépítésére fogják fordítani új hitelek felvétele vagy új beruházások megvalósítása helyett. Mindezt felismerve Koo szerint a fiskális stimulust még évekkal a mérlegkiigazítás befejezése után is fent kell tartani, mivel annak hirtelen visszavonása újraélesztheti a deflációs

kockázatokat.^{15 16} *Borio (2012)* és a *BIS (2015)* is a fiskális politika jelentőségét hangsúlyozzák a mérlegválság kezelésében, azonban nem értenek egyet a fiskális politika aggregált keresletet támogató szerepével, mivel szerintük ez jelenleg már kimerült. Szerintük a meglévő fiskális mozgásteret célzottan a bankok mérlegének megtisztítására, feltőkésítésére, illetve államosítására majd újraprivatizálására, míg a nem banki szektor esetében adósságyenhítésre vagy átütemezésre kellene felhasználni.¹⁷ Ez alapján tehát a közpénzeket úgy lehet a leghatékonyabban felhasználni, ha a probléma gyökerére irányulnak, és nem célozatlan kormányzati deficit-növeléssel–költekezéssel vagy adócsökkentéssel.

A *makroprudenciális politika* számára a prioritást a pénzügyi rendszer túlzott cikluserősítő működésének mérséklése és sokk-ellenállóképességének erősítése kellett volna, hogy jelentse, azaz szimmetrikus makroprudenciális keretrendszernek kellett volna működnie. Így például a kontraciklikus tőkepuffer vagy az adósságfék-szabályok visszafoghatták volna a pénzügyi ciklus fellendülését; majd egy eszközár-buborék kipukkanását követően a korábban megképzett tőke- és likviditás-pufferek visszavonása mérsékelhette volna a pénzügyi intézmények sérülését és a gazdasági károkat. Ha azonban a fellendülés időszakában nem voltak ilyen pufferek beépítve a rendszerbe, akkor a pénzügyi intézmények mérlegének helyreállítása nehezebb¹⁸ (*Borio 2012; BIS 2015*).

Bár ez alapján az egyes makroprudenciális eszközök alkalmazásának irányelvei egyértelműek, azoknak hatékony gyakorlati alkalmazása számos kihívást rejt. Ilyen hiányossága a makroprudenciális politikáknak, hogy például a banki szabályozások

¹⁵ Koo mellett *Rogoff (2015)* is hangsúlyozza, hogy kezdetben a fiskális politika hatékonyan lépett fel a válságkezelésben, csak ezt követően idő előtt szigorítás történt, ami miatt a fellendülés nem „V”, hanem „U”-alakú lett.

¹⁶ Ugyanakkor Koo felismeri, hogy a modern demokráciák több szempontból is korlátokba ütköznek a fiskális keresletöztönzés megfelelő mértékű és ideig tartó fenntartásában. Ennek hátterében egyrészt az áll, hogy a gazdasági szereplők nagy része (pl. média, átlagemberek) nincs tisztában a mérlegválság jelenségével, ezért nem is érti, hogy a mérlegkiigazítás végrehajtása a helyes reakció egy ilyen típusú válságban; mindezek következményeképp a végrehajtott kormányzati keresletöztönzést az „adófizetők pénzének elherdálásának” értékelhetik. Másrészt különösen nagy kihívást jelent a fiskális ösztönzés fenntartása békeidőben, míg háborús időszakban – amikor a nemzet túlélése a tét – senki nem vitatja annak szükségességét (pl. a fegyverkezésre való költsékezést). Ehhez hasonlóan, ha egy olyan nagy sokk éri a gazdaságot, mint pl. a Lehman-csőd, akkor azt követően sem a kormányzati keresletöztönzés megvalósítása, hanem annak megfelelő ideig való fenntartása jelent kihívást.

Erre szintén példát nyújt az 1933-as válság, amikor Németország és az Egyesült Államok is mérlegválságban szenvedett. Ekkor Roosevelt és Hitler is kormányzati keresletélénkítésbe kezdett, amelyet azonban Roosevelt 1937-ben lezár, ezáltal „W” válság következett be és a munkanélküliség újra 20 százalék körül alakult; vele szemben Hitler fenntartotta a stimulust, és a munkanélküliség 2 százalékra csökkent. Viszont nincs veszélyesebb annál, amikor egy politikus rossz célkitűzésekkel valósít meg helyes gazdaságpolitikát.

¹⁷ Mellettük *Rogoff (2015)* is hangsúlyozza, hogy a gazdaságpolitikai döntéshozóknak nagyobb figyelmet kellett volna szentelniük az adósságleírásra, a bankok átszervezésére és feltőkésítésére.

¹⁸ Ilyenkor az egyik lehetséges buktató, ha egyedül a bankok feltőkésítésén van a fókusz anélkül, hogy a veszteségek leírása is megtörténne, mert ekkor a rossz hitelek is a rendszerben maradnak, miközben a jó kölcsönfelvevők magasabb költségekkel szembesülnek. Tehát a válságkezelés során – amikor az adósság és az eszközárak esése elkerülhetetlen, akkor – nem általánosságban a hitelek mennyiségén, hanem annak minőségén és alokációján kell, hogy legyen a hangsúly. A nem megfelelő alokáció csökkentheti a potenciális kibocsátást és növekedést, ami a hiszterézis nyomán tartós kibocsátás veszteséget okozhat.

szigorítása a működést a bankszektorból az árnyék-bankrendszerbe, vagy a hazai pénzügyi intézmények felől a külföldiek felé terelheti (Teulings–Baldwin 2015). Ezek mellett további nehézséget jelent a nem-banki közvetítők hitelezése által keletkező kockázatok azonosítása; pl. az eszközkezelő vállalatok esetében egy-egy egyedi vállalat bukása nem okoz érdemi aggodalmat, azonban azoknak egyirányú viselkedése érdemi stabilitási kockázatot jelent az eszközárakra, a piaci likviditásra és a finanszírozási költségekre gyakorolt hatás következtében. Egy másik releváns kihívás a makroprudenciális eszközökhöz kapcsolódóan a szuverénekhez kötődő kitettségek nyomán keletkező kockázatok azonosítása és kezelése (BIS 2015).

A makroprudenciális politika, illetve a szabályozás jelentőségét erősíti, hogy – mint ahogy fentebb is ismertettük – a piac önszabályozó képessége korlátozott abban a tekintetben, hogy – felismerve a piacok potenciális instabilitását – a piaci szereplők maguk alkossanak szabályokat a válságok és a súlyos egyensúlytalanságok megelőzésére. *A jelenlegi válság annak bizonyítéka, hogy a megfelelő prudenciális szabályozás kidolgozása és kellőképpen szigorú alkalmazása nélkül a modern pénzügyi rendszerben a piac önmagától nem korlátozza hatékony módon a pénzügyi instabilitások felépülését, és sikertelen a pánikszerű piaci korrekciók megelőzésében.*¹⁹ Noha a pénzügyi piacokra és a bankrendszerre más gazdasági szereplőkhöz képest mindig több szabályozói előírás vonatkozott, hosszabb időtávlatban az figyelhető meg, hogy a válságokat követően szigorodnak a szabályok, majd a legutolsó súlyos válság emlékének megkopásával a szabályok ismét lazulnak. A jelenlegi válságot megelőzően a nyolcvanas években kezdődött belső és külső liberalizáció jelentős részben visszaállította az ötvenes-hetvenes évek előtti, kevésbé szabályozott állapotokat. Amint Aglietta (1995; 2005), Borio (2012) és mások kimutatták, a pénzügyi instabilitások a liberalizációt követően egyre gyakoribbak lettek, kezdetben a kevésbé fejlett, később a fejlett országokban is. A fejlett országokban ez sokáig nem mutatkozott meg reál gazdasági volatilitásban, és korábban nem tapasztalt árstabilitással járt – ezért nevezhették a válság előtti időszakot „nagy mérséklődésnek” –, ami hozzájárult a liberalizáció folytatásához.

A vitákban a kormányzati szabályozással szemben felhozott leggyakoribb érv az, hogy a kormánynak sincs a piaci szereplőknél megbízhatóbb információja a fundamentálisan megalapozott árakról, kamatokról és a prudensen nyújtható hitelek mennyiségéről. Ám szabályozásnak nem azért van helye, mert az állami hatóságnak jobb információi vannak a fenntartható árakról és hitelmennyiségekről – feltételezhetően nincsenek – hanem azért, mert más az állami szabályozó motivációja. A magánszereplők versenyben állnak egymással és profitra törekednek, így ők a piac stabilitásában csak közvetve érdekeltek és tenni érte is csak közvetve tudnak.

¹⁹ „As I wrote last March, those of us who have looked to the self-interest of lending institutions to protect shareholders equity, myself especially are in a state of shocked disbelief. Such counterparty surveillance is a central pillar of our financial markets state of balance. If it fails, as occurred this year, market stability is undermined.” (Greenspan 2008)

Az önszabályozás működhet egy kevés, egymást jól ismerő szereplők által alkotott piacon,²⁰ de a modern globális pénzügyi rendszerben ennek már nincsenek meg a feltételei. *A válságot követően a szabályozásnak át kell alakulnia, nem egyszerűen szigorúbbnak kell lennie, hanem a pénzügyi instabilitásokat a gyökereknél kell kezelnie, amelyek egyre inkább makrogazdasági természetűek (Borio 2012).*

Az egyes gazdaságpolitikai intézkedések alkalmazási sorrendjének meghatározó jelentősége van a kibocsátásban keletkező lehetséges veszteségek miatt. Ideális esetben elsőként támogató monetáris politikának és a bankrendszert erősítő intézkedéseknek kell megvalósulnia, hogy a források zavartalan áramlása újra biztosított legyen. Ezt követően a fiskális politika csak akkor kezdhet megszorító intézkedésekbe, ha a fellendülés kellőképpen megerősödött ahhoz, hogy a visszaesés ne okozzon benne kárt. Ideálisan a kiigazítás nem igényel külön jelentős mértékű intézkedést, mert az automatikus stabilizátorok működése ezt biztosítja: a fellendülés során növekednek az adóbevételek és mérséklődnek a kiadások, például munkanélküli segélyre vagy egyéb gazdaságösztönző intézkedésekre. Leegyszerűsítve, ez a fajta válságkezelés valósult meg az Egyesült Államokban, míg az eurózónában előbb kezdődött a fiskális megszorítás, mint a bankrendszer átstrukturálása, ami végül megakasztotta a növekedést (erről részletesebben ld. 3.3 alfejezetet). Ugyanakkor ez az optimális sorrendiség csak akkor valósítható meg, ha a kormányzat mérlege és a fiskális politika hitelessége kellőképpen erős ahhoz, hogy kezdetben növelje eladósodottságát annak érdekében, hogy támogatni tudja a magánszektor adósság-leépítését. (Az egyes gazdaságpolitikák korlátairól ld. részletesebben a keretes írást.)

Az euróövezetben a régió intézményi felépítése, a monetáris unió „befejezetlensége” gátolta az optimális válságkezelést. Noha az euróövezet mint egész kevésbé volt eladósodott, mint az USA vagy az Egyesült Királyság, mégis hamarabb kezdett visszatérni a három százalékos deficitkorlát elérésének irányába. A döntéshozók ugyanis attól féltek, hogy a súlyosabban eladósodott államokkal szembeni piaci bizalmatlanság átterjed a „magországokra” is, amelyek a régió stabilitásának a végső biztosítói voltak. Noha az euró elvben visszafordíthatatlan közös valuta, megfelelő közös intézmények hiányában nem volt egyértelmű, miként lesz képes a monetáris unió egésze kezelni egyes államok vagy azok bankrendszerének pénzügyi feszültségeit, esetleg csődjét. A válság kezelése euróövezeti szinten a kockázatok megosztását jelenti: első körben a közös jegybank mint végső hitelező kezelheti a likviditási válságot, majd a fiskális politika a fizetőképességi problémákat (feltőkésítés, adósság-leírás és átütemezés stb.). Az övezet létrehozásakor nem deklaráltak végső hitelező funkciót, az EKB ilyen funkciója csak a fizetési forgalom zavartalan lebonyolításáért viselt felelősségből volt levezethető. A fiskális kapacitás is hiányzott a válság idején,

²⁰ Goodhart (1988) szemléletesen leírja, hogy a kezdetben klubszerűen működő angol bankrendszer képes volt önszabályozásra, de a piac átalakulásával, a szereplők számának növekedésével, külföldi bankok megjelenésével szabályozói hatóság vált szükségessé. *A kereskedelmi bankok közül kivált egy, amely ezt a szerepet ellátta, de ennek már nem lehettek saját profitérdekei, mert az a versenyt torzította volna.*

emiatt csak ad hoc intézkedésekkel vállaltak szerepet a kormányok a bankrendszer stabilizálása céljából – gyakran a Bizottságot is csak utólag tájékoztatták a lépésekről. A „bankunió” intézményeinek kiépítése – amely a válság nyomása alatt hozott ad hoc döntésekre épül – már lépéseket jelent a pénzügyi stabilitást biztosító intézmények hiányának a pótlására. Ugyanakkor továbbra is megoldatlan az a kérdés, hogy a kockázatok elkerülhetetlen megosztása miatt kialakuló jövedelemelosztási mellékhatások ne eredményezzenek olyan állandó transzfereket, amelyekre a közvélemény még nincs felkészülve. A permanens transzferek csak olyan uniókban elfogadhatók, amelyekben a fiskális politikák is megfelelően centralizáltak, aminek pedig feltétele a politikai unió. Az európai integráció egyelőre nem érett meg erre az integrációs szintre.

3.2. A mérlegválság tanulságai a monetáris politika vitelére vonatkozóan

A pénzügyi válság tapasztalatainak tükrében a monetáris politika fő feladata, hogy a pénzügyi stabilitási megfontolásokat szimmetrikusabban alkalmazza a reálgazdasági és pénzügyi ciklusoknak mind a fellendülő, mind a korrekciós szakaszában. Ennek háttérében az áll, hogy a pénzügyi válságot megelőzően alacsony és stabil infláció mellett valósult meg a hitelezés és az eszközárak nagymértékű fellendülése, majd a válság kitörése rámutatott arra, hogy a pénzügyi ciklusok figyelmen kívül hagyása meglehetősen költséges, figyelembe véve annak súlyos és elhúzódó következményeit. A BIS (2014) történeti tapasztalatokon keresztül bemutatja, hogy ha a recesszióval egyidejűleg pénzügyi visszaesés is bekövetkezik (azaz ha a reálgazdasági és üzleti ciklusok egybeesnek), akkor a támogató monetáris politika kevésbé lesz hatékony a fellendülés erősítésében. Borio és munkatársai (Borio 2012; BIS 2014) kimutatják, hogy a nyolcvanas évek óta még a fejlett országokban is növekedett a pénzügyi instabilitások száma és mértéke, illetve a pénzügyi ciklusok kilengése is növekszik. Ha a döntéshozók a makrogazdasági politikát nem teszik szimmetrikusabbá, azaz felívelés idején nem fékezik a kilengést, majd a buborék kipukkanását követően gyors, nagymértékű lazítással reagálnak, azzal egyrészt megszüntetik az ösztönzést a rossz hitelek leírására és átütemezésére, másrészt csak egyre növelik a későbbi ciklusok kilengéseit, és súlyosbítják azok negatív következményeit – ugyanis az újabb pénzügyi ciklusok egyre nagyobb eladósodottsági szintekről indulnak.

Ennek jegyében a keretrendszerben lehetőséget kell teremteni annak, hogy a pénzügyi ciklus fellendülése idején a monetáris politika (relative) szigorúbb legyen még akkor is, ha az infláció alacsony és stabil, és kevésbé agresszív, illetve perzisztens lazítást hajtson végre visszaesés idején. Az, hogy a monetáris lazítás visszaesés idején csak korlátozott hatást tud gyakorolni az aggregált keresletre, több tényezővel magyarázható, ilyen, hogy egyrészt sérült a pénzügyi rendszer, másrészt hogy a magánszektor szereplői túlzottan eladósodtak, végül, hogy fellendülés idején rosszul megvalósított erőforrás-allokáció csökkenti a potenciális kibocsátást (BIS 2015). Mindezek ugyanakkor nem jelentik azt, hogy a laza monetáris politikának ne lett

volna szerepe a mérlegválságot követő fellendülés beindításában, csupán az idő múlásával az egyre kevésbé lesz hatékony és egyre inkább láthatóvá válik, hogy az nem képes kezelni az olyan alapvető problémákat, mint a mérlegek megtisztítása.

A hagyományos keretben gondolkodók szerint a pénzügyi stabilitási célokat a makroprudenciális eszközökkel kell kezelni, és a kamatpolitikát meg kell tartani a makrogazdasági stabilitás, azaz a reálgazdasági túlfűtöttség és túlhűtöttség kezelésére.²¹ A BIS szerint azonban – amely intézmény az elsők között javasolta még jóval a válság előtt a makroprudenciális eszközök kidolgozását és alkalmazását – a tapasztalatok nem igazán igazolják ezt a szeparációs elvet. Szerintük a célzott makroprudenciális eszközök nem lehetnek olyan hatékonyak a túlzott kockázatvállalás megfékezésében, mint az irányadó ráta, ami az egész pénzügyi rendszerben érvényes. Ennek jegyében kizárólagosan a makroprudenciális politikára hagyatkozni a pénzügyi instabilitások kezelésében túl kockázatos lenne, így a két eszköz inkább tűnik egymás kiegészítőjének, mint helyettesítőjének. Emellett empirikus eredmények is igazolják, hogy a monetáris politika hatékonyabban tud hatni az aggregált keresletre pénzügyi csatornákon keresztül. A *BIS (2015)* IV. B. keretes írása ismerteti, hogy az irányadó ráta szignifikáns hatást gyakorol a hitelezésre és az eszközárakra (azon belül is különösen az ingatlanárakra), miközben ha a rövidtávú inflációra és kibocsátásra összpontosít, az nagyobb volatilitást okoz a pénzügyi változókban.

A megfelelő monetáris politikai lépés meghatározásához alapvető jelentőségű a gazdaságban lévő kihasználatlan kapacitások mértéke. A fentiek, illetve az elmúlt időszak tapasztalatai alapján elmondható, hogy *a pénzügyi ciklusok által nyújtott információ, például a hitelezés és az ingatlanárak alakulását is beépítő módszerek sokkal megbízhatóbb becslést adnak a potenciális kibocsátásra, mint a korábbi hagyományos módszerek, amelyek csupán az infláció alakulására fókuszálnak.* Erre utal az is, hogy a válságot megelőzően a gazdaságpolitikai döntéshozatal során gyakran alkalmazott módszerek nem voltak képesek azonosítani, hogy a kibocsátás a fenntartható mértékénél jobban bővül.²²

A monetáris politika számára az egyik legfontosabb kérdés az, hogy miként *hangolható össze ez a stratégia az inflációs célkövetés rendszerével – azaz a pénzügyi stabilitás a makrogazdasági stabilizációval.* A pénzügyi sérülékenységek felépülése hosszabb időbe telik, és ekképp a pénzügyi visszaesésnek is hosszan tartó makrogazdasági, beleértve inflációs hatásai vannak, mivel a pénzügyi ciklusok hosszabbak, mint a hagyományos reál üzleti ciklusok. Így a hagyományosnak tekinthető két éves

²¹ Ez úgynevezett Tinbergen-elv, amely szerint egy gazdaságpolitikai eszköz egy cél elérésére alkalmas, és ahány célja van a gazdaságpolitikának, annyi dedikált eszközre van szükség. Ez összhangban van a gazdaság olyan felfogásával, amely szerint azt tendenciájában stabilitás jellemzi, az egyensúlyból legfeljebb külső sokkok mozgíthatják ki. A válság nyomán terjed az a felfogás, hogy a gyakorlatban ez a kényelmes elkülönítés a célok, illetve az eszközök között nem valósítható meg, mert mind a célok – makro és pénzügyi stabilitás –, mind az eszközök – makroprudenciális eszközök és irányadó kamat – hatnak egymásra is.

²² Borio et al. (2014), Ábel et al. (2014) 1. sz. keretes írás, MNB (2014:70–72).

monetáris politikai horizont három évre való meghosszabbítása például segíthetne a pénzügyi stabilitási és hagyományos célok összehangolásában. Ez azonban nem a jelenlegi, reálmodellekkel végzett előrejelzések egyszerű meghosszabbítását jelenti, hanem azt, hogy szisztematikusan figyelembe kell venni a pénzügyi tényezőket is, amelyek ezeken a hosszabb horizontokon fejtik ki a hatásukat. Ugyanakkor számolni kell a hosszabb távú előrejelzésekhez kapcsolódó bizonytalansággal.²³ Néhány jegybank már megkezdte a keretrendszere módosítását azáltal, hogy nagyobb rugalmasságot biztosít a monetáris politika számára. Ilyen például, hogy bizonyos esetekben expliciten lehetővé teszi, hogy az infláció csak időben elnyújtva térjen vissza hosszú távú céljához, attól függően, hogy a céltól való eltérés milyen tényezőkkel magyarázható. Más esetekben azonban előfordulhat, hogy akkor is szigorítania kell a jegybanknak, amikor a korábban szokásos rövidebb horizonton még nem látszik inflációs nyomás, de a pénzügyi egyensúlytalanságok a hosszabb horizonton kipukkanással, negatív kibocsátási réssel fenyegetnek és az inflációs cél jelentős alullövésének kockázatát jelzik.

Felmerül a kérdés, hogy meddig és milyen mértékben tolerálható az infláció céltól vett eltérése. Ez egyrészt függ a deflációhoz kapcsolódó kockázatoktól, másrészt a jegybanki hitelességhez és mandátumhoz kötődő kérdéskörtől. A BIS Éves jelentése (*BIS 2015*) szerint a legfontosabb az, hogy a monetáris politika kihasználja a rendelkezésére álló mozgásteret úgy, hogy közben elemzési keretrendszere szisztematikusan figyelembe veszi a pénzügyi stabilitási kockázatokat. A monetáris politikai mandátumot csak a legvégső esetben lehet megváltoztatni, amit természetesen körültekintően kell elmagyaráznia közvélemény számára.

3.3. Hol állunk most a válságkezelésben?

A mérlegválság kezelésében a monetáris politika mozgásteret az évek múlásával csökken, folyamatosan feszegetve annak határait. Eközben, a válság utáni expanziót követően a fiskális politika fokozatosan szigorít, ahogy a fenntarthatósági problémák erősödnek.

A jelenlegi helyzetben a *fiskális politika* feladata a szuverén adósság fenntartható pályán tartása – ugyanis ez az előfeltétele a hosszan tartó monetáris, pénzügyi és makrogazdasági stabilitásnak. Amennyiben az adósság fenntarthatósága kétségessé válik, akkor nem lenne prudens tovább folytatni az expanzív fiskális politikát. Ugyanakkor azok az országok, amelyek még rendelkeznek elegendő fiskális mozgástérrel, azt minél hatékonyabb módon kell, hogy kihasználják. Ez azt jelenti, hogy a fiskális politikának mindenekelőtt segítenie kell a magánszektor mérlegtisztítását, támogatni

²³ A horizont meghosszabbításán túl a pénzügyi folyamatok figyelembe vétele több módon megtörténhet: egyrészt egyes pénzügyi változók (pl. eszközárak, ingatlanár-index) monetáris politikai célfüggvényben való szerepeltetésével, vagy egyes pénzügyi egyensúlytalanság felépülését jelző indikátorok hagyományos monetáris politikai elemzési keretrendszerben való megjelenésével (*részletesebben ld. Csontos–Szalai 2014*).

a hosszú távú termelékenység javító innovációkat és reformokat, és a transzferek helyett átgondolt beruházásokra kell fordítania forrásait.

A monetáris politikának megfelelő módon kell értékelnie és számba vennie a jelenlegi politikákhoz kapcsolódó makrogazdasági és pénzügyi kockázatokat. Az országspecifikus tényezők figyelembevételével mellett szükség van a makroprudenciális eszközök aktív alkalmazására, de nem szabad hozzájuk túlzott várakozásokat fűzni. Szem előtt kell tartani, hogy az irányadó ráták már hosszú ideje historikusan alacsony szinten vannak, folyamatosan erősödik a befektetői kockázatkeresés és hozamvadászat, így a normalizáció nem lesz zökkenőmentes. Emiatt pedig veszélyes lenne a pénzügyi stabilitáshoz kapcsolódó kockázatok teljes kezelését a makroprudenciális politikára hárítani.

A fentiek egy lehetséges tanulsága, hogy az egyes gazdaságpolitikáknak úgy kellene támogatnia a reálgazdaság fellendülését, hogy az közben ne vezessen túlzott pénzügyi egyensúlytalanság felépüléséhez. A fentiek alapján úgy tűnik, hogy ehhez a jegybanki beavatkozások mellett egyéb, további célzott fiskális politikai intézkedések is szükségesek, amelyekről jelenleg viszont még nem alakult ki gazdaságpolitikai konszenzus. Ennek hiányában a mérlegválság tartóssá vagy rendszeresen visszatérő jelenséggé válhat.

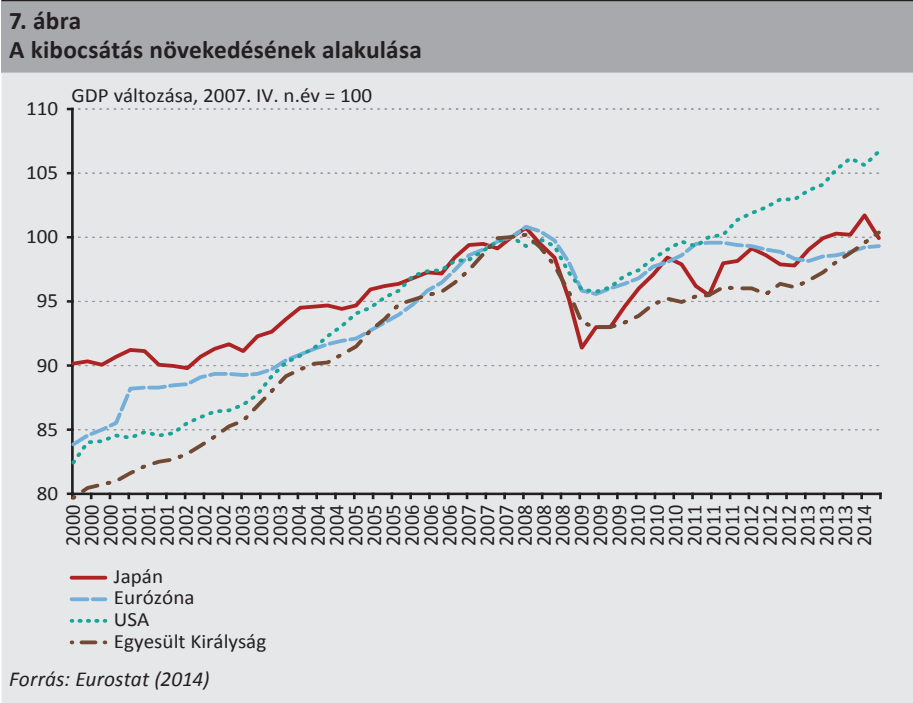
A megfelelő gazdaságpolitikai lépések mellett továbbá felmerül a kérdés, hogy a pénzügyi szektor relatív súlyának növekedése, a pénzügyi piacok technikai értelemben vett tökéletesedése és hatékonyabbá válása, a pénzügyi teljesítménykritériumok (pl. a vállalatok tőzsdei értékének maximalizálása) hangsúlyosabb számonkérése a vállalati döntéshozókon automatikusan biztosítja-e a gazdaságok társadalmi és környezeti szempontból egyaránt fenntartható, kiegyensúlyozott és kielégítő mértékű növekedését. Mindez azért fontos, mert a tapasztalatok szerint a pénzügyi innovációkat nem feltétlenül követik automatikusan reálgazdasági innovációk, és nem támogatja a tartós és fenntartható termelékenységnövekedést.²⁴

3.4. Válságkezelési sikerek és kudarcok

A válság kitörését követően a túlzott eladósodottságot mutató, leginkább érintett országokban hasonló folyamatok voltak megfigyelhetők mind a gazdasági visszaesést, mind az azt követő 2009 és 2011 között megvalósuló kilábalást illetően. A pénzügyi válság globális jellegéből adódóan a visszaesés közel egy időben valósult meg, míg a kilábalásban is hasonló irányok voltak megfigyelhetők, ami a globális szinten koordinált fiskális és monetáris lazítással magyarázható. Ugyanakkor 2011

²⁴ A témában Mariana Mazzucato konferenciát szervezett, amelyen vezető kutatók és gazdaságpolitikuskok is részt vettek, beleértve például Andrew Haldane-t, a Bank of England vezető közgazdászát. A konferencia előadásai megtalálhatók in: *Mazzucato–Penna (2014)*. A pénzügyi szektor szerepéről és a válság tanulságairól lásd még *Zingales (2015)* előadását, amelyet az Amerikai Pénzügyi Társaság elnökeként tartott 2015-ben.

után az egyes országok gazdasági teljesítményében már jelentősebb különbségek voltak tapasztalhatóak, ami egyrészt azok eltérő kiindulási helyzetével és adottságaival, másrészt viszont az alkalmazott gazdaságpolitikák különbözőségével és azok korlátaival magyarázható (7. ábra; MNB 2014).



A 2008-as válság kitörését követően a romló makrogazdasági helyzetre az Egyesült Államok, az Európai Unió és több fejlett ország is *fiskális lazítással* reagált, melynek keretében engedték az automatikus stabilizátorok szabad működését és különböző élénkítő csomagokat alkalmaztak. Ezt követően azonban jelentős eltérések mutatkoztak az egyes országok költségvetési politikájában. A kilábalás beindulását követően az Egyesült Államok és Japán óvatosabb volt a konszolidáció megkezdését illetően, annak érdekében, hogy a túl korai fiskális visszafogással ne veszélyeztessék a törekeny fellendülést. Azt követően, hogy 2009-ben több gazdaságpolitikus támogatta a fiskális stimulust, ők háttérbe szorultak és a 2010-es torontói ülésen a G20-as országok megegyeztek a fokozatos, az egyes régiók ciklikus helyzetének megfelelően eltérő ütemű deficitcsökkentésben. Ennek jegyében az Egyesült Királyságban a 2010-es kormányváltást követően szigorúbb költségvetési politika valósult meg, illetve a növekedési kilátások némi javulását követően az eurózónában is megkezdtek a túlzottnak tartott deficitek kiigazítását. Ezt elsősorban az euró-zóna

fiskális szabályainak való megfelelés, illetve az egyes országok fizetőképességével kapcsolatos félelmek felerősödése tette szükségessé. A keresletszűkítő fiskális politika 2012-ben újra visszaeséshez vezetett, „W” válságba taszítva ezzel több fejlett országot – beleértve az Egyesült Királyságot és az eurózóna nagy részét. Velük szemben az USA-ban felismerték a torontói megállapodás elhibázottságát és a keresletélénkítés túl korai leállításának veszélyeit, majd a 2013-as szentpétervári ülésen a tapasztalatokból tanulva a többi fejlett ország is a fiskális ösztönzés jelentőségét hangsúlyozta.

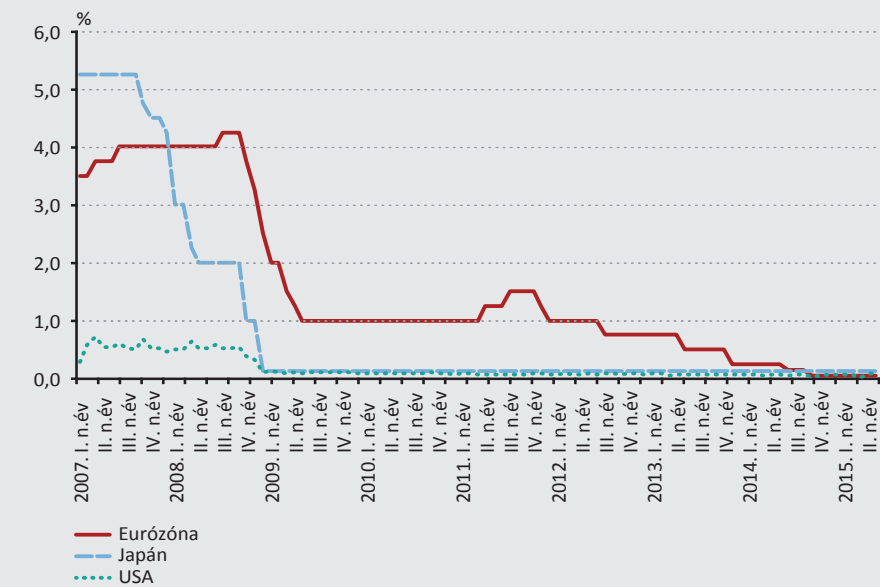
A fiskális politikán túlmutatóan a kormányzatnak a válság kitörését követően *a bankmentésben, illetve a bankok feltőkésítésében* is meghatározó szerepe van. A Lehmann-csődöt követően kialakult pánik miatt egyes részpiacok átmenetileg befagytak, és növekedett a bizalmatlanság egyes pénzintézetek fizetőképességével kapcsolatban. A fejlett országok kormányzatai a piaci bizalmat többek között hitelgaranciákkal és a bankok közvetlen feltőkésítésével igyekeztek helyreállítani. Ugyanakkor jelentős eltérések voltak a tekintetben, hogy az egyes országok milyen mértékben és időzítéssel szándékoztak, illetve volt lehetőségük beavatkozni a pénzpiacok működésébe (*Kiss–Szilágyi 2014*). Ahogy korábban utaltunk rá, e tekintetben is lényeges különbség van az USA és az eurózóna gazdaságpolitikája között. Az eurózónában a bankok feltőkésítése csak késve történt meg, ami a fizetésképtelen intézményeket még sokáig működésben tartotta, ezáltal elnyújtva a banki mérlegalkalmazkodást. Ezzel egy időben a gyengén tőkésített bankok visszafogták hitelezési tevékenységüket. Emellett az eurózónában tovább súlyosbította a visszaesést, hogy a fiskális konszolidáció már azelőtt megkezdődött, hogy megtörtént volna a bankrendszer átstrukturálása, ami végül jelentős veszteségeket okozott a kibocsátásban (*Teulings–Baldwin 2014*).

A pénzügyi válság kitörését követően a gazdasági visszaesésre és a romló inflációs kilátásokra a fejlett országok jegybankjai kamatcsökkentéssel reagáltak, majd azt követően, hogy nulla közeli kamatszínhez érkeztek (*ld. 8. ábra*), nemkonvencionális eszközök alkalmazásába kezdtek.²⁵ A válság kitörését követő években összességében az Egyesült Államok, az Egyesült Királyság és Japán monetáris politikája is támogatóbb volt, mint az eurózónáé, ahol a kezdeti gyors lazítást követően 2012-ben megkezdődött az EKB mérlegének zsugorodása (*9. ábra*). 2014-től erősödtek a regionális eltérések a makrogazdasági folyamatokban, ami részben a korábban alkalmazott, eltérő gazdaságpolitikai mixszel magyarázható, és végül napjainkra a monetáris politikák divergenciájához vezetett. A Fed 2009 óta változatlan szinten 0–0,25 százalékos sávban tartja az irányadó rátát, illetve 2014 októberében befejezte kétéves eszközvásárlási programját, jelenlegi kommunikációja alapján pedig az irányadó ráta fokozatos emelése még 2015-ben megkezdődhet. Eközben az EKB

²⁵ Az alkalmazott nemkonvencionális monetáris politikai eszközökről részletesen *ld. Kerekó et al. (2012)*.

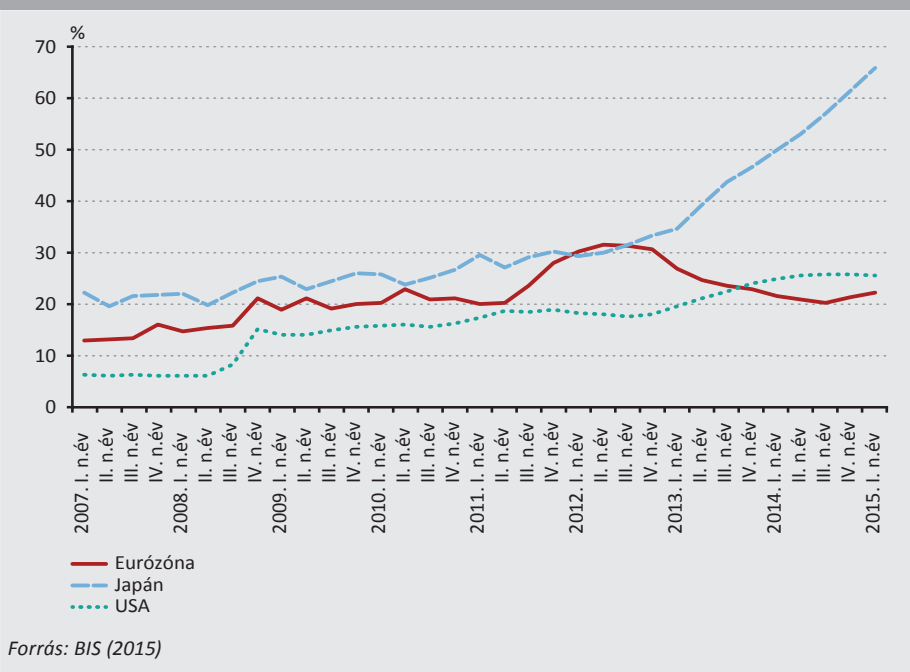
– a hosszú ideje alacsony inflációs környezetet és csökkenő inflációs várakozásokat látván – tovább lazított monetáris kondícióin, 2015 elején újabb eszközvásárlási programot jelentve be. Japánban a 2 százalékos inflációs cél elérésére törekedve szintén az eszközvásárlási program kiterjesztése mellett döntöttek. Miközben egyes országokban még tart a mérlegalkalmazkodás, a tartósan laza monetáris politikák következményeképp másokban az eladósodottság magas maradt vagy tovább növekedett, így egyre inkább előtérbe kerülnek a pénzügyi egyensúlytalanságok felépüléséhez kapcsolódó pénzügyi stabilitási aggodalmak. Ebből kifolyólag a hitelezés és az eszközárak alakulása egyre nagyobb szerepet kap a jegybanki kommunikációban. Összességében, bár a jegybanki döntések összhangban voltak a rövid távú makrogazdasági folyamatokkal, a pénzügyi szempontok csak korlátozottan jelentek meg a jegybanki döntéshozatalban, ami, előretételezve, hozzájárulhat újabb pénzügyi egyensúlytalanságok felépüléséhez (BIS 2015).

8. ábra
Irányadó ráták a főbb fejlett országokban



Forrás: BIS (2015)

9. ábra
Jegybankok GDP-arányos eszközállománya



Keretes írás: Az egyes gazdaságpolitikák korlátai

Az egyes országok által alkalmazott gazdaságpolitikai mixek különbözősége nemcsak a döntéshozók eltérő helyzetértékelésével vagy preferenciáival magyarázható, hanem jelentős szerepet játszanak benne különböző országspecifikus tényezők, az országok eltérő kiindulási, fejlettségi szintjei, adottságai – fenti elemzésünkben elsősorban a fejlett országok és régiók tapasztalatainak elemzésére törekszünk. Ezek függvényében bizonyos esetekben egy-egy ország mozgásterét korlátozott volt az optimálisnak tartott gazdaságpolitikai mix megvalósítását illetően. A keretes írásban ezeket vesszük sorra.

A *fiskális politika* tekintetében számos külső adottság korlátozhatta a döntéshozókat a megfelelő mértékű (célzott) költségvetési intézkedések megvalósításában, ilyen például az induló államadósság mértéke és így a piaci bizalom az állam jövőbeli fizetőképességében, továbbá alkotmányos költségvetési szabályok vagy egyéb intézményi korlátok. A válság előrehaladtával például egyre szembetűnőbbé váltak az egyes országok közötti fizetőképességbeli különbségek. Emellett több tanulmány rámutatott arra, hogy a feltörekvő és fejlődő országok költségvetési politikája felerősíti a gazdasági ingadozásokat (azaz a fejlettekkel szemben prociklikus); ez egyrészt magyarázható ezeknek az országoknak a gyengébb intézményi rendszerével, másrészt a minőségbe való meneküléssel. Összességében kihívást jelent a fiskális politikai ösztönzés mellett annak az adósságszintnek a megtalálása, amely hosszú távon is fenntartható (Blanchard 2015).

A pénz-, illetve bankpiaci folyamatokba való beavatkozás mértéke függhetett attól, hogy az egyes részpiacok milyen mértékben sérültek, a piaci bizalom mennyire ingott meg, a bankrendszernek mekkora segítségre volt szüksége, illetve attól, hogy milyen az intézményi beágyazottság. Ennek jegyében például az Európai Központi Bank programjaiban az euróövezet tagországai közvetlenül részt vehettek, míg másoknak csak közvetve lehetett segíteni. Továbbá azokban az országokban, ahol a bankrendszer jelentős része külföldi bankok tulajdonában van, ott nem feltétlen volt szükség bankcsődökre és bankmentési programokra, mivel az anyabankok biztosíthatták a leánybankok tőkeigényét.

A fejlődő és feltörekvő országok *monetáris politikáját* érdemben korlátozta, hogy a pénzügyi válság nyomán növekvő bizonytalanság miatt ezeknek az országoknak a finanszírozása bizonyos esetekben hirtelen leállhat, így azok csak a fejlett országokénál magasabb kamatszintek mellett lehetnek képesek megvédeni árfolyamaikat és megőrizni pénzügyi stabilitásukat. Ez azt jelenti, hogy a feltörekvő országoknak kevésbé volt lehetősége a gazdasági visszaesést a monetáris politika lazításával és az irányadó ráta csökkentésével megfékezni, sőt bizonyos esetekben pénzügyi stabilitási megfontolásokat figyelembe véve kamatemelésre kényszerültek. A visszaesés kezelése még nehezebb volt azoknak az országoknak, amelyeknek gazdasági szereplői jelentősebb mértékű devizaadóssággal rendelkeztek, ugyanis ekkor a kamatcsökkentés az árfolyamgyengülés kiadásátterelésen érvényesülő csatornáján élénkíthet, míg mérlegcsatornáján keresztül visszafoghat, és ez utóbbi gyakran erőteljesebb hatásnak bizonyult.

Az előbbi nehézségeken túlmutatóan speciális helyzetben voltak azok az országok, amelyek nem rendelkeznek önálló monetáris politikával, mert egy valutaunió (pl. euróövezet) tagjai, vagy mert rögzített árfolyamrendszerrel rendelkeznek (pl. Bulgária). Az euróövezet tagjai számára a monetáris politikát az Európai Központi Bank határozza meg. A kötött árfolyamrendszerben működő országok számára a monetáris politika teljes mértékben a rögzített árfolyam fenntartásának van alárendelve, így visszaesés esetén azt nem állíthatják az élénkítés szolgálatába. A versenyképesség visszanyerése érdekében ezek az országok jellemzően a belső leértékelés módszeréhez, azaz az árak és bérek csökkentéséhez nyúltak (Kiss–Szilágyi 2014).

4. Konklúziók

A cikk bemutatta, hogy a válság kitörését követően hét évvel mind a kibocsátás, mind a foglalkoztatottság számos fejlett országban elmarad a válság előtti csúcsponttól. Emellett a válságot megelőző túlzott eladósodás beruházásokra és termelékenységre gyakorolt kedvezőtlen következményei még mindig érezhetőek. Bár a költségvetési hiányok jellemzően mérséklődtek az elmúlt években, a szuverén adósságállományok továbbra is magasak, továbbá a gyenge reálgazdasági teljesítmény mellett globális tekintetben csökkenő inflációs tendencia érvényesül. A folyamatokban több tényező is szerepet játszhat.

Az előbbi jelenségek arra utalnak, hogy *a 2008-ban kirobbant pénzügyi válság speciális, állományi egyensúlytalanságokkal együtt járó mérlegválságnak tekinthető*, ami már önmagában magyarázatot ad arra, hogy a mostani visszaesés miért jár nagyobb makrogazdasági költségekkel, mint a hagyományos üzleti ciklusok mentén lezajló recesszió. Ez azzal magyarázható, hogy a buborék kipukkanását megelőzően több szektor gazdasági szereplői túlzottan eladósodtak, azt követően pedig mérlegkiigazításra kényszerültek, azaz nagymértékben megnövelték megtakarításaikat és visszafogták fogyasztási-beruházási kiadásaikat. A mérlegválság kialakulása és lezajlása során a gazdasági szereplők úgy hozzák meg döntéseiket, hogy a gazdasági felfutás időszakában a monetáris politikának érdemi szerepe van, míg a fiskális politikának kisebb a gazdaságpolitikai jelentősége. Ezzel szemben a gazdasági visszaesés időszakában a monetáris politika hagyományos eszközének hatékonysága csökken, mivel a magánszektornak gyakorlatilag megszűnik a forrásigénye, míg a fiskális politikának nagyobb jelentősége van a kereslet élénkítésében.

A jelenlegi főáramú, főként új-keynesi megalapozottságú szakirodalom és a mérlegválságra adott gazdaságpolitikai válaszok közös hibája, hogy nem veszik figyelembe a pénzügyi válság azon sajátosságát, hogy az pénzügyi egyensúlytalanságok felépülése nyomán kialakult állományi egyensúlytalanságot jelent. Ennek pedig számos gazdaságpolitikai következménye van: már önmagában *a mérlegválság állományi jellege is rámutat egyes – a válság előtt széles körben elterjedt, főáramúnak tekinthető – gazdasági elméletek és azokon alapuló gazdaságpolitikák elhibázottságára, illetve a mérlegválság helytelen diagnosztizálása és kezelése is hozzájárul a jelenleg tapasztalható törékeny kilábaláshoz.*

A válságkezelés mai megközelítési módjai mind azt feltételezték, hogy egyrészt a jelenlegi válság is a korábbiakhoz hasonló, áramlási egyensúlytalanságok miatt alakult ki, másrészt, hogy a gazdasági szereplők profitjuk maximalizálására törekednek. Ennek jegyében a gazdaságpolitikai válaszok erősebb monetáris politikai élénkítést és a kiszorítási hatás megelőzése miatt a költségvetési deficit csökkentését javasolták. A mérlegválságot követő alkalmazkodás során azonban egyrészt – a magánszektor hitelkeresletének visszaesése miatt – gyengül a monetáris politika kamatcsatornája, másrészt az árfolyamcsatorna hatékony működését is több tényező korlátozza. Emellett a költségvetési deficit csökkentése is kedvezőtlenül érinti a gazdaságot, ami azzal magyarázható, hogy a magánszektor erőteljes mérlegkiigazítása mellett és a nulla alsó korlát közelében a fiskális multiplikátorok együtthatója nagyobb, ami egy szinkronizált mérlegválságban megemeli a költségvetési kiigazítás reálgazdasági költségeit. Emiatt a deficit csökkentésétől várt bizalomerősítő hatás elmaradhat, kedvezőtlen esetben még romolhat is az adósságráta romlása miatt, amit a nevezőnek (GDP) a számlálónál (adósság) gyorsabb csökkenése válthat ki.

A mérlegválság egyik gazdaságpolitikai tanulsága, hogy a fiskális politika feladata, hogy kontraciklikus viselkedésével a visszaesés idejére megfelelő mozgásteret biztosítson magának a mérlegválság kezeléséhez és a magánszektor szereplői mérlegkiigazításának támogatásához. Egyesek szerint (Koo) az aggregált kereslet élénkítéséhez elegendő a keynesi ihletésű aggregált keresletet ösztönző fiskális politika megvalósítása, míg mások szerint (Borio, BIS) a meglévő fiskális mozgásteret célzottan – pl. banki feltőkésítésre és adósságátstrukturálások támogatásához – kell felhasználni. Mellettük pedig már az IMF is elismerte, hogy a kelet-ázsiai válság „hagyományos” válságként való kezelése hiba volt, és a fiskális megszorítás a válság elhúzódásához vezetett.

Emellett a jelenlegi pénzügyi válság rámutatott arra is, hogy a megfelelő prudenциális szabályozás kidolgozása és kellőképpen szigorú alkalmazása nélkül a modern pénzügyi rendszerben a piac önszabályozó képessége korlátozott és nem hatékony a pénzügyi instabilitások felépülésének megelőzésében. Így a fegyelmezett fiskális politika mellett a válságmegelőzésben a makroprudenciális politikának is fontos szerepet kell játszania, és a pénzügyi rendszer prociklikus működésének mérséklésével járulhat hozzá a pénzügyi rendszer sokk-ellenállóképességének erősítéséhez. A válságot követően a szabályozásnak át kell alakulnia, ami nem azt jelenti, hogy egyszerűen szigorúbbnak kell lennie, hanem hogy a pénzügyi instabilitásokat a gyökereknél kell kezelnie, amelyek egyre inkább makrogazdasági természetűek. Emellett a tapasztalatok azt mutatják, hogy túl kockázatos lenne kizárólagosan a makroprudenciális eszköztárra hagyatkozni a pénzügyi instabilitások kezelésében.

Erre utal, hogy a pénzügyi válságot megelőzően alacsony és stabil infláció mellett valósult meg a hitelezés és az eszközárak nagymértékű fellendülése, majd a válság kitörése rámutatott arra, hogy a pénzügyi ciklusok figyelmen kívül hagyása meglehetősen költséges, figyelembe véve a jelenleg zajló mérlegkiigazítás elhúzódó következményeit. A pénzügyi válság tapasztalatainak tükrében újra kell gondolni a monetáris politikai stratégiát úgy, hogy annak alakításában a reálgazdasági ciklusok mellett a pénzügyi ciklusok is expliciten szerepet játszanak. *A pénzügyi válság előtti főáramú közgazdaságtan nem vette figyelembe a pénzügyi ciklusok alakulását, így a jövőre nézve újabb válságok elkerülése érdekében a monetáris politika analitikus keretrendszerében szisztematikusan figyelembe kell venni a pénzügyi stabilitási kockázatokat.* Néhány jegybank esetében már megkezdődött az elmozdulás ezen megközelítés felé, ami többek között abban nyilvánul meg, hogy a hitelezés és az eszközárak alakulása egyre nagyobb szerepet kap a jegybanki kommunikációban.

Az elmúlt évek tapasztalatai rámutattak a főáramú, új-keynesi ihletésű közgazdasági elméleteken alapuló európai válságkezelés sikertelenségére, és igazolják a fenti válságkezelési stratégiák sikerességét: a 2009 és 2011 közötti kilábalásban globálisan

összehangolt fiskális lazítás valósult meg, azt követően azonban az Egyesült Államok és Japán óvatosabb volt a konszolidáció megkezdését illetően, míg az eurózóna egyes országaiban és az Egyesült Királyságban a túlzottnak vélt deficitkezelés kiigazításába kezdtek, amelynek kedvezőtlen következményei jelenleg is érzékelhetőek a lassabb kilábalásban. Emellett az eurózónában a bankok feltőkésítése csak késve történt meg, ami elnyújtotta a banki mérlegalkalmazkodást. Végül, a válság kitörését követő években összességében az Egyesült Államok, az Egyesült Királyság és Japán monetáris politikája is támogatóbb volt, mint az eurózónáé; ugyanakkor a tartósan laza monetáris politikák következményeképp egyre inkább előtérbe kerülnek a pénzügyi egyensúlytalanságok felépüléséhez kapcsolódó pénzügyi stabilitási aggodalmak. Mindezek alapján a főáramú makrogazdasági elméleteken alapuló Brüsszel-Frankfurt-Washington konszenzus revideálására, a makroprudenciális és fiskális politikák jelentőségének elismerésére, illetve azok együttműködésére van szükség.

Összességében a fentiek alapján az egyes gazdaságpolitikáknak úgy kellene támogatnia a reálgazdaság fellendülését, hogy az közben ne vezessen túlzott pénzügyi egyensúlytalanság felépüléséhez. Így előretekintve, a fenntartható növekedés megteremtéséhez a jegybanki beavatkozások mellett egyéb további célzott fiskális politikai intézkedések is szükségesek, amelyekről viszont még nem alakult ki gazdaságpolitikai konszenzus. Ez egyrészt megvalósítható az aggregált kereslet megfelelő mértékű és ideig tartó ösztönzésével, a termelékenység javulását, illetve a beruházások fellendülését célzó kormányzati intézkedésekkel, másrészt a magánszektor mérlegkiigazításának közvetlen támogatásával. Ez azonban csak akkor lehetséges, ha az államadósság hosszú távon is fenntartható pályán van, azaz, ha a fiskális politika előzetesen megfelelő mértékű mozgásteret teremtett egy visszaesés menedzseléséhez. *Amennyiben viszont nem születnek megfelelő gazdaságpolitikai válaszok, abban az esetben a mérlegválság tartóssá vagy rendszeresen visszatérő jelenséggé válhat.*

Felhasznált irodalom

Ábel István – Csortos Orsolya – Lehmann Kristóf – Madarász Annamária – Szalai Zoltán (2014):

Az inflációs célkövetés megújulása a válság után. Hitelintézeti Szemle, 13. évfolyam, 4. szám, pp. 35–56.

Aglietta, M. (1995/2005): *Macroéconomie Financière, La Découverte*, Repères, Paris.

Aglietta, M. (2013): *The zerolower bound and the financial instability hypothesis*, séminaire CEPN, http://www.univ-paris13.fr/cepn/IMG/pdf/texte_cepn_150313.pdf

Atkinson, T. – Luttrell, D. – Rosenblum, H. (2013): *How bad was it? The costs and Consequences of the 2007-09 Financial Crisis*, Dallas Fed Staff Papers, No. 20., July 2013. <https://dallasfed.org/assets/documents/research/staff/staff1301.pdf>

- Baghwati, J. (1998): *The Capital Myth: The Difference between Trade in Widgets and Dollars*, Foreign Affairs, May/June 1998 issue, <https://www.foreignaffairs.com/articles/asia/1998-05-01/capital-myth-difference-between-trade-widgets-and-dollars>
- Bernanke, B. S. (2005): *The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit*. Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, March 10, 2005 and the Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri, on April 14, 2005.
- BIS (2014): *84th Annual Report, 2013/14*. <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2014e.pdf>
- BIS (2015): *85th Annual Report, 2014/15*. <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2015e.htm>
- Blanchard, O. – Leigh, D. (2013): *Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers*, IMF working paper, no. 13/1, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1301.pdf>
- Blanchard, O. (2015): *Rethinking macroeconomic policy: Introduction*. <http://www.voxeu.org/article/rethinking-macroeconomic-policy-introduction>
- Boughton, J. M. (2000): *Michel Camdessus at the IMF: A Retrospective*. In: Finance and Development, March, vol. 37., No. 1, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2000/03/boughton.htm>
- Borio, C. (2012): *The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?*, BIS Working Papers, No 395., www.bis.org/publ/work395.htm
- Borio, C. – Disyatat, P. (2011): *Global Imbalances and the financial crisis: Link or no link?*, BIS Working Papers, No. 346. www.bis.org/publ/work346.pdf
- Borio, C. (2014): *The international monetary and financial system: its Achilles heel and what to do about it*, BIS Working Papers, No. 456., <http://www.bis.org/publ/work456.htm>
- Borio, C. – Disyatat, P. – Juselius, J. (2014): *A parsimonious approach to incorporating economic information in measures of potential output*, BIS Working Papers, No. 442, <http://econpapers.repec.org/paper/bisbiswps/442.htm>
- Buiter, W. H. (2009): *The unfortunate uselessness of most 'state of the art' academic monetary economics*, Maverecon Blog, Financial Times, 3 February 2009, <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/58407/>
- Caggiano, G. – Castelnuovo, E. (2015): *Government spending multipliers and the business cycle*, Vox.EU, <http://www.voxeu.org/article/government-spending-multipliers-and-business-cycle>, a teljes tanulmány: Caggiano, G, E. Castelnuovo, V. Colombo, and G. Nodari (2015), Estimating Fiscal Multipliers: News from a Nonlinear World, *Economic Journal*, 125(584): 746–776.

- Christiano, L. – Eichenbaum, M. – Rebelo S. (2011): *When is the Government Spending Multiplier Large?*, *Journal of Political Economy*, 119(1), pp. 78–121.
- Csortos Orsolya – Szalai Zoltán (2014): *Early warning indicators: financial and macroeconomic imbalances in Central and Eastern European countries*, MNB Working Papers 2014/02.
- Fitoussi, J. P. – Saraceno, F. (2004): *The Brussels-Frankfurt-Washington Consensus. Old and New Tradeoffs in Economics*, OFCE No. 2004-02, February, Paper to appear as a chapter of the Initiative for Policy Dialogue Macroeconomics Companion Volume, edited by Shari Spiegel and Joseph E. Stiglitz. <http://www.ofce.sciences-po.fr/pdf/dtravail/WP2004-02.pdf>
- Goodhart, C. A. E. (1988): *The Regulatory Debate in London*, in: *The Central Bank of the Financial System*, MacMillan, 1995, pp. 430–439.
- Greenspan, A. (2008): *USA kongresszusi bizottsági meghallgatáson adott válasza*. 2008 október. <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/CHRG-110hrg55764/html/CHRG-110hrg55764.htm>
- Haldane, A. G. (2012): *What have the economists ever done for us?* <http://www.voxeu.org/article/what-have-economists-ever-done-us>
- IMF (1999): *IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand: A Preliminary Assessment*, Occasional Paper 178 c. anyaghoz a kapcsolódó videokonferencia átirata: <https://www.imf.org/external/np/tr/1999/tr990119.htm>
- Hayes, M. G. (2006): *The Economics of Keynes. A New Guide to the General Theory*, Edward Elgar (publikáció előtti változata hozzáférhető itt: <http://www.postkeynesian.net/downloads/MGH2006.pdf>)
- Kiss Áron – Szilágyi Katalin (2014): *Miért más ez a válság, mint a többi? Az adósságleépítés szerepe a nagy recesszióban*. *Közgazdasági Szemle*, LXI. évf., szeptember, pp. 949–974.
- Koo, R. (2008): *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession*. John Wiley & Sons, Singapore.
- Koo, R. (2014): *Balance sheet recession is the reason for secular stagnation*, in *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. VOXEU.org ebook. http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox_secular_stagnation.pdf
- Kregel, J. A. (1998): *East-Asia is not Mexico: The difference between balance of payment crisis and debt deflation*, Jerome Levy Economics Institute of Bard College, working paper no. 235. <http://www.levyinstitute.org/pubs/wp235.pdf>

- Krekó Judit – Balogh Csaba – Lehmann Kristóf – Mátrai Róbert – Ulai György – Vonnák Balázs (2012): *Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei*. MNB-tanulmányok, 100.
- Krugman, P. (1998): *It's Back: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap*. Brookings Papers on Economic Activity, 29(2), pp. 137–206.
- Mazzucato, M. – C. Penna (2014): *Mission-Oriented Finance for Innovation: New ideas for investment-led growth*. <http://missionorientedfinance.com/>
- MNB (2011): Magyar Nemzeti Bank: *Elemzés a konvergenciafolyamatokról, 1. fejezet*. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_konvergenciajelentes/mnbhu_konyvjel_2011/Konvergencia_elemzes_hu.pdf
- MNB (2014): Magyar Nemzeti Bank: *Növekedési jelentés, 1. fejezet*. www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_novjel/honlapra_Novekedesi_jelentes_hun_201411.pdf
- MNB (2015): Magyar Nemzeti Bank: *Inflációs jelentés, 2015. június*. www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_inflacio_hu/mnbhu-inflacio-hu-20150625/hun_IR_2015_jun.pdf
- Nealy, M. – Radia, A. – Thomas, R. (2014): *Money Creation in the modern economy*. Bank of England Quarterly Bulletin, Q1, p. 1-14., <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q1prereleasemoneycreation.pdf>
- Roger, C. (1989): *Money, Interest and Capital. A study in the foundations of monetary theory*, Cambridge University Press, Cambridge
- Rogoff, K. (2015): *Debt supercycle, not secular stagnation* <http://www.voxeu.org/article/debt-supercycle-not-secular-stagnation>
- Schiller, R. J. (2000): *Irrational Exuberance*. Princeton University Press, March (első kiadás). <http://www.econ.yale.edu/~shiller/books.htm>
- Szalai Zoltán (2012): *A válságkezelés válsága? A költségvetési kiigazítással kapcsolatos viták az európai monetáris unióban*. MNB-Szemle, 2012. október. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu-msz-201210/szalai.pdf
- Tamborini, R. – Trautwein, H. M. – Mazzochi, R. (2009): *Two Triangles: What Did Wicksell and Keynes Know about Macroeconomics that Modern Economists do not (consider)?*, Hans Boeckler Institute, http://www.boeckler.de/pdf/v_2009_10_30_tamborini_trautwein_mazzocchi.pdf

Teulings, C. – Baldwin R. (2014): *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*, VOX. EU.orgebook, 15 August. http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox_secular_stagnation.pdf

Tily, G. (2007/2010): *Keynes Betrayed. The General Theory, the Rate of Interest and 'Keynesian' economics*. Palgrave MacMillan

Zingales, L. (2015): *Does Finance Benefit Society?* Presidential Address, American Finance Association. <http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/Finance.pdf>

A kamatcsökkentési ciklus hatása a magyar makrogazdaságra és a pénzügyi piacokra

Felcser Dániel – Soós Gábor Dániel – Váradi Balázs

A tanulmány a Magyar Nemzeti Bank 2012 augusztusában elkezdett kamatcsökkentési ciklusát és annak makrogazdasági és pénzügyi piaci hatásait vizsgálja. Először bemutatja a transzmissziós mechanizmus normál gazdasági körülmények melletti működését, majd kitér a válság utáni időszak fő kihívásaira. Áttekinti a kamatciklus hatását a különböző pénzügyi piacokon, illetve a makrogazdaságra nézve. A konklúzió szerint, a Magyar Nemzeti Bank előrejelző modelljével végzett becslések alapján, a kamatcsökkentési ciklus mérsékelte a jegybanki inflációs cél alullövésének mértékét, és érdemben hozzájárult a gazdasági kibocsátás szintjének emelkedéséhez is.

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

Kulcsszavak: kamatcsökkentési ciklus, monetáris transzmisszió

1. Bevezetés

A 2007–2008-ban kezdődött globális pénzügyi és gazdasági válság jelentős mértékben visszavetette a globális gazdasági növekedést a beruházási aktivitás és a fogyasztási kereslet visszaesése következtében. Emellett a válság előtt eladósodott gazdasági szereplők elhúzódó mérlegleépítési folyamata, illetve a bankok szigorú hitelezési kondíciói nyomán a hitelezési aktivitás is visszaesett, miközben a gazdasági recesszió során érdemben megemelkedett a munkanélküliség, és a globális kereslethiány a gazdaságok többségében kezdetben mérséklődő, majd tartósan alacsony inflációs környezet kialakulásához vezetett. A válság kitörését követően a kedvezőtlen makrogazdasági folyamatokra kezdetben mind fiskális, mind monetáris lazítással reagáltak a fejlett gazdaságok. A globális jelentőségű jegybankok (Európai Központi Bank, Federal Reserve, Bank of Japan, Bank of England) a gazdasági recesszióra válaszul először az irányadó kamatot csökkentették, ami viszonylag rövid időn belül elérte vagy megközelítette nominális alsó korlátját. A legtöbb esetben ugyanakkor ezek a lépések önmagukban még elégtelen mértékű monetáris lazításnak bizonyultak a válságból való kilábalás támogatásához, ezért a hagyományos kamatpolitika mellett egyéb, nemkonvencionális monetáris politikai eszközök (pl. mennyiségi lazítás, előrettekintő iránymutatás) bevezetésére volt szükség. A vál-

Felcser Dániel a Magyar Nemzeti Bank közgazdasági elemzője. E-mail: felcserd@mnbb.hu.

Soós Gábor Dániel a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: soosg@mnbb.hu.

Váradi Balázs a Magyar Nemzeti Bank junior elemzője. E-mail: varadib@mnbb.hu.

ság Magyarországot is mélyen érintette, így a szükséges gazdaságpolitikai és monetáris politikai reakciók Magyarország esetében sem maradhattak el. A Magyar Nemzeti Bank (MNB) a tartósan alacsony inflációs környezettel, a visszafogott hitelezési aktivitással és a Magyarország külső sérülékenységével kapcsolatos kihívásokra számos intézkedéssel válaszolt.

Az erős dezinflációs hatások nyomán kialakult, tartósan alacsony inflációs környezet által támasztott kihívásokra reagálva a Magyar Nemzeti Bank 2012 augusztusában kamatcsökkentési ciklusba kezdett, és az elmúlt 3 év során összességében 565 bázisponttal csökkentette az irányadó rátát. A kamatcsökkentési ciklus számos csatornán keresztül hat a gazdaságra és a gazdasági szereplők várakozásaira (*MNB 2012b*). A fokozatos kamatcsökkentések mellett a válság okozta monetáris transzmissziós zavarok oldása miatt egyéb, nemkonvencionális eszközöket is alkalmazott az MNB a 3 százalékos inflációs cél elérése, a gazdasági növekedés élénkítése, valamint Magyarország külső sérülékenységének csökkentése érdekében. 2013 áprilisában a kis- és középvállalkozások hitelezésében tapasztalt zavarok enyhítése és ezáltal a gyorsabb gazdasági növekedés elérése érdekében a jegybank elindította Növekedési Hitelprogramját. A vállalkozások hitelprogram iránti fokozott érdeklődésére tekintettel az MNB Monetáris Tanácsa 2013 szeptemberében az NHP folytatásáról döntött. A program megállította a vállalati hitelállomány visszaesését, és a vállalatok beruházási kedvét erősítő hitelfeltételeket teremtett, ezáltal javította a monetáris transzmissziót. A Növekedési Hitelprogram kedvező hatásainak erősítése érdekében a Monetáris Tanács 2015 februárjában egy, az NHP-hoz hasonló, azonban attól különálló konstrukció, az NHP+ elindítása mellett döntött (*MNB 2015a*).

A hitelezési aktivitás ösztönzése és a gazdasági növekedés élénkítése mellett több program is támogatta az ország külső sérülékenységének csökkenését. 2014 áprilisában a jegybank az államadósság belső forrásokból történő finanszírozásának növelése és ezzel párhuzamosan a külső forrásokra való ráutaltság mérséklése, azaz Magyarország külső sérülékenységének csökkentése érdekében elindította az ún. önfinszírozási programot, és megkezdte a monetáris politikai eszköztár ennek megfelelő átalakítását. Az eszköztár megújításának részeként 2014 augusztusában a kéthetes MNB-kötvény először kéthetes jegybanki betétté alakult, majd 2015. szeptember végétől a három hónapos jegybanki betét szolgál az MNB irányadó eszközüül. Hazánk külső sérülékenységének csökkenéséhez szintén hozzájárult, hogy a Magyar Nemzeti Bank támogatta a deviza alapú lakossági jelzáloghitelek forintra történő átváltását, amivel a hazai pénzügyi rendszer szereplői időben felkészülhettek az árfolyamkockázatból származó kedvezőtlen hatások elkerülésére (*MNB 2015b*).¹

¹ 2015. január 15-én a svájci jegybank eltörölte az euróval szemben fenntartott árfolyamküszöböt, ami a svájci frank hirtelen történő, nagymértékű felértékelődésével járt és világszerte jelentős pénzügyi turbulenciát okozott. Magyarországon a deviza alapú lakossági jelzáloghitelek átváltási árfolyama azonban már 2014 novemberében rögzítésre került, így a svájci frank erősödése nem érintette érdemben a hazai bankrendszert és a svájci frank alapú hitellel rendelkező háztartásokat.

A devizahitel-állomány érdemi mérséklődésével javult a monetáris transzmisszió is: a forinthitelek dominánssá válásával mind a kamatsatorna, mind az árfolyamsatorna hatékonysága nőtt.² Tanulmányunkban részletesebben a Magyar Nemzeti Bank 2012 augusztusában elkezdett kamatcsökkentési ciklusát és annak makrogazdasági és pénzügyi piaci hatásait vizsgáljuk.³

2. A monetáris transzmisszió működése hagyományos és nem hagyományos környezetben

Az inflációs célkövetést alkalmazó modern jegybankok az árak, az infláció alakulására próbálnak hatást gyakorolni úgy, hogy többnyire tekintettel vannak a gazdasági kibocsátás ingadozására is. Azt a többlépcsős folyamatot, amelyen keresztül a monetáris politika befolyásolja a makrogazdaság alakulását, monetáris transzmissziós mechanizmusnak nevezzük. Az alábbiakban először a transzmissziós mechanizmus normál gazdasági körülmények melletti működését mutatjuk be, ami után kitérünk a válság utáni időszak fő kihívásaira.

A fejlett országokban a jegybankok elsősorban viszonylag rövid lejáratú pénzügyi eszközök segítségével befolyásolják a piaci folyamatokat. Ez az eszköz többnyire egy egy-két napos vagy néhány hetes hitel vagy betét, amely a kereskedelmi bankok számára áll rendelkezésre, és amelynek kamatát a jegybanki döntéshozók határozzák meg. Ez az eszköz Magyarországon 2015. szeptembertől a – korábbi két hetes helyett – a három hónapos futamidejű MNB-betét, melynek hozama a jegybanki alapkamat. A hosszabb futamidejű eszköz alkalmazása nem példa nélküli, az utóbbi években sok országban vezettek be hosszabb lejáratú aktív vagy passzív oldali jegybanki eszközöket. Arra ugyan kevesebb nemzetközi példa van, hogy az irányadó jegybanki eszköz 3 hónapos vagy annál hosszabb távú legyen, azonban előfordul: például a svájci jegybank irányadó kamata a fedezet nélküli bankközi hitelek 3 hónapos referenciakamata (LIBOR).⁴

A monetáris transzmisszióknak jellemzően öt csatornáját lehet megkülönböztetni (1. ábra): kamat-, árfolyam-, eszközár-, hitel- és várakozási csatorna. Ezen csatornák mindegyike sajátos mechanizmust jelent, amelyen keresztül az árupiaci keresletet eléri a monetáris politikai lépések. A megváltozott keresletre az árak csak némi késéssel tudnak reagálni, így a kibocsátás átmenetileg eltérhet hosszú távú szintjétől. A kínálati oldalt a monetáris politika a termelési költségeken keresztül is érinti.

² A devizahitelek magas aránya miatt korábban például egy expanzív monetáris politikai lépés az árfolyamra gyakorolt gyengítő hatása miatt, a jegybank lépésének szándékával ellenkezőleg, visszafoghatta volna a devizában eladósodott háztartások fogyasztási keresletét.

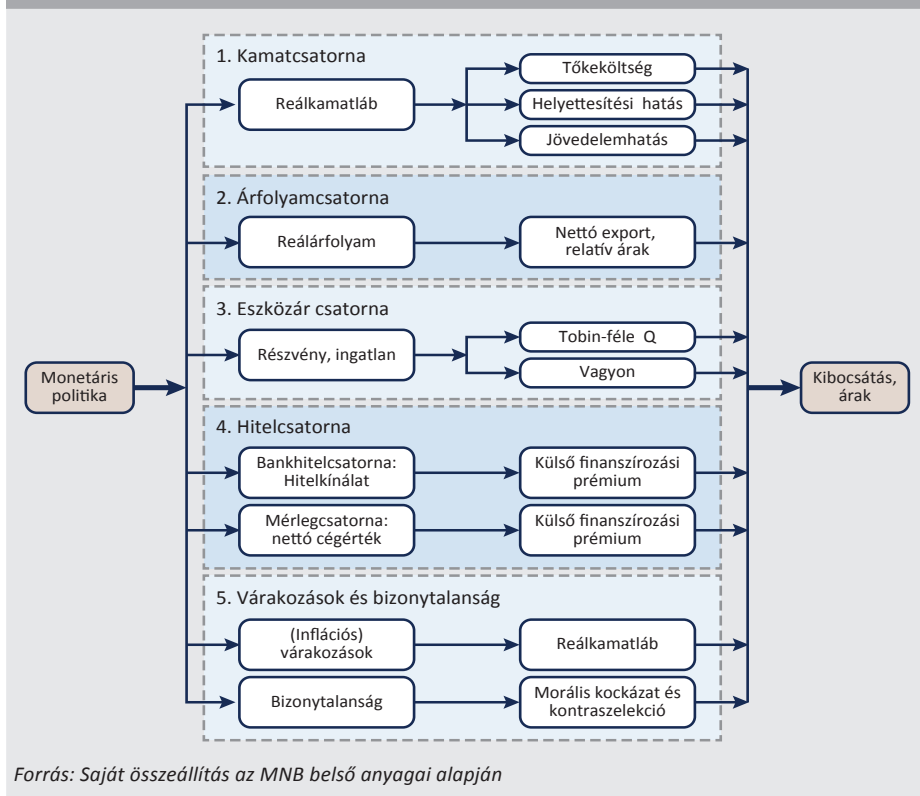
³ Az NHP első másfél évének eredményeit MNB (2014d) mutatja be.

⁴ Továbbá Csehországban szükség esetén egyéb sterilizációs eszközként 3 hónapos repotendert tart a jegybank, ezen felül az angol jegybank, a svéd és az izraeli jegybank is alkalmaz 1 hónapos vagy hosszabb lejáratú sterilizációs eszközt.

A következőkben ezek közül három transzmissziós csatorna normál időszaki működését mutatjuk be részletesebben.

1. ábra

A transzmissziós mechanizmus sematikus ábrája



A legegyszerűbb csatorna, amely a monetáris politikai impulzusokat közvetíti, a kamatcsatorna. Például egy jegybanki kamatcsökkentés hatására olcsóbbá válik a kereskedelmi bankok számára a jegybanknál elérhető hitel (ahol az irányadó kamat hitelhez kötődik), illetve a bankok a jegybanknál elhelyezett betéteik után kisebb kamatot kapnak (ahol az irányadó kamat betétkezhez kötődik), aminek következtében a kereskedelmi bankok az ügyfeleik számára nyújtott hitelek, illetve a bankoknál elhelyezett betétek kamatait is csökkentik. Az alacsonyabb kamatok arra ösztönzik a háztartásokat, hogy több hitelt vegyenek fel, mérsékeljék megtakarításaikat, vagyis többet fogyasszanak. A vállalatokat elsősorban beruházási döntéseikben befolyásolják a kamatok: alacsonyabb kamat mellett több projekt tudja azt a hozamot kitermelni, ami még nyereségessé teszi a vállalkozást, így emelkednek a beruházások.

A jegybanki kamatcsökkentés gazdasági hatása alapvetően függ attól, hogy a kamatcsökkentés milyen mértékben és milyen gyorsan gyűrűzik át a vállalatok és a lakosság számára releváns kamatokba. Magyarországon *Horváth et al. (2004)* kimutatta, hogy a jegybanki kamat változásait a kereskedelmi banki kamatok néhány hónap alatt jelentős mértékben lekövetik, vagyis a bankok hatékonyan közvetítik a monetáris politikai döntéseket. A vállalati szegmens esetén a hitelek és a betétek jellemzően rövid futamidejűek, így relatíve gyorsan árazódnak át. A háztartási oldalon azonban ennél lassabb az átárazódás, és az csak a forintban denominált eszközökben jelentkezik.

A csökkenő jegybanki alapkamat ugyanakkor nem csak közvetlenül hathat az árazási és termelési döntésekre, hanem az árfolyamcsatornán keresztül is. Szabad nemzetközi tőkemozgások esetén a kamatpolitikára érzékenyen reagálhat az árfolyam. A kamatok és az árfolyam között a kamatparitás teremt összefüggést. Mivel egy nemzetközi portfólió-befektető szabadon választhat, hogy milyen valutában tartja pénzét, tartósan nem térhetnek el egymástól a különböző pénznemben realizált hozamok. A tényleges hozamot a kamat és az árfolyam változása együttesen határozza meg. Ha a kamat és az árfolyamnyereség együttesen elmarad a máshol elérhető hozamtól, a befektetők mindaddig elfordulnak az adott valutától, amíg vagy a kamatok, vagy az árfolyam-erősödés nem teszi újra versenyképessé azt. Az árfolyamcsatorna különösen a kis, nyitott országokban (mint amilyen Magyarország is) játszik kitüntetett szerepet, ugyanis az importált javak árát, valamint az exporttermékek versenyképességét közvetlenül érinti a hazai valuta értéke. Egy leértékelődés nyomán például nő az exporttermékek iránti külső kereslet, viszont csökkenhet a drágábbá váló külföldi termékek behozatala. A hazai kibocsátás így összességében bővül, miközben az árak – a külkereskedelemben kerülő drágább javak miatt – szintén emelkednek.

A várakozási csatorna önállóan, illetve egyéb csatornákba beépülve is fontos eleme a transzmissziós mechanizmusnak. Ha a monetáris politika célja hiteles, akkor a racionális gazdasági szereplők annak teljesülésére számítanak. Egy inflációs célkövetéses rendszerben ez azt jelenti, hogy a gazdasági szereplők inflációs várakozását a jegybanki inflációs cél horgonyozza le. Ha inflációs sokk éri a gazdaságot, a gazdasági szereplők bíznak abban, hogy a monetáris politika mindent megtesz a sokk semlegesítése érdekében (pl. tartósan alacsonyan várt inflációs alapfolyamatokra kamatcsökkentéssel reagál), így középtávon nem fognak a céltól jelentősen eltérő inflációval számolni. A jegybank inflációs céljához horgonyzott várakozások ekkor „megkönnyítik” a jegybank dolgát, ugyanis az árazási magatartás és a bérkövetelések nem fognak további inflációs nyomást jelenteni, és minimális növekedési áldozat mellett lesz elérhető az inflációs cél. A várakozások tehát gyakran kulcsfontosságúak lehetnek a monetáris politika szempontjából.

Fontos kiemelni, hogy bizonyos esetekben előfordulhat, hogy a monetáris transzmissziós mechanizmus az elméleti keretben felvázolttól eltérően működik. Ennek oka, hogy a gyakorlatban a különböző transzmissziós csatornák valamilyen okból kifolyólag gyakran nem tudnak kellően hatékonyan, az elmélet alapján várt módon működni. A válságot követően a világ számos országa esetében sérült a transzmissziós mechanizmus (az euróövezet kapcsán lásd például *ECB 2013*).⁵ Emögött a gazdasági szereplők válságot megelőző, túlzott mértékű eladósodása, majd a válság kitörését követő elhúzódnó mérlegkiigazítási folyamata áll, melynek során a gazdasági szereplők jelentős mértékben növelik megtakarításaikat és visszafogják fogyasztási-beruházási kiadásait (Csortos–Szalai 2015). Ezáltal a mérlegalkalmazkodás során a hagyományos monetáris politika hatékonysága csökken, ami mindaddig fennáll, amíg a magánszektor nem fejezi be a mérlegalkalmazkodást és nem növekszik hitel-felvételi hajlandósága. A magánszektor forrásigényének csökkenése következtében a monetáris politika hagyományos eszközének is mérséklődik a hatékonysága, így a kamatcsatorna kevésbé tudja kifejteni hatását a gazdaságra. Mindemellett több módon is segíteni lehet a gazdasági szereplők alkalmazkodási folyamatát. Például fontos szerepet tölthet be a fiskális politika a magánszektor szereplőinek mérlegalkalmazkodási folyamatának támogatásában, erre Magyarországon például szolgált a 2012 tavaszán elindult árfolyamgát-program, amely a devizahiteles ügyfelek árfolyamkockázatát és kamatterheit mérsékelte. Ezen kívül az irányadó kamat csökkentésével párhuzamosan mérséklődő állampapír-hozamok mellett csökkennek az állami kamatkidadások és adósságmegújítási költségek, ami nagyobb teret biztosít a fiskális politika számára a gazdaság élénkítésére. Szintén segíti a mérlegalkalmazkodást, amennyiben a reálárfolyam leértékelődése a versenyképesség javulásán és így az export növekedési hozzájárulásán keresztül segíti a gazdaság fellendülését.

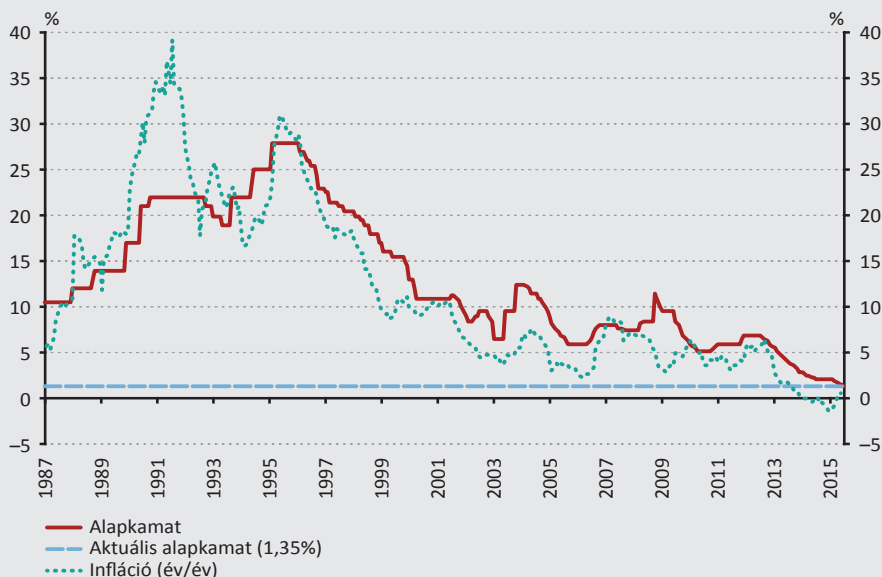
Magyarország esetében a monetáris politika kamatcsatornája mellett az árfolyamcsatorna megfelelő működése is korlátozott volt a devizában denominált adósság magas aránya miatt. Alapesetben, élénkítő monetáris politika mellett az árfolyam leértékelődése hozzájárulhat a mérlegtisztítási folyamathoz a kibocsátásra és a jövedelemáramlásra gyakorolt kedvező hatásán keresztül. Magyarország esetében azonban a gazdasági szereplők devizaadósságának magas aránya miatt – a forintosítást megelőzően – egy esetleges árfolyamgyengülés az export élénkítése mellett kedvezőtlenül hathatott a gazdasági szereplők jövedelmi helyzetére, visszafogottabb keresletet eredményezve. E kedvezőtlen összefüggést némiképp mérsékelte az egyszeri végtörlesztés, majd az árfolyamgát bevezetése, a deviza alapú lakossági jelzáloghitelek idei forintosítása pedig lényegében megszüntette a lakosság árfolyamra vonatkozó erős érzékenységét.

⁵ Ezzel szemben *Borstel et al. (2015)* eredményei alapján nem változott meg az euróövezeti kamatcsatorna hatékonysága a válság előttihez képest, bár a banki hitelek felárát a korábbinál kevésbé tudta befolyásolni a hagyományos monetáris politika. *Kucharčuková et al. (2013)* – több csatornát vizsgálva – a cseh monetáris transzmisszió kapcsán szintén nem talált jelentős változást a válság hatására.

3. A magyar kamatcsökkentési ciklus szakaszai

2012 augusztusától a Magyar Nemzeti Bank több eszközzel igyekezett elérni a jegybanktörvényben meghatározott mandátumát, ami elsődlegesen az árstabilitás elérését és fenntartását jelöli ki, ami mellett – az elsődleges célt nem veszélyeztetve – a jegybank támogatja a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartását és a rendelkezésére álló eszközökkel a kormány gazdaságpolitikáját. A 2012 nyár végétől megvalósított fokozatos kamatcsökkentések következtében a jegybanki irányadó kamat összességében 565 bázisponttal, historikusan alacsony szintre csökkent (2. ábra). A kamatcsökkentési ciklust kezdetben Magyarország fokozatosan javuló kockázati megítélése és a globálisan meghatározó jegybankok tartósan laza monetáris politikai irányultsága tette lehetővé, amit a hazai fiskális politika területén megvalósított lépések is támogattak. A kamatcsökkentési ciklus második szakaszában – miközben Magyarország kockázati megítélése tovább javult –, az erős dezinflációs folyamatok és a gazdasági növekedés élénkítése tette szükségessé a monetáris lazítás folytatását. A nemzetközi pénzügyi környezet alakulásával kapcsolatos bizonytalanság ugyanakkor óvatos monetáris politikát indokolt, ami a korábbi 25 bázispontnál kisebb lépésköz mellett valósult meg. A kamatcsökkentési ciklus harmadik szakasza 2015 márciusában kezdődött, amikor az erősödő, lefelé mutató inflációs kockázatok a további monetáris lazítás irányába mutattak.

2. ábra
A magyar irányadó kamat és infláció alakulása
(1987–2015)



Forrás: MNB, Pénzügyi Közlöny, KSH, Madarász–Novák (2015) alapján

A kamatcsökkentési ciklus elején a nemzetközi kockázatvállalási hajlandóság erősödése és Magyarország kockázati megítélésének fokozatos javulása támogatta a fokozatos lépésekben végrehajtott kamatcsökkentéseket. Emellett a globális jelentőségű jegybankok által megvalósított, tartósan laza monetáris politika, valamint a hazai fiskális politikai lépések is növelték a hazai monetáris politika mozgásterét. A ciklus kezdetén az infláció ugyan érdemben meghaladta a jegybank 3 százalékos inflációs célját, ugyanakkor az endogén kamatpályát feltételező előrejelzés alappályája a monetáris politika számára releváns horizonton célra mérséklődő inflációt prognosztizált a monetáris kondíciók érdemi lazításának lehetősége mellett, a kockázati megítélés tartós javulása és az árszintnövelő sokkok lecsengése esetén (*MNB 2012a*). A cél feletti infláció ugyanis főként egyedi tényezőknek volt tulajdonítható, és az átmeneti hatások kifutásával 2012 végétől erős dezinflációs időszak következett.

A kamatcsökkentési ciklus elindítását megelőzően a globális befektetői hangulat kedvezően alakult. A kockázatvállalási hajlandóság érdemi javulása főként az eurózóna stabilitásával kapcsolatos pozitív eseményeknek volt köszönhető. A 2012 elején még bizonytalan pénzügyi környezet a júniusi görög választások, a spanyol bankmentő csomag, valamint Mario Draghi EKB-elnök július végén tett nyilatkozata⁶, majd a nemkonvencionális eszközök alkalmazásának bejelentése (EKB kötvénnyvásárlásainak újraindítása⁷) következtében jelentős mértékben javult. A kockázatvállalási hajlandóság növekedésével a feltörekvő piaci eszközöktől elvárt prémium érdemben mérséklődött. Ezzel párhuzamosan a magyar kockázati felár is jelentős mértékben csökkent: 2012. június elejétől augusztus végéig összesen 200 bázisponttal mérséklődött a hazai 5 éves CDS-felár, amivel összhangban a 10 éves hozamok is érdemben csökkentek. A kockázati megítélés javulásával, a Magyarországgal szemben elvárt kockázati prémium fokozatosan mérséklődve elérte a feltörekvő piaci átlagot, amihez az erősödő fiskális fegyelem is alapvetően hozzájárult (*MNB 2014a*). A költségvetési kiigazítások eredményeként a magyar költségvetés ESA-módszertan szerinti hiánya a GDP 2,3 százalékára mérséklődött 2012-ben. Emellett az államadósság csökkenő pályára állt, amivel párhuzamosan Magyarország külső sérülékenysége is csökkenni kezdett. A támogató globális monetáris politikai környezetben az MNB Monetáris Tanácsa először 25 bázispontos lépésekkel a kezdeti 7 százalékról 4 százalékra mérsékelte az irányadó kamatot 2012 augusztusa és 2013 júliusa között.

⁶ Mario Draghi 2012. július 26-i beszédében arra utalt, hogy az EKB a korábbinál rugalmasabb monetáris politikát folytathat a jövőben, határozottabban segítve az eurózónás válságkezelést. A jegybankelnöki nyilatkozat kiemelte, hogy többek között a megemelkedett szuverén kockázati prémium következtében sérült a monetáris transzmissziós mechanizmus csatornája, aminek kiküszöbölése, illetve az euro stabilitásának megőrzése érdekében minden, a mandátumán belül eső eszközt alkalmazni fog a központi bank (*ECB 2012a*).

⁷ 2012. augusztus 2-án az EKB bejelentette, hogy az ún. „Outright Monetary Transactions” (OMT) programjának keretében, szükség esetén – és amennyiben az adott eurózóna-tagállam teljesíti az EKB által támasztott kritériumokat – szuverén államkötvényeket vásárol a másodlagos piacon a monetáris transzmissziós mechanizmus megfelelő működésének biztosítása érdekében (*ECB 2012b*).

A sérülékeny feltörekvő országokhoz képest kedvezőbb nettó finanszírozási képességnek, a fegyvelmezett kormányzati politikának, valamint a Magyarország ellen 2004 óta tartó túlzottdeficit-eljárás megszüntetésének is köszönhetően a hazai kockázati megítélés a kamatcsökkentési ciklus második szakaszában tovább javult. Emellett a globálisan meghatározó jegybankok monetáris politikája is támogató maradt az időszak során, így a többnyire kedvező nemzetközi pénzüpiaci hangulatban a válságot megelőző szintekre csökkent Magyarország kockázati felára. Ezen támogató tényezők mellett a visszafogott belső kereslet, a negatív kibocsátási rés, a szabályozott árak több lépcsőben végrehajtott csökkentése, a mérsékelt importált infláció, valamint az inflációs várakozások fokozatos mérséklődése következtében erősen dezinfláló környezet alakult ki a hazai gazdaságban, ami a kamatcsökkentési ciklus folytatását tette indokolttá.

A 2012 végétől megfigyelt dezinflációs folyamat több tényező együttesének volt a következménye. A korábbi indirektadó-emelések bázisból való kiesése, illetve a szabályozott árak több lépcsőben végrehajtott csökkentése számottevően mérsékelte a kormányzati intézkedésekből adódó közvetlen inflációs hatásokat. Emellett a válság során kialakult és a gazdaságban továbbra is jelenlévő kihasználatlan kapacitások, a visszafogott belső kereslet, valamint a mérséklődő globális inflációs folyamatok is erősítették a hazai dezinflációt. Ezen tényezők következtében 2013-ban fokozatosan mérséklődtek az inflációs alapfolyamatok alakulását megragadó mutatók, amik azóta is alacsony szinteken alakulnak.⁸ A tartósan alacsony inflációs környezet fennmaradásához a tényinfláció csökkenésével párhuzamosan mérséklődő inflációs várakozások is hozzájárultak. Emellett a jegybanki céllal összhangba kerülő inflációs várakozások az alacsonyabb bérdinamikán keresztül mérsékeltek a munkaerőpiac felől megjelenő inflációs nyomást, tovább növelve a monetáris politika mozgásterét.

Össességében elmondható tehát, hogy a tartósan bizonyuló dezinflációs környezet, a jegybank 3 százalékos célja alá mérséklődő infláció, valamint előretekintve az inflációs kilátások alakulása további monetáris lazítást tett szükségessé. Ennek megfelelően 2014 júliusáig a jegybank – az esetleges kedvezőtlen külső sokkokra való tekintettel egyre kisebb ütemű lépésekben – további 190 bázisponttal 2,1 százalékgig csökkentette az alapkamatot, majd lezárta a 2 éven át tartó, folyamatos kamatcsökkentési ciklust. Előretekintő iránymutatásában a Monetáris Tanács hangsúlyozta, hogy „a makrogazdasági kilátások tartósan laza monetáris kondíciók fenntartásának irányába mutatnak” (*MNB 2014b*).

Ezt követően egészen 2015 márciusáig 2,1 százalékos szinten tartotta a jegybank az alapkamatot. A Monetáris Tanács megítélése szerint a magyar gazdaságot továbbra is kihasználatlan kapacitások jellemezték, előretekintve a reálgazdaság dezinflá-

⁸ A Magyar Nemzeti Bank 2014 januárjától havi rendszerességgel teszi közzé inflációs alapmutatóit.

ciós hatása mérséklődött, és az aktuális monetáris kondíciók fenntartása mellett az infláció középtávon a céllal összhangban alakult. Az elsősorban az energiaárak jelentős mérséklődése miatt tovább csökkenő inflációra reagálva a 2014. decemberi Inflációs jelentésben jelezte a jegybank, hogy erősödtek a lefelé mutató inflációs kockázatok (*MNB 2014c*), a makrogazdasági kilátások alapján azonban ekkor még nem volt indokolt az alapkamat további mérséklése.

2015 márciusában ugyanakkor az aktuális Inflációs jelentés átfogó értékelését követően a Monetáris Tanács a kamatsökkentési ciklus újraindítása és 15 bázispontos kamatsökkentés mellett döntött. A további monetáris lazítást az erősödő lefelé mutató inflációs kockázatok indokolták, a döntéshozók megítélése szerint ugyanis „növekedett a valószínűsége az inflációs várakozások módosulásával érvényesülő másodkörös hatások kialakulásának” (*MNB 2015c*). Az inflációs cél monetáris politikai horizonton történő elérése érdekében a jegybank 15 bázispontos lépésekkel 2015 júliusára 1,35 százalékra mérsékelte az alapkamatot, majd lezárta a márciusban újraindított kamatciklust. A Magyar Nemzeti Bank ezzel 2012 augusztusa és 2015 júliusa között összességében 565 bázisponttal csökkentette az irányadó rátát, ami nemzetközi kontextusban összhangban volt mind a globálisan meghatározó, mind a régiós jegybankok laza monetáris politikai irányultságával.⁹ A ciklust lezáró közleményében a jegybank jelezte, hogy a makrogazdasági kilátások – előrejelzése alapján – tartósan laza monetáris kondíciók irányába mutatnak.

4. A kamatsökkentési ciklus hatása a magyar pénzügyi piacokon

Az alapkamat fokozatos csökkentése a monetáris transzmisszió első lépcsőjeként a pénzügyi piaci kamatokba gyűrűzött be, illetve egyúttal az állampapír-piaci hozamokra is kedvezően hatott. A monetáris politikai lazítás mellett egyéb nemzetközi, illetve hazai események vagy folyamatok (például a változó kockázati megítélés) hatása is tükröződik a kamatok és hozamszintek alakulásában, de hosszabb, többéves időtávot vizsgálva több esetben szoros együttmozgás figyelhető meg az irányadó ráta és a piaci kamatok között. Az azonos tendenciák alapján a monetáris politika is számottevő szerepet játszott a kamatok és a hozamszintek historikusan alacsony szintre történt csökkenésében. Mindeközben a fokozatos és óvatos kamatlépések,

⁹ A vizsgált időszakban a Federal Reserve az eszközvásárlásainak leállítását követően is fenntartotta 0–0,25 százalékos alapkamatát, és továbbra is rendkívül laza maradt monetáris politikai irányultsága. Az EKB, miután az alapkamat elérte nominális alsó korlátját, további, nemkonvencionális eszközöket jelentett be, majd 2015 márciusában megkezdte államkötvény-vásárlási programját a monetáris kondíciók további lazítása érdekében. A japán jegybank a már hosszú ideje 0 százalékos alapkamat mellett ugyancsak további nem hagyományos eszközök alkalmazásába kezdett: 2013 áprilisában meghirdette az ún. Mennyiségi és Minőségi Lazító Programját. A Bank of England hagyományos eszközzel ugyancsak nem tudott már további lazítást végrehajtani, miután irányadó rátája elérte a 0,5 százalékot, így 2012 júliusában elindította hitelösztönző programját (Funding for Lending Scheme). A régiós jegybankok szintén jelentős mértékű monetáris lazítást hajtottak végre az időszak során: a román jegybank 350, míg a lengyel jegybank 325 bázisponttal csökkentette alapkamatát 2012 augusztusa és 2015 júliusa között, miközben a cseh jegybank, elérve nominális alsó korlátját, a korona árfolyamát használta monetáris politikai eszközként a monetáris kondíciók további lazítására.

valamint a jegybank előretekintő kommunikációja elősegítette, hogy a kamatcsökkentési ciklus piaci zavarok és a pénzügyi stabilitás veszélyeztetése nélkül menjen végbe. A következőkben a kamatciklus hatását tekintjük át a különböző pénzügyi piacokon, valamint előretekintve kitérünk a piaci elemzők várakozásaira.

A kamatcsökkentések a rövid pénzpiaci hozamokban fokozatosan érvényesültek (1. táblázat). A kamatcsökkentési ciklus során a rövid pénzpiaci hozamok – a kamatfolyosón belül alakulva – szorosan együtt mozogtak a csökkenő alapkamattal. A mérséklődő kamat melletti alacsony inflációs környezetben a hazai (egy évre) előretekintő reálkamatok feltörekvő piaci összehasonlításban az időszak jelentős részében átlagos szinten alakultak (MNB 2014a).

A hazai kamatkülönbség mérséklődése ugyan részben hozzájárulhatott a forint euróval szembeni árfolyamának gyengüléséhez, azonban a kamatcsökkentések fokozatossága és az előretekintő kommunikáció miatt ez a hatás fokozatosan, a kockázati mutatók trendszerű csökkenése mellett, a volatilitás növekedése nélkül érvényesült. Az árfolyamban és a kockázati megítélésben történt megingások nagyrészt az MNB-től független nemzetközi és hazai tényezőkhöz (elsősorban a Federal Reserve mennyiségi lazításának lassításához, geopolitikai feszültségekhez, illetve a forintosítás előtt a devizahitel szerződések körüli bizonytalansághoz) kapcsolódtak. A kamatcsökkentés összességében a forint árfolyamának az inflációs cél elérésével összeegyeztethető mértékű és pénzügyi stabilitási kockázatokat nem okozó leértékelődésével járt együtt.

1. táblázat

Az alapkamat, illetve különböző kamatok és hozamok alakulása

	Alapkamat	BUBOR 3M	Állampapír-hozamok					Banki termékek kamatai					CDS (5 év)
			3 hónap	12 hónap	3 év	5 év	10 év	Lakossági lekötött betét	Lakossági lakáscélú hitel	Vállalati lekötött betét	Vállalati folyószámla hitel		
Kamatciklus kezdete	7,0	7,15	6,8	6,8	6,8	7,1	7,4	6,7	12,1	6,6	9,9	425,0	
Kétéves kamatciklus vége	2,1	2,14	1,8	1,9	3,0	3,3	4,2	1,7	5,9	1,7	5,2	169,9	
Kamatciklus újraindítása	2,1	1,97	1,5	1,7	2,1	2,5	3,2	1,6	5,3	1,4	4,4	131,5	
Aktuális	1,35	1,36	0,9	0,9	2,2	2,8	3,7	1,1	4,6	1,1	4,3	149,8	

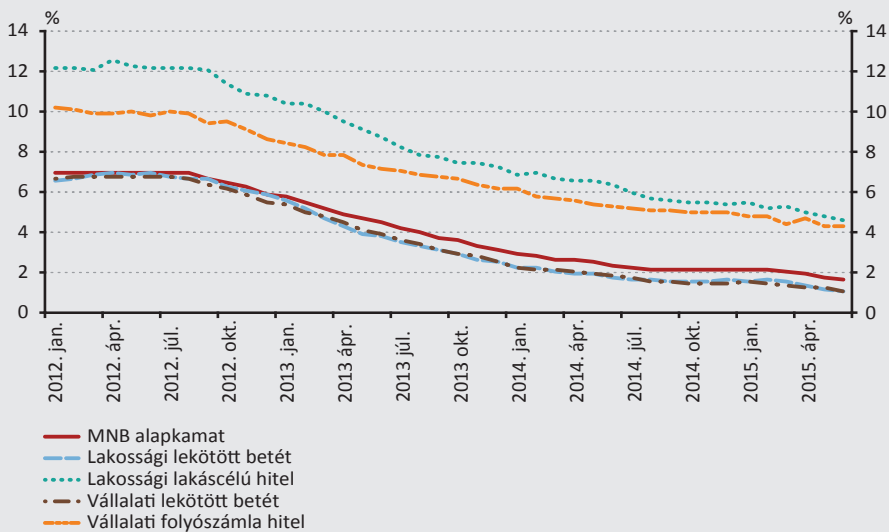
Megjegyzés: A banki termékek kamatainál szerződéses összeggel súlyozott átlagok szerepelnek (június).
Időpontok: kamatciklus kezdete: 2012. augusztus 28., kétéves kamatciklus vége: 2014. július 23., kamatciklus újraindítása: 2015. március 24., aktuális: 2015. július 31.

Forrás: Bloomberg, MNB, ÁKK

Az alapkamat csökkentése a banki kamatokat is mérsékelte. A referenciaárazás miatt a banki termékek kamataira is folyamatos hatással van az alapkamat óvatosabb ütemű mérséklése is. A kamatciklus megindítása óta a lakossági lakáscélú hitelek esetében összességében mintegy 750, a vállalatifolyószámla-hiteleknél közel 570 bázispontos csökkenés volt tapasztalható (3. ábra). Az előbbi hitelkamatok a kamatcsökkentési ciklus újraindulását követően is további, mintegy 50–60 bázisponttal mérséklődtek a 2015. februári szinthez képest. A kamatcsökkentési ciklus a banki hitelkamatokon keresztül számottevően mérsékelte a vállalati és lakossági kamatterheket.

3. ábra

Az MNB-alapkamat, illetve egyes forint-hitel és -betét termékek kamatának alakulása



Megjegyzés: Lakossági lakáscélú hitelnél maximum 1 éves kamatfixálás mellett.

Forrás: MNB

A lakosság nettó pénzügyi megtakarítása a kamatcsökkentések ellenére folyamatosan magas szinten alakult. A kamatcsökkentések tehát – a mérlegalkalmazkodási folyamat közben nem meglepő módon – érdemben nem módosították a háztartások fogyasztási-megtakarítási döntéseit: hitelezési oldalról a mérséklődő hitelkamatok ellenére a lakosság hitelfelvételi kedve alacsony maradt, míg a betéti kamatok csökkenése miatt elvileg bekövetkező megtakarítás-csökkenést több tényező is ellensúlyozhatta (MNB 2014a). Egyrészt a lakosság pénzügyi eszközei a végtörlesztési programban résztvevők esetében jelentősen csökkentek, ami növelhette ezen háztartások megtakarítási hajlandóságát, másrészt a magasabb jövedelemnövekedés miatt a GDP-arányos megtakarítások is tovább emelkedhettek. Végül öngondosko-

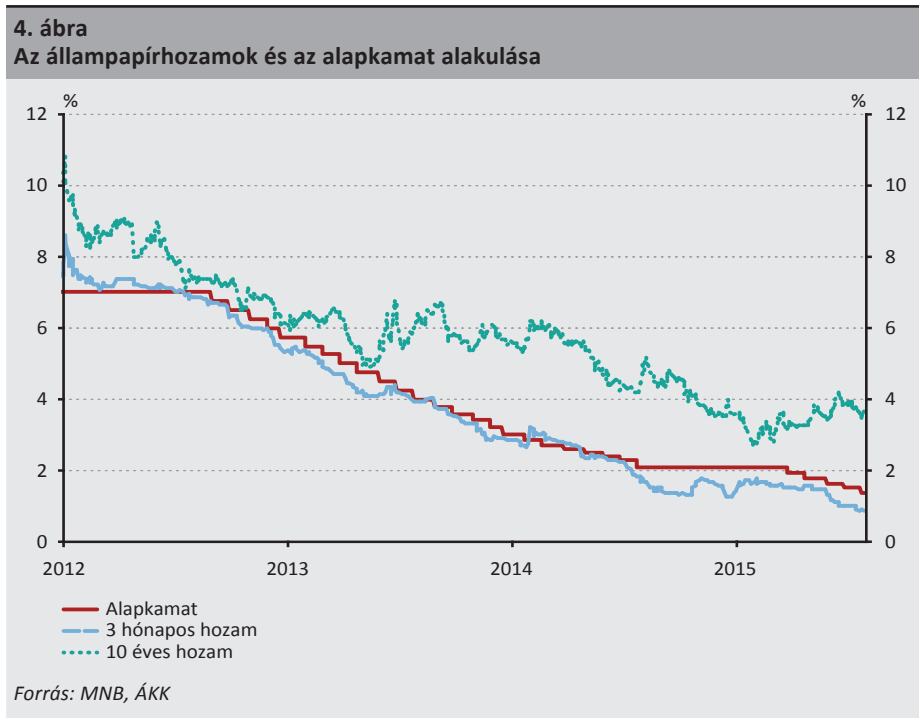
dási és előtakarékosági motívumok is szerepet játszhattak, amiket a hosszabb távú megtakarítások adókedvezménye, a válság éveiben bizonytalanabbá váló növekedési kilátások, valamint a demográfiai folyamatok egyaránt erősíthettek.

A csökkenő kamatszint ellenére huzamosabb ideje nagymértékű az ország külső finanszírozási képessége, ami csökkentőleg hat a kockázati prémiumra. A hozamgörbe a jegybank lépései és a fiskális konszolidációs program hatására lefelé tolódott, így a forintadósság finanszírozási költségei is csökkentek. Az alacsonyabb forintkamat-kiadások a jövedelemegyenleg hiányát is mérsékelhették, és így a külső egyensúly javulását is támogatták. Az elmúlt időszakban az ország sérülékenysége szempontjából kiemelten fontos adósságmutatók is csökkentek, ami a kockázati prémium mérséklődésében is szerepet játszhatott.

Az állampapír-piaci hozamok a kamatcsökkentési ciklus kezdete óta jelentősen mérséklődtek. A hozamok csökkenéséhez és az állampapír-piaci kereslet növekedéséhez a nemzetközi környezet, a hazai gazdaság kedvező kilátásai és a fegyelmezett hazai fiskális politika mellett nagymértékben hozzájárultak a jegybanki programok is (kamatcsökkentési ciklus, önfinanszírozási program, jegybanki eszköztár átalakítása). A hozamcsökkenés az egyes futamidőkön eltérő mértékű volt, 2015. július végéig egyéves és rövidebb futamidőkön átlagosan 585 bázispontot tett ki, míg hosszabb futamidőkön (10 és 15 év) átlagosan 355 bázispontos csökkenést lehetett tapasztalni. Az önfinanszírozási program az államadósság finanszírozási szerkezetének megváltoztatását tűzte ki célul, és ezen keresztül szintén hozzájárulhatott a hozamok mérséklődéséhez. A hozamok mérséklődéséből az önfinanszírozási program bejelentéséig (2014. áprilisig) 420, illetve 170 bázispontos csökkenés valósult meg, miközben az irányadó kamatot a jegybank 440 bázisponttal mérsékelte. A hozamcsökkenés átlagosan mintegy 480 bázispontot tett ki a 2012 augusztusa óta eltelt időszakban. 2015 márciusától a kamatciklus újraindításának és az önfinanszírozási program második ütemének átlagos hatása rövidebb futamidőkön megfelelt az irányadó kamat csökkentésének, hosszabb futamidőkön azonban a hozamemelkedés irányába mutató nemzetközi tendenciák érvényesültek.

A kamatcsökkentési ciklus során a rövid és közepes (3–5 éves) futamidejű hozamok szorosan együtt mozogtak a mérséklődő alapkamattal, illetve az önfinanszírozási program bejelentése után a megnövekvő kereslet hatására érdemben alacsonyabb szinten alakulnak a hazai irányadó rátánál. A hosszú hozamok kevésbé szorosan követték az alapkamat csökkenését, de összességében szintén trendszerűen mérséklődtek. Ez nem meglepő, hiszen a monetáris politika a rövid hozamokat hatékonyabban tudja befolyásolni, ugyanakkor a kiszámítható kamatcikluson és az előrettekintő kommunikáción keresztül a jegybank a hosszabb hozamokra is képes hatni. A hosszabb lejáratú hozamok csökkenését a mérséklődő inflációs várakozások, a fegyelmezett fiskális politika és a számottevően javuló külső egyensúlyi folyamatok egyaránt támogatták, miközben a nemzetközi kockázattalálási hajlandóság alakulása

az időszak nagy részében szintén segítette. A hosszú hozamok (10 éves és hosszabb) ugyanakkor főként a görög államcsőd valószínűségének növekedése, az eurózónára vonatkozó inflációs várakozások emelkedése és a Fed kamatemelésére vonatkozó várakozások miatt 2015 közepén emelkedni kezdtek (4. ábra).



A magyar állampapír-piaci hozamok jelentős csökkenése következtében az államháztartás éves kamatmegtakarítása hosszú távon a GDP több mint 1,7 százaléka lehet (Kicsák 2015). A kamatmegtakarítás mértéke az adósság fokozatos átárazódásával emelkedni fog. A kiinduló 2012-es – változatlan alapkamatot és állampapír-piaci hozamszintet feltételező – pályához képest 2014-re közel 0,6 százalékkal csökkentek a kamatkidadások a GDP arányában, míg az alacsony hozamkörnyezet fennmaradását, a forintfinanszírozás növekedésével párhuzamosan a devizaadósság arányának mérséklődését és a forint árfolyamának stabilitását feltételezve hosszú távon a becsült kamatkidadások a GDP 1,7 százalékaival csökkenhetnek éves szinten (2. táblázat). A becslés alapján a csökkenésből hosszú távon mintegy 0,2 százalék köszönhető a 2015 júniusában bejelentett és szeptemberben életbe lépő eszköz-tár-átalakításnak.

A kamatcsökkentések az MNB kamateredményét is érdemben javították. Az irányadó kamat csökkentése egyrészt közvetlenül is mérsékli a jegybank kamatkidadásait, másrészt közvetett hatások is jelentkeznek: a kisebb alternatívaköltsége miatt nő a kamatmentes jegybanki forrást jelentő készpénz kereslete, illetve a betéti kamatok csökkenése jelentős portfólió-átrendezésre ösztönözheti a lakosságot (Kékesi et al. 2015). A sterilizációs állomány növekedése ellenére a kamatcsökkentési ciklus elindulása óta az MNB kumulált kamatmegtakarítása 2015 közepére megközelíti a GDP 2 százalékát. Ezzel egyúttal a konszolidált államháztartás finanszírozási terhei és kockázatai is mérséklődtek.

2. táblázat		Kumulált állami és MNB-kamatmegtakarítás becslése									
		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
		után									
Állami kamatmegtakarítás	– GDP százalékában	0,04	0,3	0,6	0,9	1,1	1,3	1,4	1,5	1,7	
	– milliárd forint	12	93	192	291	400	496	542	592	721	
MNB kamatmegtakarítás	– GDP százalékában	0,01	0,5	1,4	1,8						
	– milliárd forint	4	143	452	620						

Megjegyzés: MNB-kamatmegtakarítás a sterilizációs állományon, kötelező tartalékon és kormányzati betéteken lévő forint kamatkidadások alapján. A 2015-ös érték az első félév közepéig veszi figyelembe az MNB kamatmegtakarítását.

Forrás: Kicsák (2015); MNB-számítás

Az óvatos lépésekben végrehajtott kamatcsökkentések piaci hozamokba történő fokozatos átárazódása, a lapos bankközi forward-hozamgörbe, illetve az elemzők inflációs várakozásai azt jelzik, hogy a piaci szereplők a jegybanki inflációs céllal összhangban lévőknek tekintik a tartósan alacsony kamatkörnyezetet. A piaci szereplők 2015 és 2016 végére vonatkozó medián kamatvárakozásai a kamatcsökkentési ciklussal párhuzamosan mérséklődtek, míg az inflációs várakozások az átmeneti negatív inflációs környezetet követően fokozatosan közelítenek a 3 százalékos inflációs célhoz (MNB 2014a). Előretekintve, amikor az egyszeri árszintcsökkentő tételek már kevésbé hatnak az előrejelzésekre, továbbra is jól horgonyoztak az inflációs várakozások.

5. A kamatcsökkentési ciklus hazai makrogazdasági hatásai

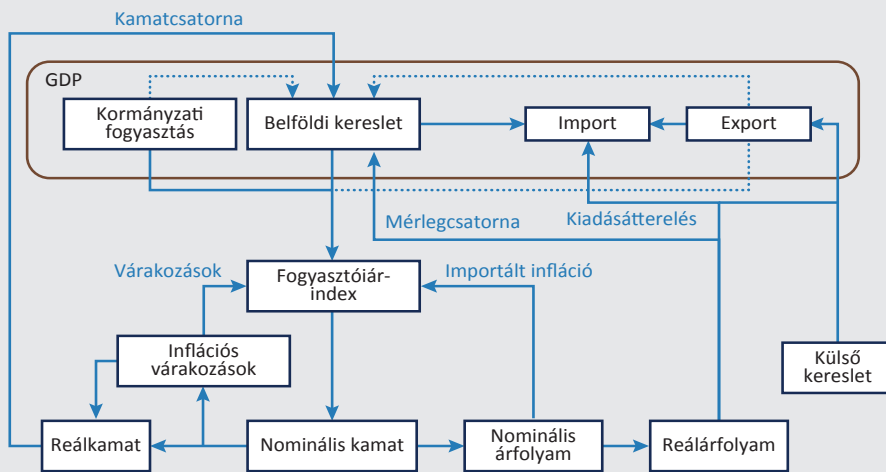
5.1. Az előrejelzői modell rövid összefoglalása

Az MNB makrogazdasági előrejelzései a központi MPM-modell (Monetáris Politikai Modell) mellett számos szakértői, parciális modell felhasználásával készülnek. A központi modell ugyanakkor összefogja, tömöríti az egyes szakértői inputokat, együt-

tal megjeleníti a monetáris transzmisszió legfontosabb csatornáit. E tulajdonságok pedig alkalmassá teszik arra, hogy segítségével megbecsüljük a kamatcsökkentési ciklusnak a magyar gazdaságra gyakorolt makrogazdasági hatásait. A becslési eredmények ismertetése előtt röviden áttekintjük a modell fő tulajdonságait.¹⁰

Az MPM-modell negyedéves frekvenciájú, főbb makrogazdasági változókat és kapcsolatokat tartalmazó, elméleti és empirikus összefüggések alapján kalibrált, kis és nyitott gazdaságot leíró makrogazdasági modell. E modellcsalád tagjaiban közös, hogy a főbb mechanizmusok alapvetően négy összefüggéssel írhatók le. (i) A belföldi kereslet a rendelkezésre álló jövedelem és a reálkamat függvényében alakul. (ii) Az árfolyam az aktuális és a jövőbeli kamatkülönbségek és a kockázati prémium értékétől függően alakul. (iii) Az infláció a kereslettől és a termelési költségektől függ. (iv) A modell által implikált kamatpályát egy ún. Taylor-szabály írja le, mely alapján a kamatpályát az indirekt adóktól szűrt infláció várható értéke és a reálgazdaság aktuális ciklikus pozíciója határozza meg.

5. ábra
Az MPM-modell működési sémája



Forrás: Szilágyi et al. (2013)

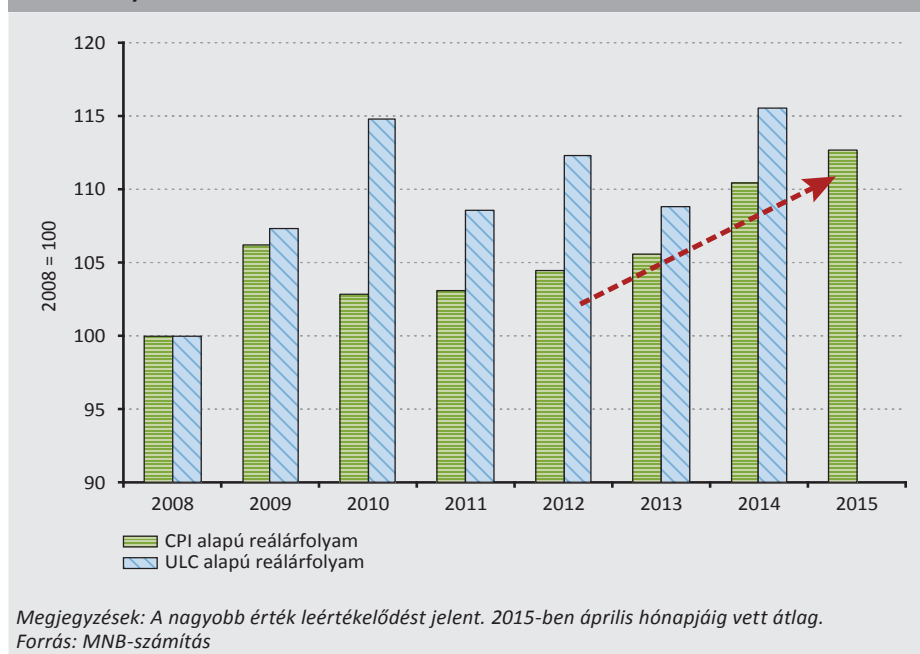
5.2. A kamatcsökkentési ciklus makrogazdasági hatásai

Kis, nyitott gazdaságokban, mint amilyen Magyarország is, a kamatcsökkentés a leértékelődő reálárfolyamon keresztül támogatja az adott gazdaság ár- és költségalapú versenyképességét, így elősegíti az export dinamikusabb bővülését. Magyarországon az elmúlt időszakban mind az ún. fajlagos munkaköltség alapú, mind pedig a fo-

¹⁰ A modellről részletesebb leírást ld. Szilágyi et al. (2013).

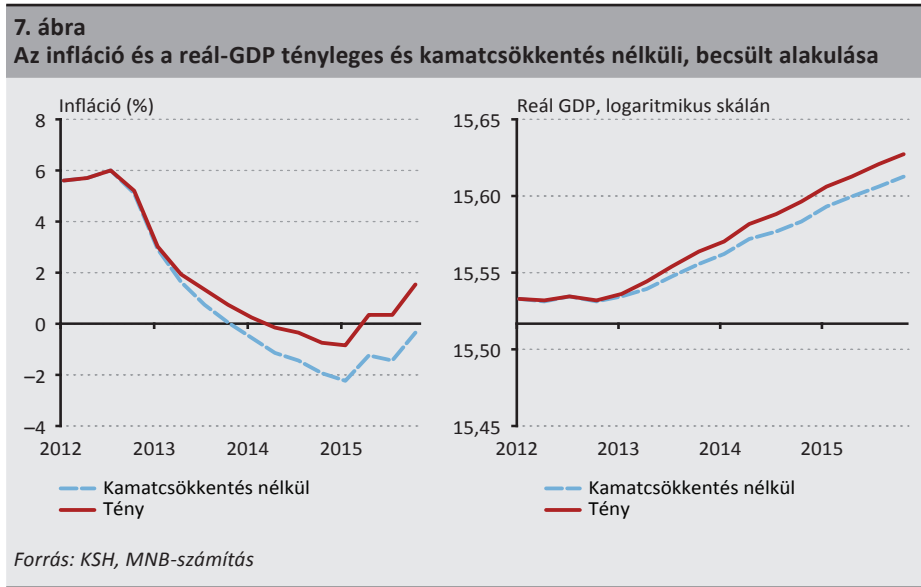
gyasztói ár alapú reálárfolyam leértékelődött (6. ábra). Hazánkban a vizsgált időszak első felében, a válság előtt felhalmozott, fennálló devizában történő adósságterhek következtében a direkt kamatcsatorna kevésbé lehetett hatékony a lakossági fogyasztási-megtakarítási döntésekre vonatkozóan, így a kamatcsökkentés gazdasági növekedést ösztönző hatása elsősorban az exportszektor élénküléséhez kötődhetett, és kevésbé a fogyasztás bővüléséhez. Ugyanakkor az idei évtől megvalósuló forintosítás következtében a lakosság mérlegéből kikerült egy rendkívül nagy kockázatot okozó tétel, előretekintve tehát erősödhet a kamatcsatorna növekedést ösztönző ereje, így a kamatcsökkentés idén és jövőre is nagyobb mértékben járulhat hozzá a fogyasztás élénküléséhez, elősegítve ezáltal a hazai belső kereslet emelkedését. Összességében tehát a kamatcsökkentés a forintosítást megelőzően elsősorban a gyengülő reálárfolyamon keresztül élénkülő exporthoz kötődően élénkíthette a hazai gazdaságot, míg a forintosítás következtében előretekintve egyre nagyobb szerepet kaphat a fogyasztás bővülése a hazai növekedéshez való hozzájárulásban.

6. ábra
A reálárfolyam-mutatók alakulása



A jegybanksi alapkamat 2012. augusztus óta fokozatosan csökkent az aktuális szintjére, ami, amelltt hogy mérsékelte a jegybanksi inflációs cél alullövésének mértékét, érdemben hozzájárult a gazdasági kibocsátás szintjének emelkedéséhez is. A jegybanksi kamatváltozások némi késleltetéssel jelentkeznek az árakban (jellemzően 1 évtől kezdődően), így az elmúlt időszaki kamatcsökkentések idén és jövőre is érez-

tetik hatásukat. A teljes kamatcsökkentési ciklus az éves átlagos infláció mértékét tavaly 1,1 százalékponttal növelhette, idén pedig 1,6 százalékponttal emelheti meg. Kamatcsökkentések nélkül mind az elmúlt évi, mind az idei infláció számottevően negatív tartományba (–1 százalék alá) süllyedhetett volna, felvetve egy tartós deflációs periódus kialakulásának kockázatát (7. ábra).



A kamatcsökkentési ciklus megkezdése óta a magyar gazdaság ár- és költségala-
 pú versenyképessége kedvezőbbben alakult a régiónál, mely az export élénkülésén
 keresztül szintén hozzájárulhatott a gazdasági növekedéshez. Emellett a csökkenő
 jegybanki alapkamat a fogyasztás és beruházások fokozatos élénkítését is segítette.
 2013-ban és 2014-ben a kamatcsökkentés növekedést ösztönző hatása elsősorban
 a fokozatosan leértékelődő reálárfolyamon keresztül javuló exportpiaci teljesítmény
 javulásán keresztül jelentkezhetett. Ugyanakkor 2015-től – a lakosságnál lévő devi-
 zahitel-állomány túlnyomó részének forintosítása következtében – erősödik a mo-
 netáris transzmisszió kamatcsatornája, így a jelentősen alacsonyabb kamatkörnye-
 zet sokkal közvetlenebbül hat a háztartások fogyasztási-megtakarítási döntéseire,
 növelve ezáltal a belső kereslet növekedéshez való hozzájárulását. Összességében
 tehát a fenti hatások eredményeként önmagában a kamatcsökkentések az elmúlt
 három évben érdemben emelték a hazai gazdaság teljesítményét (3. táblázat).

3. táblázat

A kamatcsökkentési ciklus hatása az inflációra, illetve a GDP szintjére¹¹

Időszak	Infláció (százalékpont)	GDP szint (százalék)	Belső kereslet hozzájárulása a GDP-hez	Nettó export hozzájárulása a GDP-hez
2013	0,4	0,5	0,1	0,4
2014	1,1	1,1	0,5	0,6
2015	1,6	1,4	0,9	0,5

Forrás: MNB-számítás

6. Konklúzió

A Magyar Nemzeti Bank hároméves kamatcsökkentési ciklusa mérsékelte a jegybanki inflációs cél alullovésének mértékét, és érdemben hozzájárult a gazdasági kibocsátás szintjének emelkedéséhez is, elsősorban a monetáris politika transzmissziós mechanizmusának kamatsatornáján és árfolyamcsatornáján keresztül. A két csatorna közül a devizaalapú lakossági jelzáloghitelek forintra történő átváltását követően a kamatsatorna relatív szerepe erősödhetett, így a forintosítás előretekinve a monetáris politika hatását erősíthette.

A kamatcsökkentések fokozatosan érvényesültek a rövid pénzpiaci hozamokban, a ciklus során a rövid pénzpiaci hozamok szorosan együtt mozogtak a csökkenő alapkamattal. Az alapkamat csökkentése az alacsonyabb banki hitelkamatokon keresztül számottevően mérsékelte a vállalati és lakossági kamatterheket, míg az alacsonyabb állampapír-piaci hozamok jelentős kamatmegtakarítást eredményeztek az államháztartás esetében.

A Magyar Nemzeti Bank legutóbbi (2015. júniusi) előrejelzése alapján az árstabilitás középtávú elérése tartósan laza monetáris kondíciókat igényel. A magyar gazdaságot továbbra is kihasználatlan kapacitások jellemzik, és az inflációs környezet tartósan mérsékelt maradhat. A fejlett országok (USA, euróövezet, Japán) és a régió jegybankjainak várható lépései alapján nemzetközi szinten is huzamosabb ideig alacsony kamatkörnyezet valószínűsíthető, ami támogatja a jelenlegi alacsony hazai kamatszint tartós fenntartását. A globális pénzpiaci hangulat esetleges jövőbeli romlása

¹¹ Az egyes időszakokra számított átlagos hatás. A kamatcsökkentési ciklus makrogazdasági hatásainak számszerűsítését az aktuális előrejelzői modellünkkel (MPM-modell) végeztük. E modell összefoglalja, tömöríti az egyes szakértői inputokat, egyúttal megjeleníti a monetáris transzmisszió legfontosabb csatornáit. Ugyanakkor a modell, mint bármely közgazdasági modell önmagában, minthogy a valóság leegyszerűsített mását tudja megjeleníteni, bizonyos, ún. paraméterbizonytalanság mellett értelmezhető. A paraméterbizonytalanság ebben az esetben alapvetően a modellben megjelenített transzmissziós csatornák kulcsparamétereireihez kötődik, melynek értékeit a modell múltbeli adatok alapján történő paraméterbecslések 90 százalékos konfidencia-intervalluma alapján állítottuk be, hogy megkapjuk a pontbecslés ebből adódó bizonytalanságát. Eszerint a becslési horizont végére (2015) a modell paraméterbizonytalanságából, az inflációs és a kibocsátás szintjére vonatkozó hatásra, a táblázatban szereplő pontbecsléshez képest egy $\pm 0,3-0,4$ százalékpontosra szélesedő sáv adódik.

Magyarország kockázati megítélését is kedvezőtlenül érintheti, amennyiben azonban a kockázati megítélés nem romlik érdemben, lehetőség van az alacsony kamatszint tartós fenntartására.

A Növekedési Hitelprogram, valamint az NHP+ az elmúlt időszakban megállította a vállalati hitelállomány visszaesését, és a vállalatok beruházási kedvét erősítő hitel-feltételeket teremtett. Előretekintve ezek a programok tovább ösztönözhetik a gazdasági szereplőket, hogy mérséklődjön a gazdasági válság során érdemben megnövekedett kockázatkerülés, enyhüljenek a hitelezési kondíciók, és ezáltal helyreálljon és egy egészségesebb dinamikával folytatódjon a hitelezési aktivitás. A devizaalapú lakossági jelzáloghitelek forintosítása, valamint a jegybank önfinszírozási programja a külső forrásokra való ráutaltság mérséklése által csökkenti Magyarország külső sérülékenységét. Emellett a hitelprogramok, a forintosítás és a monetáris politikai eszköztár átalakítása is várhatóan javítja a monetáris transzmissziót.

Felhasznált irodalom

Borstel, von, J. – Eickmeier, S. – Krippner L. (2015): *The interest rate pass-through in the euro area during the sovereign debt crisis*. Reserve Bank of New Zealand, Discussion Paper 03.

Csortos Orsolya – Szalai Zoltán (2015): *A globális pénzügyi válság kezelésének nehézségei: elméleti és gazdaságpolitikai tanulságok*. Hitelintézeti Szemle, 14. évf. 3. szám, 2015. szeptember, megjelenés alatt.

ECB (2012a): *Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London*. European Central Bank, 26 July 2012.

ECB (2012b): *Introductory statement by Mario Draghi, President of the ECB, Brussels*. European Central Bank, 9 October 2012.

ECB (2013): *Assessing the retail bank interest rate pass-through in the euro area at times of financial fragmentation*. ECB Monthly Bulletin, August 2013, pp. 75–91.

Horváth Csilla – Krekó Judit – Naszódi Anna (2004): *Kamatátgyűrűzés Magyarországon*. MNB Füzetek 2004/8, illetve Közgazdasági Szemle, 2005/4, pp. 356–376.

Kékesi Zsuzsa – Kóczyán Balázs – Sisak Balázs (2015): *A lakossági portfólióátrendezés szerepe az állam finanszírozásában*. Hitelintézeti Szemle, 14. évf. 1. szám, 2015. március, pp. 80–110.

Kicsák Gergely (2015): *Az MNB lépései megtakarítást hoztak az államnak*. Világgazdaság Online, 2015. június 29.

- Kucharčuková, O. B. – Franta, M. – Hájková, D. – Král, P. – Kubicová, I. – Podpiera, A. – Saxa, B. (2013): *What We Know About Monetary Policy Transmission in the Czech Republic: Collection of Empirical Results*. Research and Policy Notes 1, Czech National Bank.
- Madarász Annamária – Novák Zsuzsanna (2015): *Historikus mélyponton a magyar alapkamat*. Portfolio.hu, 2015. július 22.
- MNB (2012a): *Jelentés az infláció alakulásáról*, 2012. június. Magyar Nemzeti Bank, 2012. június 28.
- MNB (2012b): *Monetáris politika Magyarországon*. Magyar Nemzeti Bank.
- MNB (2014a): *A kétéves kamatcsökkentési ciklus hatásai*. Magyar Nemzeti Bank, 2014. július 22.
- MNB (2014b): *Közlemény a Monetáris Tanács 2014. július 22-i üléséről*. Magyar Nemzeti Bank, 2014. július 22.
- MNB (2014c): *A Monetáris Tanács állásfoglalása a decemberi Inflációs jelentésben*. Magyar Nemzeti Bank, 2014. december 18.
- MNB (2014d): *Növekedési Hitelprogram – Az első 18 hónap*, Magyar Nemzeti Bank.
- MNB (2015a): *Megújult a Magyar Nemzeti Bank 2013-2015*. Magyar Nemzeti Bank, március 6.
- MNB (2015b): *Közlemény a Monetáris Tanács 2015. január 27-i üléséről*. Magyar Nemzeti Bank, január 27.
- MNB (2015c): *A Monetáris Tanács állásfoglalása a márciusi Inflációs Jelentésben*. Magyar Nemzeti Bank, március 24.
- Szilágyi Katalin – Baksa Dániel – Benes, Jaromir – Horváth Ágnes – Köber Csaba – Soós Gábor D. (2013): *The Hungarian Monetary Policy Model*. MNB Working Paper 01, Magyar Nemzeti Bank.

A lakossági deviza-jelzáloghitelek kivezetése: időzítés és keretrendszer

Kolozsi Pál Péter – Banai Ádám – Vonnák Balázs

Magyarországot a keresleti, kínálati és intézményi tényezők sajátos együttállásából adódóan jelentős lakossági devizahitel-állománnyal érte el a 2008-as gazdasági válság. A háztartási szektor kitettségének csökkentésére több kormányzati és állami intézkedés született, végleges megoldást pedig a lakossági deviza és devizaalapú jelzáloghitelek 2014-es kivezetése hozott. Elemzésünk amellett érvel, hogy a forintosításra olyan időpontban került sor, amikor a jogi és gazdasági előfeltételek megléte miatt a szükségszerűen felmerülő kockázatok alacsony szintre csökkentek, illetve azokat a konverzió várható jóléti és társadalmi hasznai ellensúlyozták. A forintosítás lebonyolítását az MNB koordinált devizaeladási programja tette lehetővé, amely a bankokkal egyeztetett módon, a banki kooperációt ösztönözve és a jegybanki tartalékmegfelelés biztosítása mellett összesen 9,1 milliárd eurót bocsátott a bankok rendelkezésére. A jegybanki program révén az átváltás a forintárfolyamra gyakorolt érdemi hatás nélkül ment végbe.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E58, E65, G21

Kulcsszavak: jelzáloghitelek, pénzügyi stabilitás, monetáris politika, adósságkonszolidáció, forintosítás

1. Bevezetés: A magyarországi lakossági devizahitelezés problematikája

A svájci jegybank 2015. január 15-én a frank euróval szemben fenntartott árfolyamkülönbégének eltörléséről döntött. A lépés után közvetlenül a forint közel 20 százalékos gyengült a svájci devizával szemben. Néhány héttel, hónappal korábban ezek a fejlemények érdemi hatással lettek volna magyar családok százazreinek pénzügyi helyzetére, a pénzügyi piacok működésére, a bankrendszer stabilitására – mint ahogy azt a válság éveiben számos alkalommal megtapasztaltuk, amikor a forint árfolyama hirtelen és nagymértékben gyengült. Ez esetben a megrázkódtatás

Kolozsi Pál Péter a Magyar Nemzeti Bank főosztályvezetője. E-mail: kolozsip@mnk.hu.

Banai Ádám a Magyar Nemzeti Bank főosztályvezetője. E-mail: banaia@mnk.hu.

Vonnák Balázs a Magyar Nemzeti Bank alelnöki tanácsadója. E-mail: vonnakk@mnk.hu.

Jelen kéziratot 2015 júliusában zárták a szerzők, így a jelzáloghiteleken kívüli egyéb fogyasztói deviza és deviza alapú hitelek 2015 augusztusában elindított forintosítási folyamatára nem tér ki a tanulmány.

elmaradt, ugyanis ekkorra már a lakossági deviza jelzáloghitelek jelentős részét – közigazgatási értelemben – forinthatellé alakították át a bankok.

A lakosság devizában való eladósodása az utóbbi évek egyik kiemelkedő közpolitikai témája volt. A közbeszédben elsősorban a nehéz helyzetbe került adósok problémája jelent meg, a devizahitelezés ugyanakkor a nemzetgazdaság egészében és valamennyi érintett gazdasági szereplő számára kockázatot és problémát jelentett – jellemzően nem rögtön a devizahitelek felépülésekor, hanem a gazdasági környezet romlása után. Ezekből a kockázatokból és rendszerszintű problémákból vezethető le a fedezetlen lakossági devizahitelekkel¹ szembeni állami fellépés, illetve 2014 őszén az érintett deviza és devizaalapú jelzáloghitelek kivezetése is.

A szakirodalom szerint az idegen devizában való lakossági eladósodás racionális indokokkal is magyarázható (pl. *Ize 2005*), mégis jelentős kockázatok származhatnak belőle a háztartások esetében. A devizahitelek felvételéből adódó árfolyamkockázatot a lakosság általában nem képes kezelni, illetve nem hajlandó fizetni az árfolyamkockázat ellen védelmet jelentő termékekért, hiszen azzal a kamatkülönbözetből eredő „hasznát” veszítené el. Így végül nyitott árfolyampozíciót vállal. Az ebből adódó problémákra az adósok fel tudnak készülni abban az esetben, ha olyan összegű hitelt vesznek fel, amit még hazai devizában is képesek lennének törleszteni. Ebben az esetben egy esetleges árfolyamsokk esetén megnövekvő törlesztő részlet is teljesíthető lesz az adósok számára. Többnyire azonban a hitelfeltevők éppen azért választják az idegen devizában történő eladósodást, mert így lehetséges lesz számukra a hazai devizában nyújtottnál nagyobb hitelösszeg felvétele. Vagyis nem készülnek fel a hosszú távon megnövekvő árfolyamvolatilitás negatív hatásaira. A devizahitelezés így lényegében megkönnyíti a lakosság számára a túlzott eladósodást. Meg kell jegyezni, hogy a devizahitelezés kezdetén Magyarországon is kínáltak bankok árfolyamkockázat ellen védelmet nyújtó termékeket, de ezek nem váltak népszerűvé az adósok körében, majd később a banki kínálatból is „kikoptak”, miközben a kötelező árfolyambiztosítás bevezetésére sem került sor.²

A háztartásokkal szemben a bankszektornak lényegesen szélesebb eszköztár áll rendelkezésére a lakosság számára nyújtott devizahitelekkel felfutó kockázatok kezelésére. Ennek ellenére az árfolyamkockázat szempontjából természetes fedezettel nem rendelkező adósok idegen devizában történő hitelezése jelentős többletkockázatok forrása lehet. A bankok rendszerint nem vállalnak, illetve szabályozói megkötések miatt nem is vállalhatnak jelentős nyitott árfolyampozíciót, vagyis az

¹ Fedezetlen lakossági devizahitel alatt azt értve, hogy a lakosság nagy részének nyílt az árfolyampozíciója a devizahitel felvételével.

² A kötelező árfolyambiztosítás lehetőségéről lásd *Asztalos (2013)*. Figyelembe kell venni azonban azt az összefüggést is, hogy minél inkább biztosítja magát az ügyfél az árfolyamkockázat ellen, annál inkább közelíti a kamata a forinthatelléhez. A teljes árfolyambiztosítás kötelezővé tétele így – in extremis – egyenértékű a devizahitelezés betiltásával.

árfolyammozgásnak közvetlenül nincs hatása a hitelportfóliójukra. Az adósok árfolyamkockázata azonban növekvő hitelkockázatként jelenhet meg a bank számára. Egy sok esetben drasztikusan megnövekvő nem-teljesítések hatása együtt járhat kezelhetetlen mértékű veszteségekkel. Emellett negatívan érinti a tőke megfelelést az is, hogy a devizahitelek forintban kifejezett tőkekövetelménye leértékelődés esetén nő. A növekvő hitelezési kockázat mellett a bankok likviditási kockázata is jelentősen emelkedhet a devizahitelezés miatt. A devizahitelekhez szükséges devizalikviditást a bankok sok esetben deviza-swapokon keresztül szerzik meg, a swap-piacra való ráutaltság pedig komoly kockázatot jelenthet, mivel ezen ügyletek gyakorta rövid lejáratúak, illetve mert a szerződések sokszor letéti követelményt írnak elő.

A bankrendszeri és háztartási problémák komoly terheket róhatnak az államra, így végső soron az állam is növekvő kockázatokkal kénytelen szembesülni a devizahitelezés miatt. A hitelezési kockázatok materializálódása esetén a háztartásoknál és a bankrendszerben is szükséges lehet az állami beavatkozás. Egyrészt a kormány a kapcsolódó szociális problémák miatt indokolt az adósok tömeges bedőlésével foglalkozni. Másrészt egyes bankok szolvenciahelyzetének megrendülése esetén ugyancsak szükség lehet állami szereplő részvételére. Felügyeleti eszközökkel szükséges lehet fellépni az érintett bank helyzetének rendezése érdekében, illetve a betétbiztosításon keresztül az ügyfelek kártalanítása is felmerülhet. Mindkét eset állami forrásokat emészthet fel. A bank nagyságától, tulajdonosi struktúrájától, rendszerben betöltött szerepétől függően akár állami feltőkésítésre is sor kerülhet. A növekvő likviditási kockázatokból fakadó problémák miatt ugyancsak állami beavatkozásra lehet szükség. A devizahitelezés túlzott elterjedése azért is problematikus, mert a hazai szektor árfolyamkitettsége, valamint a pénzügyi rendszerben ezt letükröző pozíciók olyan sérülékenységeket eredményeznek,³ ami miatt torzulhat a monetáris transzmisszió, gyengülhet a jegybank monetáris politikájának hatékonysága.

A következőkben a magyarországi lakossági deviza és devizaalapú jelzáloghitelek kivezetésének kérdésével foglalkozunk. A tanulmány felépítése a következő. Az első fejezetben röviden bemutatjuk, Magyarországon hogyan épült fel az állomány, illetve milyen intézkedések születtek a válság alatt a probléma kezelésére, enyhítésére. A második fejezetben amellet érvelünk, hogy 2014 előtt egy, a megvalósult forintosításhoz hasonló, átfogó és hatékony megoldás feltételei nem voltak adottak. A harmadik fejezetben bemutatjuk a lakossági devizahitelek kivezetését támogató jegybanki devizaeladási program keretrendszerét és paramétereit. Végül röviden összefoglaljuk, hogy a lakossági devizahitelek kivezetése milyen jótékony hatásokkal járhat nemzetgazdasági szempontból.

³ Erről lásd: Kovács (2013) és Lentner (2015).

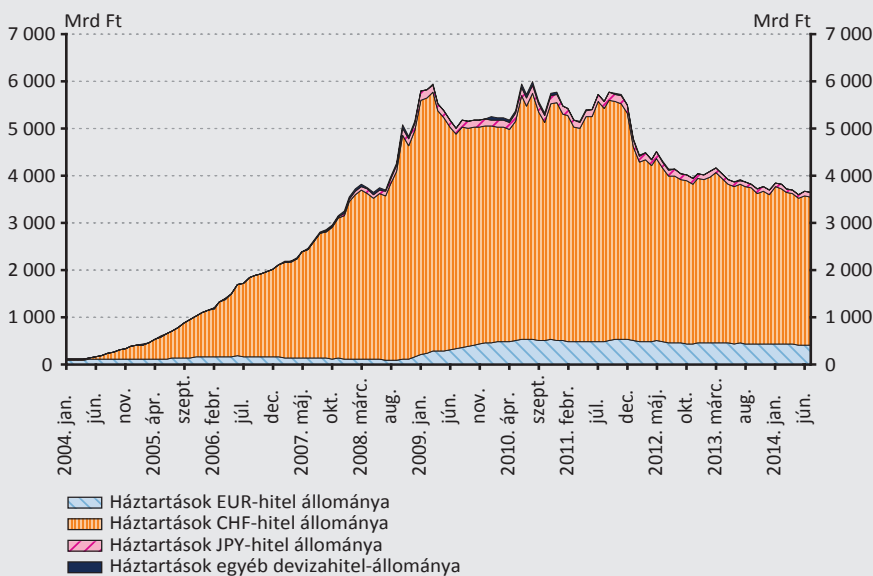
2. A lakossági devizahitelezés kialakulása, térnyerése és a kockázatok kezelését célzó intézkedések Magyarországon

A devizahitelezés kialakulásának mozgatórugóival számos empirikus tanulmány foglalkozott, különösen a válság után.⁴ A tanulmányokban jellemzően keresleti, kínálati és intézményi tényezőket különböztetnek meg. A következőkben áttekintjük a magyar lakossági devizahitelezés felfutásának okait, és amellet érvelünk, hogy nálunk a potenciális kiváltó okok többsége szerepet játszhatott. Ezután bemutatjuk, hogy milyen állami, jegybanki intézkedések történtek 2014 előtt a probléma csökkentésére.

2.1. A magyarországi lakossági devizahitelezés felfutásának okai

Magyarországon 2004-ben kezdődött a kiterjedt lakossági devizahitelezés időszaka, és a szektor nettó hitelfelvevő maradt egészen 2009-ig. A devizahitelezés leállása után a forint leértékelődése növelte tovább az állományt 2009-ben és 2010-ben (1. ábra).

1. ábra
A magyar hitelintézeti szektor devizahitel-állományának alakulása 2004 és 2014 között

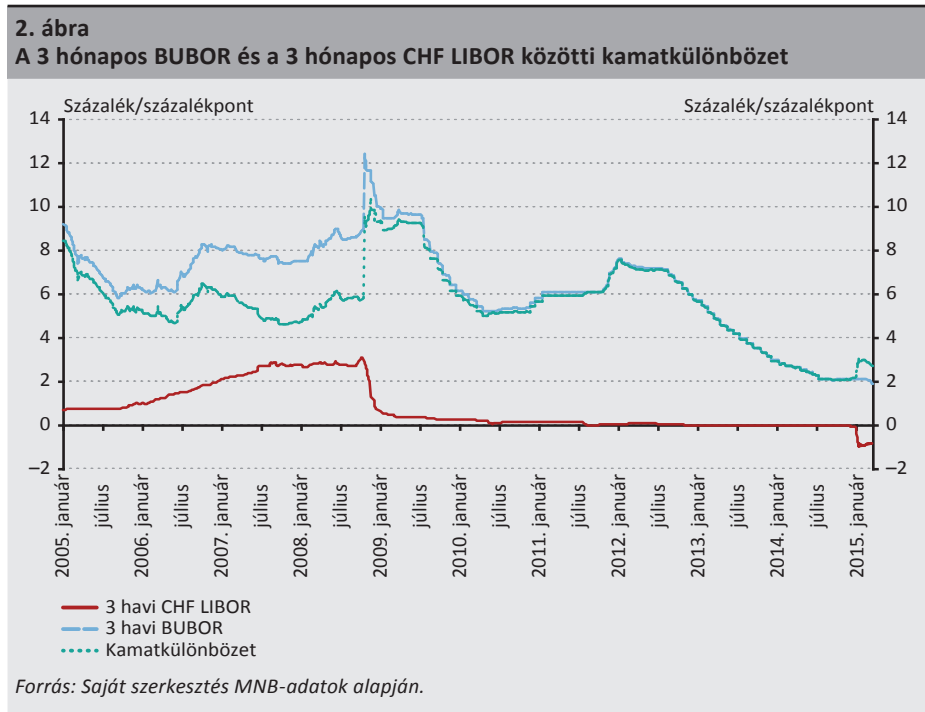


Forrás: Saját szerkesztés MNB-adatok alapján.

⁴ Egy nagyobb irodalomáttekintés és az eredmények metaanalízise található Crespo Cuaresma et al. (2011) tanulmányában. Ezen felül még lásd: Brown et al. (2014), Beer et al. (2010), valamint Brown et al. (2013).

Ahogy a következőkben részletesen kifejtjük, a magyarországi lakossági devizahitelek elterjedéséhez keresleti, kínálati és intézményi okok egyaránt hozzájárultak. Az alábbiakban a keresleti és kínálati oldal bemutatásakor nagyban támaszkodunk Hudecz (2012) elemzésére.

Magyarországon a 2000-es évek elején a laza fiskális politika és a magas államadósság, illetve a magas kockázati prémium, valamint a nemzetközi összevetésben magas infláció magas nominális forintkamatokat eredményezett (2. ábra). A forint és a fejlett országok kamatai (különösen az euro és a svájci frank) közötti különbség tartósan magasabb volt, mint a devizahitelezés által nem érintett régiós országokban.⁵



Széles körben tapasztalt jelenség, hogy a kamatkülönbség mellett a gazdasági szereplők (jellemzően a háztartások, de esetenként a hitelnyújtó bankok is) alulbecsülik a devizahitelezésből adódó árfolyamkockázatot. Magyarországon ezt a hatást erősítette a viszonylag stabil forintárfolyam, ami elfedte az árfolyamgyengülés veszélyeit és kockázatait.⁶ A monetáris politikai rezsim gyakorlatilag kettős célrendszere, neve-

⁵ Közgazdaságilag ezt a kamatkülönbséget ellensúlyozhatta volna a fedezett kamatparitás érvényesülése, azaz az árfolyam változása, de a gyakorlatban ez a hatás nem feltétlenül érvényesül, így a kamatkülönbség effektív lehetett.

⁶ 2003 januárjában még egy forint melletti spekulációra is sor került, ami ugyancsak nem a forint potenciális gyengülésének érzetét keltette.

zetesen az inflációs célkövetés és az árfolyam intervenciós sávja azt eredményezte, hogy a jegybank 2003-tól a sáv 2008 elején történt eltörléséig a kamatpolitikát gyakorlatilag az árfolyam stabilitásának volt kénytelen alárendelni, ami regionális összehasonlításban volatilisabb kamatok és stabilabb árfolyamot eredményezett. A devizahitelek vonzerejét növelte, hogy az alacsonyabb kamat miatt emelkedett a hitelfelvétel felső határa, azaz végső soron „virtuálisan” (vagyis az árfolyamkockázat figyelembe vétele nélkül) javult a hitelfeltevő hitelképességének megítélése. A paternalisztikus állami struktúrában szocializálódott lakosság esetében releváns tényező lehetett az „erkölcsi kockázat” (moral hazard) felvállalása, azaz az állami segítségnyújtással való kalkulálás is. Ez összhangban van *Schneider és Tornell (2004)* modelljével, ahol az implicit állami bail-out garancia készletti a devizabevétellel nem rendelkező hazai szereplőket, hogy likviditási korlátaikat devizahitel-felvétellel oldják.

Mivel Magyarország csatlakozása az eurózónához a devizahitelek árfolyamkockázatának egy részét (EUR/HUF árfolyam elmozdulásának kockázata) kezelte volna, a viszonylag gyors euróbevezetésre számító háztartások⁷ legalábbis részben racionálisan vállalhattak fel árfolyamkockázatot. A lakossági devizahitelek magyarországi felfutásakor reális lehetőségnek tűnhetett egy viszonylag gyors (akár 3–5 éven belül elérhető) belépés az európai valutaunióba. Fontos kiemelni, hogy a svájci frankban denominált hitelek elterjedése lényegesen nagyobb sérülékenységet jelentett, mint ha euróban adósodtak volna el a háztartások, hiszen a svájci frank menedékdevizának számít, így válság esetén nagymértékben erősödhet.

A kínálati oldal tekintetében ki kell emelni, hogy Magyarország 2001-ben teljesen konvertibilissé tette a forintot, és sor került a tőkekorlátozások leépítésére, azaz a 2000-es évek elejére adott volt annak jogi lehetősége, hogy a fejlett piacok felesleges likviditása magyar gazdasági szereplőkhöz kerüljön.

Míg a globális pénzpiacokat laza monetáris kondíciók és likviditásbőség jellemezte, az MNB az inflációs problémák és az országgkockázat megemelkedése miatt 2003-ban jelentősen emelte az irányadó kamatot. A kamatkülönbözet nagyságából az is következett, hogy a bankok jelentős kamatmarzsot tudtak használni a devizahiteleknél, mert így is a forinthiteleknél kedvezőbb kamatot ajánlottak. A lakossági devizahitelezés megjelenése éles versenyt generált a magyar bankpiacon, a hitelintézetek pedig kockázatalapú versenybe „szorították magukat”, azaz a piacirészesedés-szerzés igénye és vágya sok esetben túlzott kockázatvállalást eredményezett. 2003-tól fokozatosan kivezetésre kerültek a támogatott forinthitelek, ami automatikusan a devizahitelek felé lökte nemcsak az ügyfeleket, hanem a jelentős kapacitásokat kiépített bankokat is. Ugyancsak fontos, hogy Magyarországon a devizahitelezés

⁷ Az MNB 2001-ben megjelent, „A forint útja az euróhoz” című kiadványa arra a következtetésre jutott, hogy „akár már 2006/2007-ben a monetáris unió tagjai is lehetünk”.

felfutásakor a forint jelzáloghiteleket potenciálisan finanszírozó értékpapíroknak (jelzáloglevelek, fedezett kötvények) nem volt elég kiterjedt piaca ahhoz, hogy a bankok forintban alacsony felárú, esetleg fix kamatozású konstrukciókat tudtak volna kínálni az ügyfeleknek – bár a magas kamatkülönbözet miatt ennek hiánya nem feltétlenül volt tényleges korlát (Csajbók et al. 2010).

A keresleti és kínálati tényezők mellett indokolt annak bemutatása is, hogy a lakossági devizahitelezés felfutása milyen formális és informális intézményi környezetben zajlott le. Az intézményi gazdaságtan egyik klasszikus szerzője, Williamson klasszifikációs rendszeréből kiindulva mindenekelőtt azt érdemes megvizsgálni, hogy mik azok a közösség egészét jellemző lelki, mentális, ismeretbeli jellegzetességek, illetve formális szabályozási karakterisztikák, amelyek relevánsak voltak a devizahitelek elterjedése tekintetében. Ezek a tényezők esetenként nehezen mérhetőek, azaz inkább kvalitatívak: ide sorolható a rendszerváltás eufórikus hangulatából adódó „gyors vagyonosodás” egyeseket jellemző vágya (konvergencia-ígéret), a bankok túlzott kockázatvállalási hajlandósága, a szabályozás esetleges lazasága és hiányosságai, illetve a hazai pénzügyi kultúra alacsony szintje is.⁸

Rodrik és Subramarian (2003)⁹ szerint a fenntartható fejlődés alapja a megfelelő minőségű intézményrendszer, amelyen belül kiemelkedő jelentősége van a piacok létrejöttét, működését, stabilizálását és legitimációját biztosító intézményeknek. A devizahitelezés magyarországi felfutásakor a piac létét biztosító jogi keretek ugyan adottak voltak, de a Kúria jogegységi határozata, az azt követő devizahiteles perek, valamint a devizahiteles probléma eszkalálódása egyértelművé tették, hogy a piac sok esetben nem működött társadalmi értelemben megfelelően, illetve a kapcsolódó intézményrendszer érdemben nem tudta kezelni a felmerülő problémákat. A piaci kudarc irányába mutatott az is, hogy a szétaprózott nemzeti pénzügyi felügyeletekkel szemben egy szorosan integrált és nagy pénzügyi csoportok által dominált pénzügyi szektor állt (Bethlendi 2012). Míg a felügyeleti körben információk hiányosságok voltak a jellemzőek, addig a bankszektorban egy jóval hatékonyabb és teljesebb tudás- és információtranszfer („felügyeleti megosztottságból adódó paralízis”). Rodrik (2000) szerint a magas színvonalú intézményi környezet (i) egyértelmű üzeneteket küld a piaci szereplőknek a társadalmilag optimális kimenet elérése érdekében; (ii) nem teszi lehetővé a hozamvadászatot; (iii) megakadályozza az erőforrások pazarlását; (iv) illeszkedik az ország adottságaihoz és adminisztratív lehetőségeihez, (v) hozzájárul a társadalmi béke és stabilitás fenntartásához. A lakossági devizahitelezés hazai elterjedése arra utal, hogy a magyar intézményrendszer nem működött

⁸ A pénzügyi ismeretek széles körű elterjedésének hiányát, illetve a pénzügyi ismeretek és a pénzügyi döntések közötti diszharmóniát több felmérés is alátámasztja. Lásd az MNB 2006-os felmérése, illetve az *Állami Számvevőszék pénzügyi kultúra kutatása* (2013).

⁹ Lásd: Rodrik és Subramarian (2003).

megfelelően, hiszen az ösztönzők egy társadalmi szinten szuboptimális kimenetet segítettek elő, ahol lehetőség volt a túlzott eladósodásra, ami komoly stabilitási kockázatot jelentett az országnak.

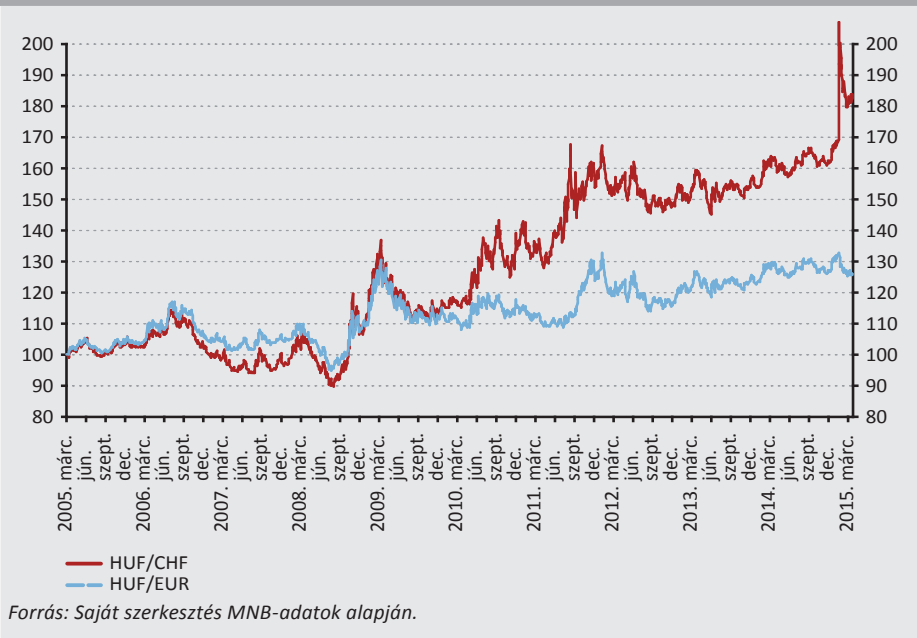
2.2. A lakossági deviza jelzáloghitel-állomány problémájának kezelésére tett intézkedések 2014 előtt

A lakossági devizahitelezés nemcsak Magyarországot, hanem a kelet-közép-európai régió más országait is „megérintette”, a tapasztalatok azonban azt mutatják, hogy Magyarországgal szemben a térségbeli országok többségében születtek intézkedések a devizában való háztartási eladósodás visszaszorítására, korlátozására. *Bethlendi (2011)*, *Bethlendi et al. (2015)*, illetve a nemzetközi tapasztalatok alapján mind makrogazdasági intézkedések (nemzetgazdasági megtakarítások növelése, kamatkülönbözet csökkentése,¹⁰ illetve nagyobb árfolyamvolatilitás), mind a kereslet és a kínálat korlátok közé szorítása (széleskörű pénzügyi kultúra fejlesztése, adminisztratív és felügyeleti korlátozás, erkölcsi ráhatás, piacfejlesztés) terén lett volna mód a lakossági szempontból fedezetlen devizahitelezés korlátozására. Alá kell ugyanakkor húzni, hogy nem egyértelmű, hogy ezen intézkedések mennyire lettek volna hatékonyak, hiszen például Romániában a beavatkozás mellett is jelentős devizahitelállomány épült fel.

A makrogazdasági kilátások romlásával a devizaadósok helyzete hatványozottan romlott. Ennek fényében nem meglepő, hogy a pénzügyi válság magyarországi történetének központi kérdésévé a devizahitelekből, azon belül is a háztartásoknak nyújtott jelzáloghitelekből eredő kockázatok váltak. Mivel a háztartások döntő részben forintbevéttel rendelkeznek, és a devizában meghatározott törlesztőrészekből eredő árfolyamkockázatok kezelésére csak korlátozott mértékben képesek, így különös jelentősége volt a forintárfolyam alakulásának: 2009 márciusában, a kelet-közép-európai régiót érintő egyedi sokk során, illetve 2011 második felében nagymértékben gyengült a forint az euróval szemben. Emellett 2010 nyarától a korábban meglehetősen stabil EUR/CHF árfolyam mozdult el jelentősen. A forint svájci frankkal szembeni leértékelődése 2008 és 2011 között összességében 60–70 százalék volt, ami a hazai hitelfelvevőket különösen érzékenyen érintette, hiszen a devizaadósok döntően CHF-ben adósdtak el (3. ábra).

¹⁰ A kamatkülönbözet csökkentése gyakran – mint például *Bethlendi (2011)-ben* – úgy merül fel, mint a monetáris kondíciók lazítása. Figyelembe kell azonban venni, hogy tartósan alacsony kamatszintet csak az infláció leszorításával, vagyis egy átmenetileg szigorú monetáris politikával lehet elérni. Magyarországon a devizahitelezés felfutásának első éveiben az akkorinál lényegesen alacsonyabb kamatszint magasabb inflációhoz vezetett volna, ami később a ténylegesnél magasabb nominális kamatokat eredményezett volna. Ugyanakkor a magyar helyzet a monetáris rezsím sajátosságára hívja fel a figyelmet, arra, hogy az infláció féken tartásának szándéka a vizsgált időszak nagy részében az intervenció sáv erős szélénél stabilizálódó árfolyamhoz vezetett, csökkentve az érzékelt árfolyamkockázatot.

3. ábra
Az EUR/HUF és CHF/HUF árfolyam alakulása 2005-től kezdve
 (2005. március 1. = 100)



Az árfolyamot ért sokkokra több állami intézkedés született azzal a céllal, hogy az adósok problémái és kitétsége mérséklődjene. Ezen intézkedésekről több kiadvány, tanulmány részletesen is beszámol (pl. *Banai et al. 2011*), így mi itt csak egy rövid összefoglalót adunk.

Bár a közbeszédben legtöbbször az árfolyamgyengülés miatti törlesztőrészlet-emelkedés jelent meg, a bankok kamatemelési gyakorlata is jelentősen nehezítette az adósoknak a visszafizetést. Az egyoldalú kamatemelés lehetősége miatt jelentősen, esetenként akár 2–3 százalékponttal is emelkedett a hitelek kamata a kezdeti szinthez képest a válságban, annak ellenére (*MNB 2014b*), hogy az EUR és CHF alapkamata jelentősen csökkent. Éppen ezért először 2009-ben, majd 2010-ben sor került a bankok kamatemelési lehetőségeinek szigorítására. A bankoknak ettől kezdve csak szabályalapú (referenciakamathoz kötött) vagy szabályozott (tétéles előírásokon alapuló) kamatmódosításra volt lehetőségük. Ez a szabályozás azonban sok esetben nem jelentett tényleges korlátot, hiszen a tapasztalatok szerint a bankok meglehetősen „széles” ok-okozati listákat készítettek, melyek alapján jogosultak voltak kamat- vagy díjemelésre (*MNB 2010*). Az árázással kapcsolatos problémákat végül a 2011 végén született Otthonvédelmi törvény rendezte, de ez csak az új

hitelekre lehetett hatással. A meglévő állománnyal kapcsolatos problémák ezen lépések eredményeként csak mérsékelten csökkentek.

Az Otthonvédelmi csomag részeként indult el az árfolyamgát rendszere 2011 végétől. A programba belépő adósok a piacnál lényegesen kedvezőbb árfolyamon törleszthették a hitelüket a program végéig (CHF-hitel esetében 180 HUF/CHF, EUR-hiteleknel 250 HUF/EUR, JPY-hiteleknel pedig 2,5 HUF/JPY volt az árfolyam). A valós és a kedvezményes törlesztőrészlet közötti különbséget az állam, az adós és a bankrendszer megosztva vállalta. A különbözetből a tőkerész egy gyűjtőszámlára került, aminek törlesztését az adós vállalta magára, mégpedig úgy, hogy 2017 után kellett volna megkezdenie a visszafizetést. Vagyis a program implicit módon azt feltételezte, hogy 2017-re szignifikánsan javulni fog a gazdasági környezet. A kamatrészt az állam és a bankrendszer osztotta meg egymás között. A programban való részvétel nagyon gyorsan emelkedett 2012-től, ugyanakkor 2013 nyarára szinte megállt a növekedés. Így is az adósok több mint 40 százaléka élt a belépés lehetőségével, ami közel 1500 milliárd forintos állományt jelentett.

A 2014 előtti állami programok közül egyedül a végtörlesztés járt érdemi adósságcsökkenéssel. A devizaalapú jelzáloghitellel rendelkező adósok számára lehetővé vált 2011 végén, hogy svájci frank hiteleknel 180 HUF/CHF, eurohitel esetén 250 HUF/EUR, míg japán jen hiteleknel 2 HUF/JPY árfolyamon végtörleszthessék (teljes előtörlesztés) adósságukat. A szabályozás a bankok számára nem írt elő kötelező forinthitel-nyújtást a programban résztvevők számára, így az adósok háromnegyede megtakarítások felhasználásával fizette vissza kedvezményes árfolyamon a hitelét. A résztvevő mintegy 170 ezer adós, körülbelül 1300 milliárd forintnyi hitelállományt zárt le, amiből összesen 310 milliárd forint esetében használtak forinthitelt a törlesztéshez (*MNB 2012*). A lehetőség csak rövid ideig volt nyitva, hiszen az adósoknak 2011 végéig jelezni kellett bankjuk részére a törlesztési szándékot, és a jelzés után 60 napon belül le kellett zárni a tranzakciót. Éppen ezért a program elsősorban a hitelképes, illetve a nagyobb megtakarítással (vagyonnal) rendelkezők számára volt valós lehetőség. A résztvevők számára a program 20–30 százalékos adósságelengedést jelentett, a bankrendszer pedig több mint 300 milliárd forintos veszteséget szenvedett el.

A 2014 előtti intézkedések közül a nem teljesítő jelzáloghitel-adósok megsegítésére a Nemzeti Eszközkezelő Zrt. (NET) hivatott. Az intézmény a bankokkal együttműködésben olyan megoldást kíván biztosítani a nem teljesítő adósok egy részének, amivel elkerülhető az adósok kilakoltatása. A NET éppen ezért a nem teljesítő hitelek mögött álló ingatlanokat vásárolja fel a bankoktól úgy, hogy a korábbi adós bérlőként maradhat az ingatlanban: így bár a továbbiakban nem lesz tulajdonos, az adósságtól megszabadul, és a lakhelyét nem veszíti el. A NET-nek a vásárlás során

az adósok szociális helyzetét is figyelembe kell venni, és csak szociálisan rászoruló adósok ingatlanát veheti meg.¹¹

3. A magyarországi lakossági devizahitelek kivezetését lehetővé tevő tényezők

A fenti intézkedések nem tudták végérvényesen és tartósan kezelni a devizahiteles problémát, a lakossági devizahitelek ugyanis benmaradtak mind a bankok, mind a háztartások mérlegében. A megoldást *per definitionem* a lakossági deviza- és devizaalapú jelzáloghitelek kivezetése jelenthette, amire 2014 őszén került sor.

Az alábbiakban az időzítés szempontjából releváns tényezőket vesszük sorba, amelyek azt mutatják, hogy a forintosításra az első olyan időpontban került sor, amikor mind a jogi háttér, mind a gazdasági feltételek adottak voltak.

3.1. Jogszabályi környezet

Az első szükséges feltétel a Kúria 2014 júniusában kihirdetett, a korábbi jogi viták és eltérő jogértelmezések tekintetében irányadó jogegységi határozata volt, ez alapozta meg ugyanis jogi értelemben a forintosítást. A Kúria jogegységi határozata három kérdésben adott egyértelmű iránymutatást:

(i) Az árfolyamkockázat adósokra hárítása alapvetően nem tekinthető tisztességtelennek, amennyiben azonban az átlagos adós számára nem érthető a szerződésben foglalt árfolyamkockázat, akkor ez semmissé teheti az adott szerződést (transzparencia követelménye). Közgazdasági szempontból ebből adódóan az árfolyamkockázatot alapvetően az adós viseli.

(ii) Az egyoldalú kamatemelés tisztességtelen és jogtalan, amennyiben az adós számára nem világos és transzparens, hogy az egyes körülmények változása milyen mértékben hat ki a fizetési kötelezettségekre. A Kúria döntése értelmében a kamatemelések során az arányosság, a ténylegesség és a szimmetria elvét kell figyelembe venni.

(iii) Az árfolyamrés díjként történő alkalmazása minden esetben és minden körülmények között tisztességtelen és semmis.

A Kúria döntésének kiemelt jelentőséget adott, hogy a lakossági devizahitelek rendezése a gazdasági válság okozta makrogazdasági és a háztartások jövedelmi helyzetében jelentkező romlással párhuzamosan egyre inkább jogi útra terelődött.¹²

¹¹ Az első ütemterv alapján a cél az volt, hogy 2014 végéig 25 000 ingatlan vásároljon meg az intézmény, ami a 2014. szeptemberi információk alapján teljesülhetett (ekkor már több mint 22 000 ingatlan volt birtokában).

¹² A Banki Adósok Érdekvédelmi Szervezete 2009-ben alakult meg.

Ebből adódóan a lakossági devizahitelekkel kapcsolatos, átfogó állami intézkedést meg kellett előznie a perekből adódó nyitott jogi kérdések lezárásának.

- (i) A Kúria döntéséből adódott, hogy a bankok és az ügyfelek között el kell számolni az egyoldalú kamat- és díjemelésekből, illetve az árfolyamrés alkalmazásából adódó túlfizetéseket.
- (ii) A Kúria döntését követően lehetett kellő jogi megalapozottsággal és legitimitással véghezvinni az elszámolást és a forintosítást, hiszen a Kúria végérvényesen pontot tett a jogi viták végére. Ennek hiányában a folyamat egésze került volna veszélybe, hiszen egy esetleges ellentétes jogi döntés lehetősége érdemben emelte volna a kockázatokat és a program kiszámíthatatlanságát.
- (iii) A Kúria döntése szükséges volt ahhoz, hogy meg lehessen állapítani a forintosítás során használt árfolyamot, ami nélkül nem lehetett volna kivezetni a lakossági deviza-jelzáloghiteleket. Ez volt az egyik legélesebb jogi kérdés a lakossági devizahitelekkel kapcsolatban, hiszen a forintosítás milyenségét alapjaiban határozta meg, hogy mely árfolyamon kerül sor a konverzióra. Az árfolyamkockázattal kapcsolatos Kúria-döntéssel rögzítésre került, hogy az adósoknak viselniük kell az árfolyamkockázatot, ami a piaci árfolyam alkalmazását indukálja.

Összességében a Kúria jogegységi határozata megalapozta a lakossági deviza- és devizaalapú hitelekkel kapcsolatos problémák általános rendezését, amit a kormány törvényi úton hajtott végre. Ennek keretében a kormány jogszabályt alkotott a fogyasztói kölcsönszerződések szerződéses feltételeinek rendezéséről, ami alapján az árfolyamrés és az egyoldalú kamatemelések felülvizsgálatát követően semmisnek nyilvánított szerződésmódosításokból eredő kárt a hitelfelvevők számára visszatérítették. Az Országgyűlés 2014 szeptemberében fogadta el a 2014. évi XXXVIII. törvényt, amely kimondta, hogy az adósok túlfizetéseit visszamenőleg tőke-előtörlesztésként kell figyelembe venni a folyószámla-, hitelkártyahiteleken és az állami kamattámogatású hiteleken kívül minden hitelre, melyet 2004. május 1. után nyújtottak, illetve amely 2009. július 26. előtt nem szűnt meg. A fogyasztói követelés mértékét az eredeti és az átszámított fennálló tőketartozás közti különbség, valamint az eredeti és átszámított lejárt tartozások közötti különbség adja. Még élő szerződések esetében az így kiszámolt összeget előbb a lejárt tartozások, majd a főtartozás terhére kell elszámolni (*MNB 2014b*). Az elszámolás mellett a hitelek kamata is visszaállhatott a hitel kezdetekor érvényes szintre, ami azért fontos, mert az egyoldalú emelések esetenként igen nagyok voltak (átlagosan 2 százalékpont körüli csökkenésre számíthattak az adósok). Fontos intézkedés volt a háztartási hitellezésben a fogyasztónak nyújtott hitelek szabályozásáról szóló törvénymódosítás, amivel bevezetésre került az ún. „fair bankrendszer”. A szabályozás minden – újonnan kötött és a jelenlegi állományban lévő – fogyasztói kölcsönszerződésre előírja

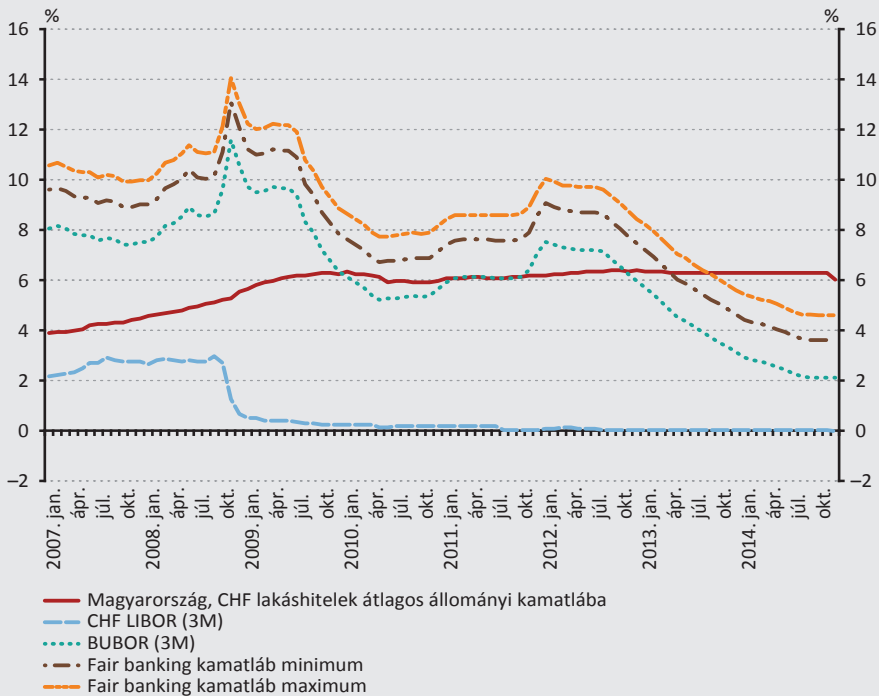
a fix vagy referencia alapú kamatozás alkalmazását, ezzel lényegében kiterjesztve az új jelzáloghitelekre 2012 áprilisától vonatkozó „átlátható árazást”.¹³

3.2. Forintkamatok

A forintosítás szempontjából kiemelten fontos volt a forintkamatok csökkenése. Az MNB 2012-ben kezdte el kamatcsökkentési ciklusát, ami 2014 nyarára 7 százalékról 2,1 százalékra vitte le az irányadó jegybanki kamatot, és ezzel párhuzamosan hasonló mértékben mérséklődött a gazdaság egészében a kamatszint. Ez azért volt fontos, mert így a forintosítás nem járt a kamatok és a törlesztő részletek emelkedésével, ami a konverzió legitimitását erősítette. A lakosság számára a fair bankolásról

4. ábra

A magyarországi lakossági devizahitelek és a fair banking szabályozás által számított forintkamatok visszamentőleges összevetése



Forrás: Saját szerkesztés MNB-adatok alapján.

¹³ A három évnél rövidebb futamidejű hitelek esetében a futamidő egészen rögzített a kamatláb, illetve a felár mértéke a változtatás lehetősége nélkül. A három évnél hosszabb futamidejű hitelek esetében a kamatláb, illetve a kamatfelár módosítására meghatározott – legalább hároméves – periódusonként nyílik lehetőség, összesen öt alkalommal a hitel futamideje alatt. A kamatláb, illetve a kamatfelár változtatása szigorúan objektív – az MNB által ellenőrzött és közzétett – mutatók változásához van kötve, melyek elsősorban olyan körülmények változását hivatottak megragadni, amelyekre a pénzügyintézetnek nincs közvetlen ráhatása (pl. forrásköltség, likviditási prémium változása).

szóló törvény elfogadása ugyancsak megkönnyítette a forinthitelekre való átállást, transzparens keretek között tartva a későbbi esetleges átárazásokat is. Összességében tehát 2014-re csökkentek olyan szintre a forintkamatok, hogy – feltételezve a fair bankolás szabályainak betartását – a devizahiteleseknek ne jelentsen kamatemelkedést a forintra való konverzió (4. ábra).

3.3. Kockázati megítélés

A lakossági devizahitelek kivezetésének időzítésére hatással vannak a makrogazdasági feltételek és környezet is. A lakossági devizahitelek forintosítása ugyanis csak úgy lehetséges jelentős árfolyamgyengülés nélkül, ha valamelyik hazai szektor át tudja venni úgy az árfolyampozíciót, hogy az érdemben csökkenti az ország árfolyamkitettségből származó sérülékenységet. A gazdaságpolitikai és különösen az államháztartási konszolidációból (tartósan csökkenő államháztartási hiány, csökkenő államadósság¹⁴), illetve Magyarország kockázati megítélésének javulásából adódóan 2014-re olyan gazdasági környezet alakult ki, amelyben alacsony piaci kockázatok mellett vált végrehajthatóvá a lakossági devizahitelek kivezetése. Ehhez szükség volt a szuverén kockázati felár jelentős mérséklődésére: az 5-éves szuverén CDS 2014 őszi 150–170 bázispont körüli értéke historikus összevetésben is alacsonynak tekinthető.

3.4. Jegybanki mozgástér

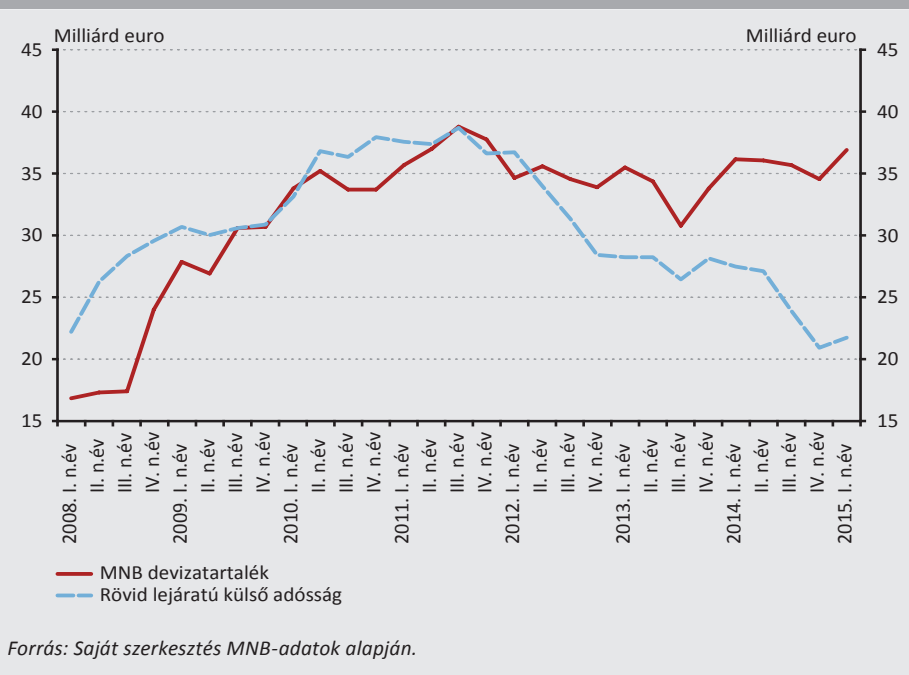
A devizahitelek kivezetése, azaz az elszámolás és a forintosítás egyrészt hatással vannak a banki eredményekre, másrészt pedig jelentősen átalakítják a bankok mérlegeit. A mérleghatásokat tekintve mind az elszámolás, mind pedig a forintosítás abba az irányba hat, hogy csökken a bankok devizakövetelése, és nyílik az árfolyampozíciója, amit a bankok mind működési, mind szabályozási okokból adódóan zárni fognak,¹⁵ amihez devizát kell venniük. A devizahitelek elszámolásának és forintosításának fedezési devizaigénye piaci devizavétel esetén jelentős nyomást gyakorolhatott volna a forint árfolyamára. A rendezett forintosításhoz ezért elengedhetetlen volt, hogy az MNB rendelkezzen a fedezési ügyletekhez szükséges devizamennyiséggel, és azt a bankok rendelkezésére is tudja bocsátani úgy, hogy a devizatartalékok állománya előretekintve se essen a piac és a nemzetközi szervezetek által elvárt szint alá.¹⁶ A tartalékigényt meghatározó külső adósság, illetve kiemelten a rövid lejáratú külső adósság csökkenése révén az MNB tartalék-megfelelése 2014-re érte el azt a szintet, ami lehetővé tette a biztonságos forintosítást (5. ábra).

¹⁴ Erről lásd részletesen: *Baksay et al. (2015)*.

¹⁵ A bankok nem mindegyike zárja ugyan teljesen nyitott pozícióját, a nyitott árfolyam-pozícióknak azonban pótlólagos tőkeigénye van, ami költséges. Másrészt a bankok túlzott kockázatot sem akarnak vállalni az árfolyam tekintetében, ezért is törekszik többségük közel zárt pozícióra.

¹⁶ A modern jegybankok által megjelölt devizatartalék tartási célokról lásd: *Nagy–Palotai (2014)*.

5. ábra
Az MNB devizatartaléka és a rövid lejáratú adósság



3.5. Devizahitel-állomány

A program kivitelezhetősége tekintetében releváns a konvertálandó állomány nagysága is. A devizahitelezés tiltása, a végtörlesztés és a fennálló hitelek normal üzemenet szerinti amortizációja miatt 2014-re a korábbi 19 milliárd eurós csúcstről 9 milliárd euróra csökkent az átváltásra váró deviza-jelzáloghitel állomány. Mindez – a devizatartalékok bővülésével együtt – azt jelentette, hogy arányaiban kevesebb, mindössze 25 százaléknyi devizatartalékot kellett felhasználni a konverzióhoz, szemben a korábbi évek ennél akár nagyságrendekkel nagyobb értékeivel.

A fentiekben felsorolt jogi és gazdasági feltételek 2014-re ugyan nem eliminálták teljes mértékben a forintostítással járó kockázatokat, de olyan szintre szorították azokat, amelyek mellett a konverzió várható nettó társadalmi, jóléti haszna összességében indokoltá tette annak elindítását.¹⁷

¹⁷ Korábban is születtek javaslatok a devizahiteles probléma rendezésére, melyek közül a Surányi György, Tomas Spurny és Barta György nevéhez fűződő 2011-es koncepció kapta a legnagyobb publicitást. Bár az általuk kidolgozott csomag több releváns problémára tartalmazott megoldási javaslatot, de a fentebb említett feltételek hiánya miatt jelentős kockázatokkal járt volna. Ezek közül a szerzők is kiemelték a jegybanki devizatartalék nem elégséges szintjét, de nem tértek ki több más kockázatra, melyek közül talán a lakossági devizahitel-szerződések egységes jogi megítélésének hiánya emelendő ki. A szerződések jogszerűségére vonatkozó társadalmi konszenzus hiányában bármilyen forintostítási program azzal a kockázattal járt volna, hogy esetleges későbbi bírósági ítéletek nyomán a rendezés „igazságossága” utólag megkérdőjeleződik, ami végső soron a megoldás véglegességét ássa alá.

4. A lakossági devizahitelek kivezetését támogató jegybanki devizaeladási program

A forintosítás esetében elválnak egymástól a jogi és a közgazdasági konverzió. Jogi értelemben akkor történik meg a devizanemváltás, amikor a bank a korábban devizában nyilvántartott hitelt immár forinthatelként tartja nyilván a könyveiben. Közgazdasági értelemben ugyanakkor egy fix árfolyamon rögzített devizahitel is forinthatelnek tekinthető, hiszen az állomány ezt követően forinthatelként „viselkedik” (kiemelten abban a tekintetben, hogy nem hat az állomány nagyságára a devizaárfolyam változása). Közgazdasági értelemben a forintosítás a kormány és a bankok közötti megállapodás 2014. november 9-ei aláírásával, illetve a konverziós árfolyamok ebben történt rögzítésével, valamint az ezt követő fedezéssel történt meg, míg jogi értelemben 2015. március 31-ig kellett a bankoknak könyveiken átvezetni a konverziót.

4.1. A devizahitelek kivezetéséből adódó fedezési igény

A banki adottságok, illetve a követett üzletpolitika eltérése miatt többféle finanszírozási és devizapozíció-fedezési modell alakult ki a magyar bankrendszerben. Tipizálva és sematikus megközelítésben az alábbi két alapmodellt lehet azonosítani. (i) Devizaforrásból finanszírozott devizahitelezés (mérlegen belül fedezett devizapozíció); (ii) forintforrásból finanszírozott devizahitelezés (devizapozíció fedezése devizaswappal).

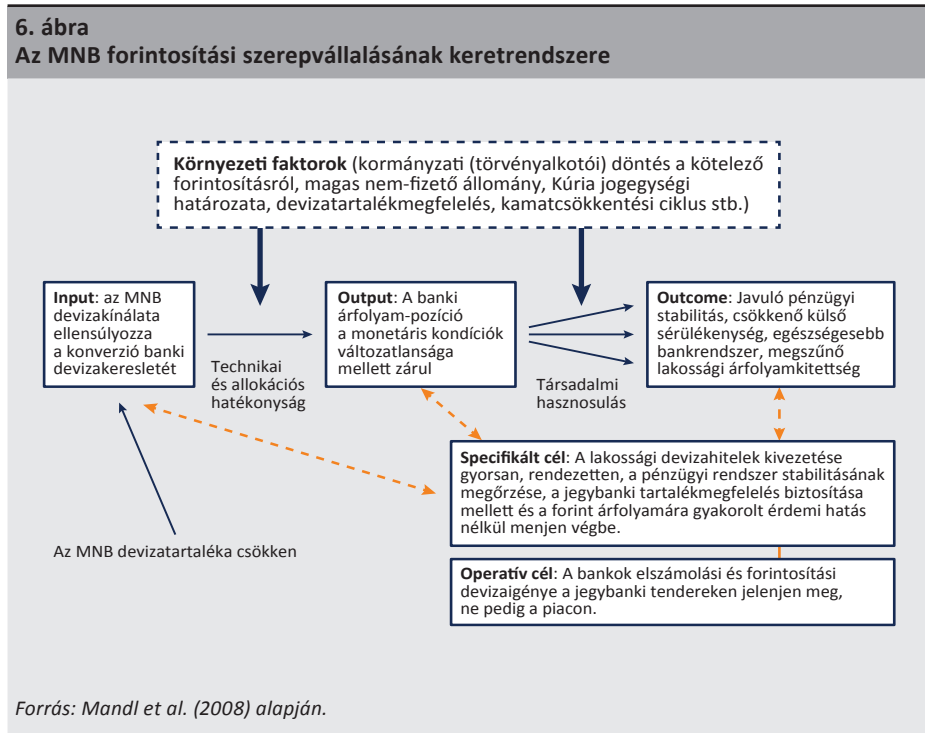
„Vegyztisztán” a fenti banki prototípusok egyike sem létezik, a bankok a finanszírozási és fedezési modellek keverékét alkalmazzák. Ezzel együtt vannak bankok, amelyek inkább az egyik, illetve inkább a másik modell mellett köteleződtek el. Az elszámolásra és a forintosításra a bank a követett finanszírozási modelltől függetlenül kinyíló árfolyam-pozíciójának zárásával reagál. Ez a devizahitelezési modelltől és a felmerülő költségektől függően vagy devizaforrások visszafizetését, vagy pedig devizaswappok lezárását jelenti. Mind a két megoldás devizaigényt jelent, azaz növeli a devizakeresletet, ami piaci vásárlás esetén a program nagyságrendjénél fogva árfolyamhatással és így a monetáris kondíciók érdemi megváltozásával járt volna.

A devizaalapú lakossági jelzáloghitelek forintosításából adódó, nagyságrendileg 10 milliárd eurós, azaz 3000 milliárd forintos devizakereslet piacra áramlása jelentős forintgyengülést válthatott volna ki. Ilyen mértékű koncentrált forint-eladásra még nem volt példa, de az mindenképp irányadó, hogy *Kiss M. és Molnár (2012)* alapján 2008-ban két hónap alatt 2000 milliárd forinttal csökkent a külföldi szereplők forintpozíciója, ami nagyságrendileg 30 százalékos forintgyengülést jelentett. A forintosítási devizakereslet piacon való megjelenése ennél nagyobb árfolyamgyengüléssel is járhatott volna, hiszen nagyobb volt a volumen, koncentráltabb volt a kereslet

és a belföldi eladások a külföldi szereplőkből is hasonló reakciót válthattak volna ki, felerősítve ezzel a gyengülést, amiből adódóan a 30 százalékos potenciális árfolyamesés leginkább egy optimista alsó becslésnek tekinthető. Mindez abba az irányba mutatott, hogy szükség van egy jegybanki devizaeladási programban testet öltő közpolitikai beavatkozásra. Az MNB programjának kialakítása mellett szólt az is, hogy a jegybanktörvény pénzügyi stabilitási feladatot szab az MNB számára, azaz amennyiben a program nem veszélyezteti az elsődleges (árstabilitási) célt, akkor a jegybanknak „szerepet szükséges vállalnia a devizahitelek rendezett kivezetésében, az elszámolás és a forintosítás lebonyolításában.”¹⁸

4.2. Az MNB szerepvállalásának keretrendszere és formája

A közpolitikai intézkedések hatékonyságával kapcsolatban *Mandl és szerzőtársai* (2008) koncepcionális modellje alapján el kell különíteni egymástól a rövidebb távon jelentkező és inkább technikai célokat (kimenet), a hosszabb távon jelentkező és beágyazottabb társadalmi folyamatokra vonatkozó célkitűzéseket (eredmény),



¹⁸ Magyar Nemzeti Bank: A Magyar Nemzeti Bank biztosítja a lakossági devizahitelek kivezetéséhez szükséges devizát a bankrendszer számára. Közlemény. 2014. szeptember 24.

illetve fenti kategóriák közötti kapcsolatot megtestesítő hatékonyságot és társadalmi hatást (hasznosulást). Mind a kimenetek, mind az eredmények tekintetében kiemelt jelentősége lehet olyan tényezőknél, amire az adott programoknak nincs hatása (környezeti faktorok). Az MNB forintosítási programja a fenti modellbe az alábbi módon illeszthető.

Az MNB devizakínálata a jegybanki program input-tényezőjének tekinthető, ami az MNB devizatartalék-megfelelésének függvénye. A program révén a bankok devizához jutnak, ezzel zárják a lakossági devizahitelek kivezetése miatt nyíló árfolyampozíciójukat, ez pedig társadalmi szinten a pénzügyi stabilitás erősödésével, a külső sérülékenységgel csökkenésével, a banki mérlegek egészségesebbé válásával, illetve a lakossági árfolyamkitettséggel megszűnésével hasznosul. A fenti folyamatra hatással vannak a környezeti faktorok, azaz mindenekelőtt az, hogy mindez milyen gazdasági, jogi és társadalmi közegben játszódik le, valamint hogy ebből adódóan az egyes érintett szereplők – kiemelten a bankok – miképp reagálnak.

Nem evidens és intuitív ugyanakkor, hogy milyen eszközzel indokolt a jegybanki célok elérése. Az MNB azt rögzítette, hogy a program célja, hogy a „lakossági devizahitelek kivezetése gyorsan, rendezetten, a pénzügyi rendszer stabilitásának megőrzése mellett és a forint árfolyamára gyakorolt érdemi hatás nélkül menjen végbe”,¹⁹ ami azt jelenti, hogy a fenti szempontok alapján szükséges a jegybanki eszközök kiválasztása és kialakítása. Az MNB ezen felül kikötötte, hogy a jegybanki tartalékmegfelelést a program folyamán is folyamatosan biztosítani kell. A jegybanknak lehetősége van közvetlen devizapiaci beavatkozásra a nem kívánt és indokolt árfolyammozgások megakadályozására, de ebben az esetben nem lett volna biztosított a folyamat rendezettsége. Interveniálás esetén az sem garantált, hogy csak a jegybanki célnak megfelelően kerül sor a jegybanki deviza felhasználására. A teljesen a bankok azonnali, diszkrecionális döntésére bízott, azaz nem koordinált jegybanki deviza-eladási tenderek esetében ugyan a céltól eltérő felhasználás nem reális lehetőség, de a stabilitás tekintetében figyelembe kell venni, hogy az egyedi banki stratégiák miatt érdemi devizakereslet jelenhet meg a devizapiacra, ami a jegybanki program hatékonyságát nagyban ronthatja és nem szándékolt következményekkel járhat. A koordinált jegybanki tenderek esetében elméleti szinten is biztosított, hogy a deviza csak a jegybanki célok érdekében vehető igénybe, illetve kizárható annak lehetősége is, hogy az egyes bankok a piacon szerezzék be a szükséges devizát, így ez a jegybanki szerepvállalási forma megfelelő feltételeket nyújt az MNB deklarált céljainak eléréséhez.

¹⁹ Magyar Nemzeti Bank: A Magyar Nemzeti Bank biztosítja a lakossági devizahitelek kivezetéséhez szükséges devizát a bankrendszer számára. Közlemény, 2014. szeptember 24.

4.3. A koordinált jegybanki devizaeladási program paramétereit

A következő fejezet a jegybank koordinált devizaeladási programjának elemeit ismerteti. Az egyes paraméterek a jegybanki (specifikált és operatív) célokhoz való kapcsolódásukkal kerülnek bemutatásra.

Közgazdasági adottságként ismerjük el, hogy a devizahitelek forintosítása és a bankok fedezési igényének jelentkezése elválik egymástól, hiszen az utóbbi a konverziós árfolyam ismertté válásakor azonnal jelentkezik, miközben a tényleges forintosításra ettől eltérő időben is sor kerülhet. A fedezési igény jelentkezése és a jegybanki devizatartalék kapcsolódó felhasználása ugyancsak elválik egymástól, hiszen az árfolyampozíció megváltozása és a deviza felhasználása, azaz a devizaforrások visszafizetése, illetve a swapok zárása időben nem feltétlenül esik egybe. A fentiekből adódóan az elszámoláshoz és a forintosításhoz kapcsolódó devizaigény évekre elnyújtva és fokozatosan jelentkezik, azaz a tartalékfelhasználás sem feltétlenül koncentrált.

Az MNB mindkét euróeladási eszköz esetében fixáras²⁰ tendert hirdetett meg a banki limitek figyelembe vételével. Az MNB eurót bocsátott a bankok rendelkezésére, az euró és a svájci frank közötti árfolyamkockázatot a bankoknak kellett fedeznie.²¹ A következő táblázat a jegybanki program paramétereit a deklarált jegybanki célokhoz illesztve mutatja be (1. táblázat).

²⁰ Az árazásban több megközelítés nyújthat támpontot. Indokolt figyelembe venni az FX-swapok arbitrázsmentes sávját, illetve hogy a lejáratú prémium miatt a hosszú források jellemzően magasabb kamattal mellett állnak rendelkezésre, így azok fenntartása és az olcsóbb rövid források visszafizetése a bank számára költségesebb finanszírozási struktúrát jelent, mint ha a hosszú forrásokat törlesztené elő.

²¹ Az elszámolási szakaszt 2014. szeptember 23-án hirdette meg a jegybank, a forintosítási szakaszt pedig az elszámolási program kiterjesztésével kezelte az MNB. Ez utóbbiról 2014. november 4-i ülésén döntött a Monetáris Tanács.

²² A bankok rövid külső adósságának csökkentését korlátozhatják exogén tényezők (bizonyos ügyfélbetétek, a derivatív ügyletekhez kapcsolódó margin számlák), illetve a rövid külső adósság előtörlesztésének nehézségei.

²³ *Magyar Nemzeti Bank (2015).*

²⁴ A forintosítási tenderek két szempontból jelentettek újdonságot az elszámoláshoz képest: (i) a forintosítás jellegénél fogva jóval nagyobb devizakeresletet támasztott, mint az elszámolás, (ii) a fedezési igény jóval koncentráltabban jelentkezett, mint az elszámolás esetében. Ez utóbbi abból adódott, hogy az elszámolásnál a jogi eltérésekből és a számviteli elszámolások eltérő értelmezéséből adódóan a banki devizaigény megjelenése nem egy időben történt minden banknál, míg a forintosításánál a konverziós árfolyam bejelentéskor azonnal kinyíltak a banki devizapozíciók, és felmerült a fedezési igény.

²⁵ A szerződést minden jelentős fogyasztói deviza- és deviza alapú jelzáloghitelekkel rendelkező bank aláírta. Mindebből adódóan egyetlen bank számára sem volt adott a lehetőség a piaci konverzióra és így az esetleges indokolatlan előnyszerzésre.

²⁶ A forintosítási szakaszban az MNB a két devizaeladási eszközre együttesen érvényes, összevont keretösszeget határozott meg, míg az elszámolásban külön-külön érvényes limitek kerültek rögzítésre. A feltétel nélküli eszköz esetében az MNB a 2016-2017-es futamidők mellett korlátozott mértékben ugyan, de egyes 2015-ös futamidőkre is meghirdetette az eszközt, ami a devizahiteleiket rövid lejáratú deviza-swapokkal finanszírozó bankok számára jelenthetett kedvezőbb lehetőséget.

²⁷ Selected Decisions and Resolutions of the International Monetary Fund.

²⁸ Az MCP-t az IMF 1981. március 20-i 6790-(81/43) számú döntése definiálja: „egy tagnak vagy a tag pénzügyi ügynökének az olyan intézkedése, amelyből fakadóan a tag devizája és egy másik tag devizája közti azonnali devizaügyletek vételi és eladási árfolyama közti eltérés 2 százalék fölé tágu, MCP-nek minősül, és az Alap előzetes engedélyét igényli.”

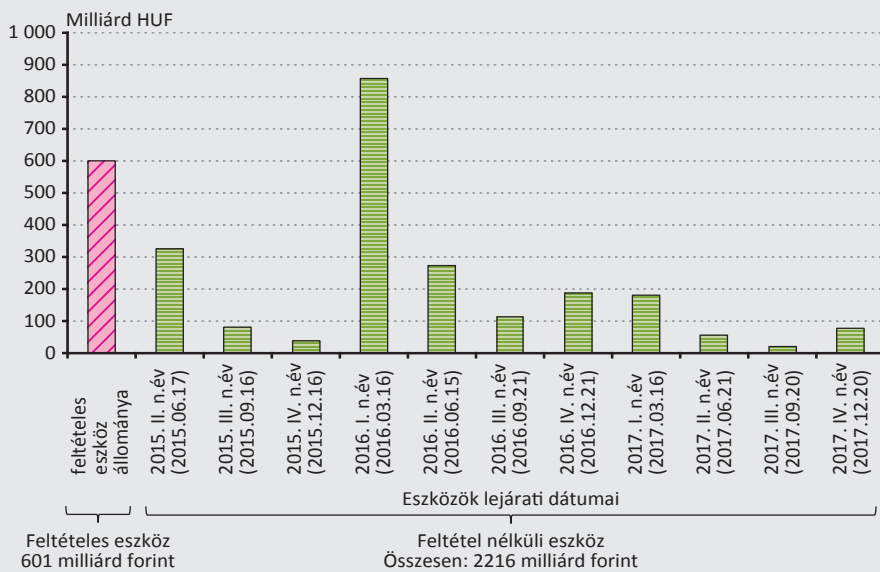
1. táblázat	
A jegybanki deviza-eladási program paraméterei és az MNB deklarált céljai	
Specifikált jegybanki célok	Az MNB elszámolási és forintosítási deviza-eladási tendereinek paraméterei
Gyorsaság	<p>A lakossági devizahitelek kivezetésének ütemezése alapvetően annak függvénye, hogy milyen gyorsan képes a jegybank a szükséges devizát rendelkezésre bocsátani. Ez a jegybanki tartalékmegfeleléstől függ, így a program kiemelt feltétele volt, hogy az MNB 2014 őszére érdemi tartalékmozgástérrel rendelkezzen.</p> <p>A jegybanki devizatartalék-megfelelés tekintetében jelentősége van a banki alkalmazkodásnak, hiszen a bankok kooperatív magatartása esetén a tartalékigény is csökkenhet. A jegybanki eszköztár egyes elemei érdekllett teszik a bankokat a devizatartalék-igényt alapjaiban meghatározó rövid külső adósság csökkentésében, illetve amennyiben ennek nem tudnak eleget tenni,²² akkor csak időben elnyújtva juthatnak a devizához. Ezt figyelembe véve két jegybanki eszközt vezetett be az MNB:²³ (i) rövid külső adósság csökkentési feltételhez kötött eszköz, (ii) hosszabb futamidejű, feltétel nélküli eszköz.</p> <p>A feltételes eszköz esetében a bankoknak legalább a kapott deviza 50 százalékának megfelelő mértékben kell csökkenteniük rövid lejáratú külső adósságukat. A devizaliquiditást a bankok a rövid adósság visszafizetéséig az MNB-nél rövid swap-ügyletekben görgetik, így az adott összeg a tényleges felhasználásig a jegybanknál marad.</p> <p>A feltétel nélküli eszköz egy devizapiaci spot euró eladási ügylet és egy devizaswap (jellemzően CIRS) kombinációja, ami elsősorban azon bankoknak nyújt fedezési lehetőséget, amelyek hosszú swap-ügyletekre, vagy hosszú adósságra épülő finanszírozási szerkezetükből adódóan nem tudják rövid lejáratú külső adósságukat csökkenteni. Az elszámolási szakaszban a feltétel nélküli ügylet keretében történő deviza-eladás esetében a devizaliquiditás csak éven túli lejáratokon állt a bankok rendelkezésre, majd a tartalékmozgástér javulásával a forintosítási tendereknél három 2015-ös lejaratot is meghirdetett az MNB (a lejáratok rövidege miatt ezekben az esetekben FXswapokat kötött a jegybank és a banki igénybevétel is korlátozva volt).</p> <p>Mind a két eszköz támogatja a tartalékmegfelelést. A feltételes eszköz esetén a devizatartalék rövid távon csökken, ugyanakkor a rövid lejáratú külső adósság visszafizetésén keresztül mérséklődik az MNB tartalékigénye is, így bővül a jegybank mozgáster. A feltétel nélküli eszköz rövid távon nem csökkenti a devizatartalékot, a tartalék felhasználására – a bankok igényeihez igazodva – időben elnyújtva kerül sor.</p>
Rendezettség	<p>A program időzítése</p> <p>Az MNB 2014. szeptember 23-án, azaz két hónappal a 2014. november 25-én elfogadott forintosítási törvény előtt döntött arról, hogy a bankrendszer számára biztosítja a lakossági devizahitelek kivezetéséhez – ennek részeként az elszámoláshoz és a forintosításhoz – szükséges deviza mennyiségét. A jegybanki döntés révén a bankok tudhatták, hogy nem kell a piacon fedezniük az elszámolásból és a forintosításból adódó devizaigényüket, hiszen azt rendezett formában az MNB-nél is megtehetik.</p> <p>Formális megállapodások</p> <p>A banki felhasználás maximális mértékét az MNB már az elszámolással kapcsolatban is rögzítette a bankokkal való egyeztetéseken, de a forintosítási tendereken való részvételről 2014. november 7-én a jegybank minden érintett partnerbankkal formális szerződést is kötött.²⁴ Az MNB vállalta, hogy a partnerkörébe tartozó hitelintézetek számára biztosítja a forintosításhoz kapcsolódó fedezési ügyletek teljes devizaigényét. A hitelintézetek vállalták, hogy minden fedezeti ügyletekhez szükséges devizaigényüket a jegybanktól szerzik be a devizapiaci helyett.²⁵ 2014. november 7-én az MNB és a Magyar Bankszövetség is megállapodást kötött, amely szabályozta a forintosításhoz kapcsolódó ügyletek legfontosabb üzleti feltételeit.</p> <p>Eszközök paraméterei</p> <p>A devizanyújtó eszközök paraméterei (elsősorban lejárata) illeszkednek a bankok lejáratú szerkezetéhez, az alkalmazott finanszírozási modellekhez, illetve a fedezési eszközök jellegzetességeihez, ami rugalmasságot eredményezett, és ezzel érdekelte tette a bankokat a részvételben. A forintosítási szakaszban a tartalékmozgástér javulása miatt az MNB módosította deviza-eladási eszközeinek feltételeit, amivel nőtt az eszközök rugalmassága.²⁶</p>
Pénzügyi stabilitás, árfolyamsemlegesség	<p>Az árfolyam szempontjából semleges konverzió jegyében a spot deviza-eladás az ajánlatok beadásának időpontjában érvényes MNB hivatalos EUR/HUF árfolyamon történt. Ez összhangban van a Nemzetközi Valutaalap vonatkozó rendelkezésével²⁷, aminek értelmében az IMF tagjai számára tilos ún. többszörös devizagyakorlatot (multiplecurrency practice, MCP) alkalmazni az IMF engedélye nélkül.²⁸ Az MNB programja a lakossági devizaalapú jelzáloghitelek kivezetéséhez szükséges teljes devizamennyiséget biztosította, azaz banki oldalról nem volt szükség piaci devizavásárlásra, ami a pénzügyi stabilitást erősítette.</p>

4.4. A jegybanki devizaeladási program és a bankrendszer likviditása

A lakossági devizahitelek kivezetéséhez kapcsolódó jegybanki programok során a bankrendszer az MNB-nél tartott forintlikviditásért tud devizát vásárolni. A devizahiteles rendezésnek ezért egyrészt feltétele, hogy a bankok rendelkezzenek a szükséges forintlikviditással, másrészt pedig fontos, hogy az elszámolási és forintosítási swapok lejáratát után se csökkenjen egy kritikus szint alá a bankrendszer likviditása, hiszen az szükséges a banki működéshez és alapvető feltétele a hitelezésnek is.

A lakossági devizahitelek kivezetésének likviditási feltételei 2014 őszén egyértelműen adottak voltak, ugyanis bár egyedi banki szinten voltak eltérések, de a magyar bankrendszer egészének forintlikviditási többlete érdemben meghaladta az elszámoláshoz és forintosításhoz kapcsolódó likviditási igényt.²⁹ Az MNB irányadó instrumentumában 2014 őszén jellemzően 4800–5100 milliárd forintot tartottak a bankok, míg a devizahiteles kivezetés forintigénye nagyságrendileg 2800 milliárd forintra tehető, amihez a devizafelhasználás időbeli porlasztása miatt hozzá kell adni azt is, hogy a bankrendszer likviditása strukturálisan évről-évre nő (kiemelten az EU-források beáramlása és a Növekedési Hitelprogram miatt).

7. ábra
Az MNB devizatenderein allokált devizaállomány forintértéke eszköz és lejárat szerinti bontásban



Forrás: Saját szerkesztés MNB-adatok alapján.

²⁹ A bankrendszeri likviditás mértékének azért van jelentősége, mert jól működő bankközi piacokat feltételezve ebből az esetleges egyedi banki likviditási problémák kezelésének lehetősége is adódik.

A jegybanki devizeladási eszközök feltételrendszeréből adódóan a forintlikviditás csökkenése fokozatos lesz, ily módon a piaci hatások limitáltak lehetnek. Ezzel együtt indokolt figyelemmel lenni a banki alkalmazkodás lehetséges csatornáira, hiszen a kapcsolódó deviza-swapok lejáratokor³⁰ (7. ábra) jelentősen átalakul a bankrendszer likviditási struktúrája, és az alkalmazkodás az egyéb piacokat, például az állampapírpiacon is érintheti.³¹

4.5. A jegybanki tenderek eredményei

A jegybank az elszámolási szakasz első tenderét 2014. október 13-án tartotta, a forintosítási szakasz tenderei pedig 2014. november 10-én kezdődtek. Az MNB összesen 12 tendert tartott, melyeken nagy koncentráció mellett több mint 9,1 milliárd eurót adott el a bankoknak (2. táblázat).

2. táblázat					
Az elszámolási és forintosítási tenderek eredményei					
Elszámoláshoz és forintosításhoz kapcsolódó jegybanki eszközök igénybevétele (millió euróban)					
Tender dátuma	Elszámoláshoz kapcsolódó eszközök		Forintosításhoz kapcsolódó eszközök		Összesen
	Feltételes eszköz	Feltétel nélküli eszköz	Feltételes eszköz	Feltétel nélküli eszköz	
2014.10.13.	230	750	–	–	980
2014.10.20.	0	0	–	–	0
2014.10.27.	0	0	–	–	0
2014.11.03.	13	0	–	–	13
2014.11.10.	0	0	1627	6207	7834
2014.11.11.	–	–	28	32	60
2014.11.17.	0	0	–	–	0
2014.11.24.	0	0	–	–	0
2014.12.01.	0	0	–	–	0
2014.12.08.	50	38	–	–	88
2014.12.22.	–	–	–	50	50
2015.01.23.	–	–	–	102	102
Összesen:	293	788	1655	6391	9127

"–": az eszközből adott napon került sor tenderre
 Forrás: Saját szerkesztés MNB–adatok alapján.

³⁰ Az MNB 2015. márciusban bejelentette, hogy lehetővé teszi a lakossági devizahitelek kivezetéséhez kapcsolódóan kötött banki deviza-swap ügyletek lejárat előtti, részleges lezárását, amit az tett lehetővé, hogy 2014 ősze óta nőtt a jegybank devizatartalék-mozgástere. Forrás: Magyar Nemzeti Bank: A bankok hamarabb elvihetik a lakossági devizahitelek kivezetéséhez vásárolt deviza egy részét. Közlemény, 2015. március 30.

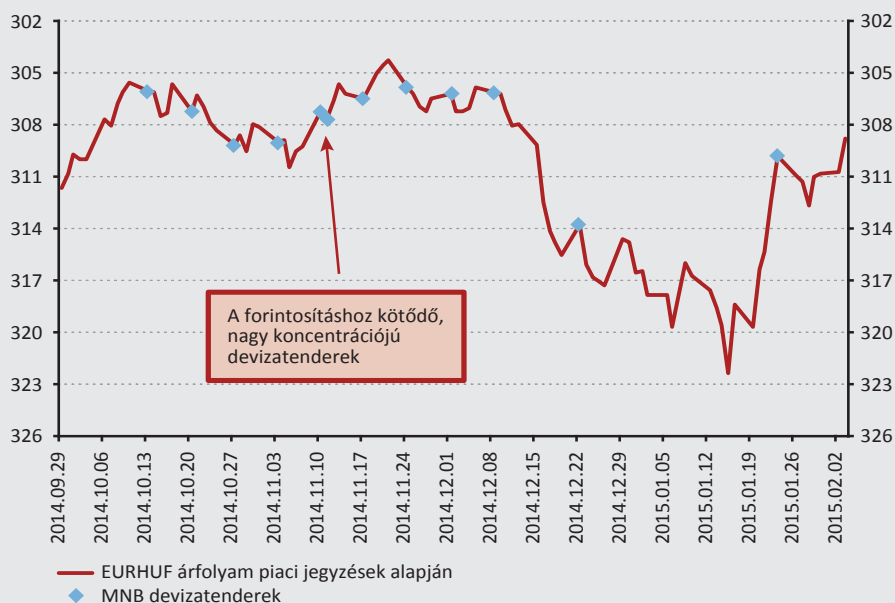
³¹ Erről részletesen lásd: Hoffmann et al. (2014).

A bankrendszer fogyasztói deviza- és deviza alapú jelzáloghitel-állománya az elszámolás előtt 10,8 milliárd eurót tett ki, ami az elszámolás után nagyságrendileg 9 milliárd euróra csökkent. A konverziós igény azonban kisebb volt ennél, ezt az állományi számot ugyanis korrigálni szükséges, egyrésztől az érintett hitelállomány mögötti több mint 1,5 milliárd eurós elszámolt értékvesztéssel, valamint az ebből az elszámolások miatt felszabadított értékkel (0,4–0,6 milliárd euró). A bankok forintosításhoz kapcsolódó fedezeti igénye így 8 milliárd euró körüli összegre volt tehető.³² Összességében tehát (i) az MNB forintosítási tenderein allokált 8 milliárd euróval a bankok a forintosítást gyakorlatilag teljes egészében az MNB-nél fedezték le, (ii) az MNB az árfolyamrésszel, illetve az egyoldalú kamat- vagy kamatfelár-emeléssel kapcsolatos banki elszámolások fedezéséhez 1 milliárd eurót allokált a bankrendszerbe, ami feltehetően valamivel kisebb volt a teljes elszámolási fedezésnél.

Összességében a jegybanki devizaadási program lefedte a lakossági devizahitelek kivezetéséhez kapcsolódó banki devizaigényt, amit a devizaállományi adatok és az eladott jegybanki devizamennyiség egymásnak való megfeleltethetősége mellett az is alátámaszt, hogy a folyamat nem járt érdemi árfolyamhatással. Az elszámolás és a forintosításhoz szükséges deviza jelentős árfolyamgyengülést okozott volna piaci

8. ábra

A forintárfolyam alakulása és a jegybanki devizatenderek



Forrás: Saját szerkesztés MNB-adatok alapján.

³² Magyar Nemzeti Bank: Sikeres volt az MNB devizaadási tendere, a bankok szinte teljes egészében fedezték a forintosítást. Közlemény, 2014. november 10.

devizavásárlás esetén, amire az árfolyam adatok alapján nem került sor. A devizatenderes napokon az árfolyam mozgása nem tért el a „szokásostól”, sem a volatilitás nagysága, sem az elmozdulás jellemző iránya tekintetében, ami ugyancsak azt mutatja, hogy a banki devizaigény a jegybankban csapódott le (8. ábra).

4. Összegzés

2014-ben sor került a lakossági deviza-jelzáloghitelek kivezetésére, amit a jogszabályi háttér megváltozása, a jegybanki mozgástér bővülése, a kockázati felárak csökkenése, a devizahitel-állomány mérséklődése és a kamatok csökkenése tett lehetővé. Az elszámolás és különösen a forintosítás jelentős banki devizakeresletet generált, amit a jegybank a devizaeladási programján keresztül elégített ki.

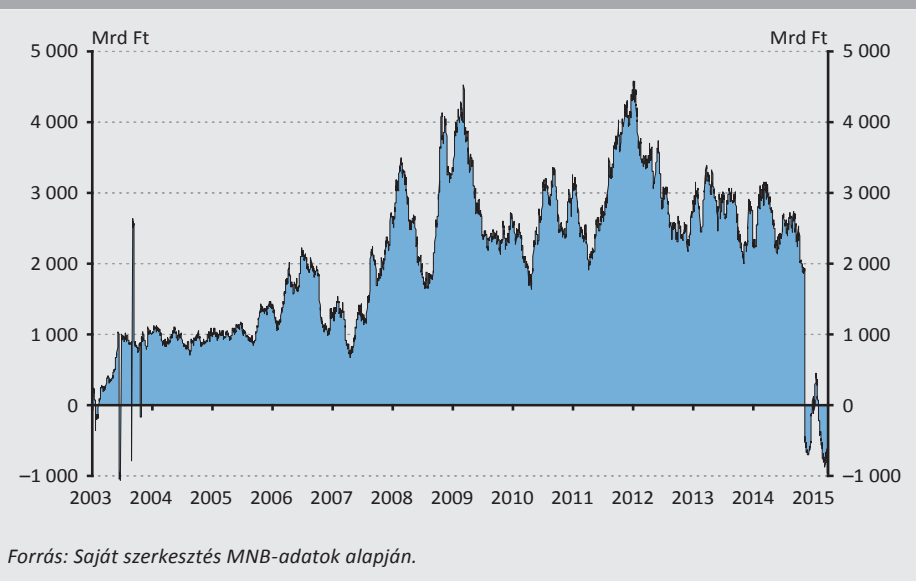
Mivel a lakossági devizahitelezés nem pusztán a háztartási szektor pénzügyi helyzetére nézve jelentett kockázatot, hanem a pénzügyi rendszer, valamint a magyar gazdaság egészére, a devizában denominált jelzáloghitelek kivezetése sem csak a családok pénzügyi pozícióját, árfolyamkitettséjét érinti.³³ A háztartásoknál a forintosítás közvetlenül azt eredményezi, hogy nettó vagyonukat és a hónapról hónapra elkölthető jövedelmüket az árfolyam ingadozásai többé nem befolyásolják, vagyis megszabadulnak az árfolyamkockázattól. Az elszámolás és az „etikus bankrendszer” szabályozás is abba az irányba hat, hogy a háztartásoknak alacsonyabb és kiszámíthatóbb lesz a törlesztési terhük, ami javíthatja fogyasztási és beruházási kedvüket.

A forintosítás összességében a bankrendszer stabilitására pozitív hatással van. Az MNB és az érintett bankok közötti euróeladási tranzakciók következtében a bankrendszer nettó deviza-swap kitettsége gyakorlatilag eltűnt: a korábban jellemzően 2–3000 milliárd forintos állomány az év végére gyakorlatilag lenullázódott (9. ábra), ugyanis a külföld felé fennálló pozíciót teljes egészében lefedezi az MNB-vel szembeni, ellentétes irányú állomány. A forintosítás a rövid külföldi forrásokat is mérsékelheti, ami a megújítási kockázat csökkenését jelenti. Január elsejétől a törlesztési árfolyam rögzítésével az érintett devizahiteleken a hitelkockázat csökkent, ami középtávon javítja a bankok hitelportfóliójának minőségét, és csökkenti a tőke megfelelési mutató érzékenységét az árfolyammozgásokra.

A devizahitelek rendezésének másik két fontos eleme, az elszámolás és a „fair” bankolás szabályozási keretrendszerének lefektetése közvetlenül és rövid távon minden bizonnyal negatív hatást gyakorolt és gyakorol a bankrendszer jövedelmezőségére, tőkeakkumulációs képességére, amit a teljes „csomag” egyenlegének megvonásakor indokolt figyelembe venni. Fontos ugyanakkor látni, hogy az elszámolás tartalmában *jogi* intézkedés, azaz nem tekinthető *gazdaságpolitikai* lépésnek, vagyis a bankok semmilyen rendezés esetén nem spórolhatták volna meg a kapcsolódó költségeket.

³³ A lakossági devizahitelezés megszüntetéséről részletesen lásd: *Erhart et al. (2015)*.

9. ábra
A bankrendszer nettó swap-állományának alakulása 2003 és 2015 között



A kamatszintek „tiszteséges” szintre történő mérséklése és a kamatváltoztatások átláthatóságának biztosítása – a fennálló szerződésekre vonatkozóan is – *ceteris paribus* középtávon a hitelintézetek érdekeit is szolgálhatja az ügyfelek bizalmának visszanyerése által, így összességében a lakossági devizahitelek problémáját rendező csomag közvetlenül és közvetve is pozitívan hathat a pénzügyi közvetítésre.

A bankrendszer és ezen keresztül a teljes pénzügyi rendszer erősödése csökkenti Magyarország kockázati felárát, ami a bankok és a költségvetés finanszírozási költségeire egyaránt kedvező hatást gyakorol. Az állampapír-piaci hozamcsökkenés az állam kamatkiadásait mérsékli, ami az államadósság gyorsabb csökkentését, és/vagy a gazdaság nagyobb mértékű élénkítését teszi lehetővé a fiskális politika számára. A forintosítás javítja a monetáris politika transzmissziójának hatékonyságát, növeli a jegybank mozgásterét. A pénzügyi stabilitási kockázatok csökkenése miatt az árfolyam piaci mozgásai ismét a hagyományos csatornákon hatnak a reálgazdaságra és az inflációra, vagyis az átmeneti erősödéseknek, gyengüléseknek csökken a hatásuk, így a jegybank kamatpolitikája is egyre inkább a hosszú távú trendekre tud fókuszálni. A devizahitelek problémájának rendezése összességében tehát mind közvetlenül, mind áttételes csatornákon keresztül erősíti a pénzügyi rendszert, és fenntartható módon támogatja a gazdasági növekedést.

Felhasznált irodalom

- Állami Számvevőszék (2013): *Felmérés a felsőoktatásban tanuló fiatalok pénzügyi kultúrájáról*. Kutatási jelentés.
- Asztalos László György (2013): *A devizahitelek gazdaságot erősítő kezelése*. Január 21. Budapest http://www.mkt.hu/docs/2013-10-29-15-47-12-ALGY_Devizahitelezes.pdf
- Baksay Gergely – Palotai Dániel – Szalai Ákos (2015): *Az államadósság alakulása nemzetközi összehasonlításban és az alacsony infláció hatása*. MNB szakmai cikk. Március.
- Banai Ádám – Király Júlia – Nagy Márton (2011): *Home High Above and Home Deep Down Below – Lending in Hungary World Bank*, WPS5836.
- Barta György – Spurny, Tomas – Surányi György (2011): *Radikális terv a lakossági devizahitelek kezelésére*. Figyelő, http://fn.hir24.hu/gazdasag/2011/04/06/egy_radikalis_terv_lakossagi (letöltés dátuma: 2015.06.20.).
- Basso, H.S. – Calvo-Gonzalez, O. – Jurgilas, M. (2007): *Financial dollarization – The role of banks and interest rates*, Working Paper Series 748, European Central Bank.
- Beer, Ch. – Ongena, S. – Peter, M. (2010): *Borrowing in foreign currency: Austrian households as carry traders*. Journal of Banking & Finance, Elsevier, 34(9), pp. 2198–2211.
- Bethlendi András – Czeti Tamás – Krekó Judit – Nagy Márton – Palotai Dániel (2005): *A magánszektor devizahitelezésének mozgatórugói*, Magyar Nemzeti Bank, Háttér tanulmányok, HT Nr. 2.
- Bethlendi András (2011): *Policy Measures and Failures on Foreign Currency Household Lending in Central and Eastern Europe*. Acta Oeconomica, 61(2), pp. 193–223.
- Bethlendi András (2012): *Az elégtelen felügyeleti együttműködés és a devizahiteles válság*. Pénzügyi Szemle Online, Január 24.
- Bethlendi András – Fáykiss Péter – Gyura Gábor – Szombati Anikó (2015): *A Magyar Állam mikroprudenciális és makroprudenciális szabályozásának és ellenőrzésének jellemzői a devizahitelezés területén*. A folyamat hiányosságainak bemutatása. Fogyasztóvédelmi anomáliák. In: Lentner Csaba (Szerk.): *A Devizahitelezés nagy kézikönyve*, Nemzeti Közszerkesztési Tankönyvkiadó, Budapest.
- Brown, M. – De Haas, R. – Sokolov, V. (2013): *Regional inflation and financial dollarisation*, Working Papers 163, European Bank for Reconstruction and Development, Office of the Chief Economist.

- Brown, M. – Kirschenmann, K. – Ongena, S. (2014): *Bank Funding, Securitization, and Loan Terms: Evidence from Foreign Currency Lending*, Journal of Money, Credit and Banking, Blackwell Publishing, 46(7), pp. 1501–1534.
- Cuaresma, J. C. – Fidrmuc, J. – Hake, M. (2011): *Determinants of Foreign Currency Loans in CESEE Countries: A Meta-Analysis, Focus on European Economic Integration*, Oesterreichische Nationalbank (Austrian Central Bank), Issue 4, pp. 69–87.
- Csajbók Attila – Hudecz András – Tamási Bálint (2010): *Foreign currency borrowing of house holds in new EU member states* – MNB Occasional Papers 87.
- Csávás Csaba – Koroknai Péter (2014): *Visszanyerni az egyensúlyt: Hol tartunk most?* MNB, 2014. március 4.
- Erhart Szilárd – Kékesi Zsuzsa – Koroknai Péter – Kóczyán Balázs – Matolcsy György – Palotai Dániel – Sisak Balázs (2015): *A devizahitelezés makrogazdasági hatásai és a gazdaságpolitika válasza*. In: Lentner Csaba (Szerk.): *A Devizahitelezés nagy kézikönyve*, Nemzeti Közsolgálati Tankönyvkiadó, Budapest, pp. 121–158.
- Hoffmann Mihály – Kolozsi Pál Péter – Nagy Márton (2014): *A forintosítás időben elnyújtva csökkenti a jegybank mérlegét és így a forintlikviditást*. MNB szakmai cikk. December.
- Holló Dániel (2012): *A system-wide financial stress indicator for the Hungarian financial system*, Magyar Nemzeti Bank, MNB-tanulmányok, OP 105.
- Hudecz András (2012): *Párhuzamos történetek – A lakossági devizahitelezés kialakulása és kezelése Lengyelországban, Romániában és Magyarországon*, Közgazdasági Szemle LIX. évfolyam, Április.
- Ize, A. (2005): *Financial Dollarization Equilibria: A Framework for Policy Analysis*, IMF Working Papers 05/186, International Monetary Fund.
- Kiss M. Norbert – Molnár Zoltán (2012): *Hogyan hatnak a devizapiaci szereplők a forintárfolyamra?* MNB Szemle. Február. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu-msz-201202/kissm-molnar.pdf
- Kovács Levente (2013): *A devizahitelek háttere*. Hitelintézeti Szemle, 12(3), pp. 183-193. <http://www.bankszovetseg.hu/wp-content/uploads/2013/05/183-193-Kovacs.pdf>
- Krekó Judit – Endrész Marianna (2010): *A devizahitelezés szerepe az árfolyam reálgazdasági hatásában*, MNB-Szemle, Március.
- Lentner Csaba (2015): *A Devizahitelezés Nagy Kézikönyve. Nemzeti Közsolgálati és Tankönyvkiadó, Budapest, 2015.*

- Magyar Nemzeti Bank (2006): *Tájékoztató a fiatalok pénzügyi kultúrájáról készített közvélemény-kutatás eredményéről*. November 8.
- Magyar Nemzeti Bank (2008): *Jelentés az infláció alakulásáról*. November, Magyar Nemzeti Bank.
- Magyar Nemzeti Bank (2010): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*. November.
- Magyar Nemzeti Bank (2011): *Jelentés az infláció alakulásáról*. December, Magyar Nemzeti Bank.
- Magyar Nemzeti Bank (2012): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*. Április.
- Magyar Nemzeti Bank (2014a): *Inflációs jelentés*. Szeptember.
- Magyar Nemzeti Bank (2014b): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*. November.
- Magyar Nemzeti Bank (2015): *A jegybanki euróeladási tenderek terméktájékoztatói*. MNB honlap.
- Mandl, U. – Dierx, A. – Ilzkovitz, F. (2008): *The effectiveness and efficiency of public spending. European Economy*. Economic Papers. 301. February. Brussels. pdf. 36pp. Link: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication11902_en.pdf
- Nagy Márton – Palotai Dániel (2014): *A devizatartalék óvatosan csökkenthető*. MNB szakmai cikk, Április.
- Rodrik, D. (2000): *Trade Policy Reform as Institutional Reform*. Harvard University, August. <https://www.sss.ias.edu/files/pdfs/Rodrik/Research/trade-policy-reform-institutional-reform.pdf>
- Rodrik, D. – Subramarian, A. (2003): *The Primacy of Institutions*. Finance and Development, 40(2), pp. 31–34.
- Schneider, M. – Tornell, A. (2004): *Balance Sheet Effects, Bailout Guarantees and Financial Crises*, Review of Economic Studies, Wiley Blackwell, Vol. 71, pp. 883–913.
- Zettelmeyer, J. – Nagy, P. M. – Jeffrey, S. (2010): *Addressing private sector currency mismatches in emerging Europe*, EBRD, WP 115, June.

A pénzügyi szektorok termelékenységét befolyásoló tényezők vizsgálata, különös tekintettel a szellemi tulajdonjogok hatásaira

Máté Domicián

A tanulmány a szellemi tulajdonjogok (IPR) szerepével kapcsolatos elméleti, empirikus és gazdaságpolitikai viták további finomításához kíván hozzájárulni egy olyan tudás-intenzív szolgáltatási szektor empirikus vizsgálatán keresztül, amely korábban kevesebb figyelmet kapott a témában. A szerző a pénzügyi szektorok teljesítményét elsősorban a munkatermelékenység (az egy munkavállalóra jutó kibocsátás), illetve a szellemi tulajdonjogok szemszögében vizsgálta meg az 1990 és 2010 közötti időszakban. A vizsgálatok során először arra a kutatási kérdésre kereste a választ, hogy az egy munkavállalóra jutó kibocsátás növekedési üteméhez ágazati szinten hogyan és milyen mértékben járultak hozzá a fizikai és az emberi tőkében, illetve az ún. teljes tényező-termelékenységben (TFP) bekövetkezett változások. A számításokat mintegy tizennégy OECD-tagországra vonatkozóan egy növekedés-számviteli (growth accounting) megközelítés segítségével végezte el. Az eredmények egyrészt azt mutatják, hogy a pénzügyi szektorok aggregált teljesítményében a kiegészítő pénzügyi szolgáltatásokat nyújtó ágazatok egyre nagyobb szerepet töltenek be. A módszertant alkalmazva továbbá kiderült, hogy a tágran értelmezett technológiai haladás (azaz a TFP) járult hozzá a legjelentősebben a munkatermelékenység változásaihoz a pénzügyi szektorokban. A tanulmány másodsorban azt tesztelte egy dinamikus panel regressziós modellel, hogy a szellemi tulajdonjogok (pl. a védjegyek, szabadalmak) hosszabb távon milyen kapcsolatban állnak a termelékenység változásaival. Az eredmények alapján kijelenthető, hogy a védjegyek hosszabb távon negatívan befolyásolták a pénzügyi szektorok termelékenységét a vizsgált modell-specifikációkban. Mindez előrevetíti a jelenlegi szellemi tulajdonjogi rendszerek reformjának szükségességét a pénzügyi szektorokra vonatkozóan.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E25, J24, O47

Kulcsszavak: szektorális elemzés, szellemi tulajdonjogok, termelékenység

Máté Domicián a Debreceni Egyetem Gazdaságtudományi Karának egyetemi adjunktusa.
E-mail: mate.domician@econ.unideb.hu.

A kutatás a TÁMOP 4.2.4.A/2-11-1-2012-0001 azonosító számú Nemzeti Kiválóság Program – Hazai hallgatói, illetve kutatói személyi támogatást biztosító rendszer kidolgozása és működtetése konvergencia program című kiemelt projekt keretében zajlott. A projekt az Európai Unió támogatásával, az Európai Szociális Alap társfinanszírozásával valósul meg.

1. Bevezetés

Az igazán nagy áttörést a modernkori gazdaságtörténetben az angliai ipari forradalom időszaka jelentette, amikor viszonylag gyors és fenntartható gazdasági növekedés kezdődött el szerte a világon. A közgazdaságtan egyik talán legnagyobb „rejtélye” éppen abból fakad, hogy ez a növekedés mind a mai napig megmaradt. A gazdasági fejlődés egyik alapvető forrását kutatva *A. Smith (1759)* volt az elsők között az, aki a társadalmi normák, a kultúra és a hiedelmek stb. hatásait vizsgálva igazoltnak látta a szellemi tulajdon oltalmát a kereskedelem és az innováció előmozdítása érdekében. *J. S. Mill (1862)* szintén arra a megállapításra jutott, hogy a szabadalmi monopóliumok jogosak. A lehetséges magyarázatokat *Coase (1960)* a találmányok prototípusainak egyszerű előállítás (tranzakciós) költségében látta, hiszen ezek nélkül az innovációs (K+F) folyamatokat sem lehetséges működtetni a hatékony tőkeallokáció érdekében. A szellemi tulajdonjogok *Jones (2002:86)* szerint biztosították a feltalálók számára azt a hozadékot, amely kizárta a találmányok következmény nélküli másolási lehetőségét. A szabadalmak, védjegyek, egyéb oltalmak stb. tehát kezdetben ösztönözték az újabb ötletek megjelenését a megfelelően szabályozott jogi környezetben.

A közgazdászok figyelme a korabeli empirikus kutatásokban a technológia haladás felé fordult *Solow (1956)* munkásságának köszönhetően. A gazdasági növekedés általa formálisan is levezetett, egyik alapvető összetevőjére az ún. teljes tényező-termelékenységre (Total Factor Productivity) azonban nagyon sokáig csak egyfajta, megmagyarázhatatlan „maradékként” tekintettek, amely a tőkeakkumuláció hatásait nem tartalmazta. A technológiai haladás ebben a klasszikus értelmezésben meglehetősen „homályos” folyamatnak tűnhet, viszont *Jones (2002:36)* szerint a technológia inkább egy olyan „Harrod-netruális” tudásnak fogható fel, amely a munkavállalókban az idők során felhalmozott és megszerzett ismeretnek feleltethető meg. *Caselli (1999)* szerint továbbá a technológia fogalma nem más, mint a különböző típusú gépek, berendezések és a használatukhoz szükséges és megfelelő képességekkel rendelkező munkások egyfajta jószággombinációja, illetve a technológiai haladás ezek folyamatos fejlődését jelenti. Ebben a kontextusban a TFP akár a javuló technológiai színvonalból, a méretgazdaságosságból, a menedzsmentképességekből fakadó, illetve a termelés extern hatásaihoz kapcsolódó olyan komplex tényezőket is magában foglalhatja, mint például az innováció, a piaci verseny és szabályozás stb., amelyek a „hagyományos” termelést befolyásoló (tőke) tényezőkhöz nem sorolandók.¹

A szakirodalomban abban sincs egységes álláspont, hogy a technológiai haladás a termelékenységre milyen csatornákon keresztül fejti ki hatásmechanizmusait. A növekedésemélet legújabb irányzataiban egyrészt kiemelt szerepet kapott az innováció alapjául szolgáló, ún. kreatív rombolás (*creative destruction*), másrészt a cselekvő tanulás (*learning by doing*), amelyek a beruházásokon keresztül megha-

¹ Ezért a kiegészítésért az egyik anonim lektornak köszönettel tartozom.

tározhatják a növekedés sajátosságait (*Aghion–Howitt 1992*). Mások szerint az új technológiákból származó előnyök viszont inkább erednek a meglévő technológiák adaptálásából, mintsem az innovációt magába foglaló, szűken értelmezett műszaki fejlődésből (*Losonczi 2008*).

A technológiai haladás outputra gyakorolt hatásait az intézményi közgazdaságtan aspektusában szintén meg lehet vizsgálni. Az intézmények hagyományos north-i determinációja (*North 1981*) olyan formális szabályokat és informális korlátokat különböztetett meg, amelyek különböző gazdasági, társadalmi, illetve politikai kölcsönhatásokat a piac működésében egyaránt befolyásolhatnak. A szellemi tulajdonjogok ebben a kontextusban, amelyek rendkívül lassan, inkrementálisan fejlődtek ki az idők során, hozzájárulhatnak a gazdasági jóléthez, illetve a magasabb szintű termelékenységhez (*Taylor 1994*). *Gould és Gruben (1996)* szerint minél nyitottabb egy ország, annál nagyobb a szabadalmak hozzáadott értéke az outputhoz. A tisztánlátást azonban még jobban torzítja a szellemi tulajdonjogokkal szemben létező szkepticizmus, amelyet *Machlup (1958)* találóan úgy fogalmazott meg, hogy bár a szabadalmi rendszer régóta létezik, nem látja egyértelműen indokoltnak a létjogosultságát, viszont a szabadalmi oltalom megszüntetését felelőtlenségnek tartja. Ráadásul *Boldrin és Levine (2002)* egyenesen azt javasolta, hogy a szabadalmi rendszer helyett a piaci mechanizmusokra kellene bízni az erőforrások hatékony elosztását. A monopolhelyzet megszüntetése szerintük a tranzakciós költségek csökkenésével járhat együtt, és egyáltalán nem hátráltatná a technológiai fejlődést.

Az erősödő negatív kritikák ellenére a XX. század végére az innovációk szabadalmi oltalmát lényegesen megerősítették, azonban manapság az internet világában és a megnövekedett (jogi) költségek következtében a problémák már egyre kézzelfoghatóbbá és meglehetősen komplexszé váltak. Nyilvánvalóvá vált, hogy a szabadalmi rendszerek jelen formájukban egyre korlátozottabban képesek az egyes iparágak (pl. IT, biotechnológia stb.) igényeinek megfelelni (*Szűcs 2015*). A meglévő empirikus kutatások eredményei továbbá jellemzően azt mutatják, hogy a szabadalmi oltalom megléte nem feltétlenül szükséges (*Boldrin–Levine 2009*). A szellemi tulajdonjogokkal kapcsolatos elemzések jelentős része emellett meglehetősen eltérő következtetésekre jutott, amennyiben különböző iparágakat hasonlítanak össze. Bizonyos ágazatokban (pl. a gyógyszer- és vegyiparban stb.) a szellemi tulajdonjogok hatékonyabban betöltik szerepüket (*Cohen et al. 2000*), illetve a szabadalmi hajlandóság ágazatonként jelentősen eltérhet. Mindezt azzal indokolták, hogy a bonyolult folyamatok során létrejövő találmányok, amelyek a külső laikusok számára nehezen megfigyelhetők, könnyebben tarthatók titokban egy konkrét termék gyártásához vagy egy speciális pénzügyi portfólió kialakításához kapcsolódó innovációhoz képest. A pénzügyi termékek oltalma továbbá abból a szempontból is eltér a többi iparágakétól, hogy viszonylag könnyen lehet őket másolni. *Lerner (2008)* mindezt azzal is alátámasztotta, hogy mintegy 30–40-szer gyakoribbak a bírósági pereskedési eljárások a pénzügyi szellemi tulajdonjogokkal kapcsolatosan, szemben azokkal, amelyek nem sértenek ilyeneket.

Ebben a rövid tanulmányban egy olyan szolgáltatási szektort (a pénzügyi szektort) vizsgáltam meg OECD-országok közötti keresztmetszetben, amely az empirikus szakirodalomban még nem kaphatott kiemelt figyelmet a kevés rendelkezésre álló adat miatt. Először arra a kutatási kérdésre kerestem a választ, hogy a kibocsátás növekedési üteméhez ágazati szinten hogyan és milyen mértékben járultak hozzá a fizikai és az emberi tőke akkumulációja mellett a teljes tényező-termelékenységben bekövetkezett változások. Mélyebb magyarázatok után kutatva az 1990 és 2010 közötti időszakban továbbá dinamikus panel regressziós modellek segítségével azt teszteltem, hogy a pénzügyi szektorokban a szellemi tulajdonjogok közül a védjegyek és a szabadalmak hogyan hatnak hosszabb távon a termelékenység változásaira. A következőkben először a vizsgálatok során rendelkezésre álló adatokat és az alkalmazott módszereket ismertetem, majd az analízisek eredményeiből néhány rövid következtetést vonok le, amellyel reményeim szerint hozzájárulhatok a szellemi tulajdonjogok szerepével kapcsolatos elméleti, empirikus és gazdaságpolitikai viták finomításához.

2. Az elemzések során felhasznált adatokról röviden

Az Európai Unió által finanszírozott KLEMS Projekt keretében létrehoztak egy nyilvánosan hozzáférhető és a maga nemében egyedülálló adatbázist. A kutatási projekt eredményeként ágazatspecifikus bontásban, mintegy 56 szektorban, többek között a gazdasági növekedés, a foglalkoztatás és a beruházások stb. alakulása vizsgálható meg. Az adatok a legutolsó frissítésnek köszönhetően egészen 2011-ig számos OECD-tagországra vonatkozóan rendelkezésre állnak. Az egyes pénzügyi szektorokat az ún. ISIC (Indicators of Activities for Industry and Services) Rev 3. nemzetközi szabvány alapján csoportosították (*EU 2015*). Ebben az adatbázisban az alapvető pénzügyi szolgáltatások² (D64), illetve a biztosítási szolgáltatások és a nyugdíjalapok tevékenységei (D65) mellett az egyéb kiegészítő szolgáltatásokat nyújtó ágazatok, például a befektetési tanácsadással, az ingatlan és vagyonkezeléssel, értékesítésével kapcsolatos szolgáltatások szektorait (D66) szintén megkülönböztették.

A szellemi tulajdonjogok méréséhez további változók szükségesek. Az empirikus szakirodalomban nagy hagyománnyal rendelkezik az összetett indexek használata. *Park (2008)* egy ún. „GP-indexet” készített, amellyel többek között a szabadalmak védelme, időtartama stb. elemezhető, emellett szintén elterjedt a *Fraser Intézet* által gondozott Gazdasági Szabadság Index egyfajta proxiként való alkalmazása a tulajdonjogok kikényszerítésének vizsgálatában (*Gwartney et al. 2000*). Ezekkel a mutatókkal szemben gyakran felmerül a szubjektívitás jogos kritikaként, ezért a szellemi tulajdonjogok hatásainak kutatásában olyan szekunder adatokat használtam fel a modellek robusztusabb tesztelése érdekében, amelyek független szervezetek által azt mérik, hogy hány darab oltalmat nyújtottak be az adott évben. A Szellemi Tulajdonjogok Világszervezete (WIPO) által gondozott adatbázisból (*WIPO 2015*)

² A D64 ágazatba különböző hagyományos hitelezéssel, betétgyűjtéssel stb. kapcsolatos bankműveletek, tevékenységek tartoznak.

először a védjegyeket (trademark) teszteltem. A pénzügyi szektorokban alkalmazott védjegyek, logók stb. közül talán a legismertebbek pl. a Dow Jones, FTSE, Nasdaq indexek, vagy a S&P portfóliókat védő és a hozzájuk kapcsolódó egyéb szellemi tulajdonjogok. A pénzügyi, biztosítási és monetáris tevékenységekkel kapcsolatos védjegyeket a Nizzai megállapodásnak megfelelő nemzetközi (NCL) standard alapján (*WIPO 2011*) a 36. alcsoportból kalkuláltam (*WIPO 2015*). Másrészt az Európai Szabadalmi Hivatal (EPO) által rendelkezésre bocsátott (*EUROSTAT 2015*) adatokból a számítások során a szabadalmak (patent) számát használtam fel még kontrollváltozóként, amelyeket a tudásintenzív szolgáltató szektorokban jegyeztek be. A pénzügyi szolgáltatásoknál a pénzügyi közvetítők (biztosítók, befektetési alapok stb.) a leggyakrabban a befektetési portfóliók kialakításával, a nyugdíjjaradék-számításokkal stb. kapcsolatos és az általuk kidolgozott eljárásokat, metódusokat védik le.

3. A kibocsátás, a foglalkoztatás és a beruházások alakulása a pénzügyi szektorokban

A módszertanok tesztelése előtt nézzünk meg néhány egyszerű leíró statisztikát. Az *1. táblázatban* a kibocsátás, a foglalkoztatás és a beruházások ágazati struktúrájában bekövetkezett változásokat hasonlíthatjuk össze a vizsgált OECD-országok átlagában. A kibocsátás éves átlagos alakulásából kitűnik, hogy a teljes pénzügyi szektorban az 1990 és 2010 közötti időszakban mintegy 2,5%-al növekedett az output. Az egyéb kiegészítő szolgáltatásokat nyújtó ágazatokban (D66) viszont ennél jelentősebb (közel 7,6%-os) növekedés következett be. Az ágazati eloszlási viszonyszámokból továbbá kiderült, hogy a hagyományos pénzügyi szolgáltatások (D64) szektorainak a hozzájárulása a teljes kibocsátás alakulásához még mindig megkérdőjelezhetetlen, bár a szektor megoszlási viszonyzáma 66%-ról 60%-ra esett vissza. A kibocsátás struktúrájában bekövetkezett átrendeződéseknek köszönhetően viszont a (D66) szektor szerepe egyre nagyobb (8%-ról 16%-ra nőtt meg a részarány).

Az utóbbi évtizedekben a foglalkoztatásban bekövetkezett globalizációs változások eredményeként a világ szinte minden egyes országában érzékelhető újraelosztás zajlott, amit *Dachs és szerzőtársai (2003)* alapvetően a szolgáltatások iránti kereslet egyre erősödő jövedelemrugalmasságával magyarázzák. A „tudásintenzív” pénzügyi szektorok esetében a munkaerő pedig regionálisan a nagyobb pénzügyi központokkal, tőzsdékkal (Frankfurt, London és New York stb.) bíró városok, és országok (Egyesült Államok és Királyság, Németország) felé koncentrálódtak (*Schricke et al. 2012*). A KLEMS-adatbázisból rendelkezésre álló foglalkoztatási adatok alapján megállapítható, hogy a foglalkoztatás éves átlagos növekedési üteme (0,5%) az egyes pénzügyi szektorokban meglehetősen szerénynek tűnik. Mindez viszont csak annak köszönhető, hogy a (D64) és (D65) szektorok csökkenő foglalkoztatásához képest a kiegészítő szolgáltatásokat nyújtó (D66) ágazatokban jelentősen nőtt (1,36%-al). A szektor egyre nagyobb súlyát jelzi, hogy a többiek rovására (16%-ról 20%-ra) emelkedett a munkapiaci penetráció mértéke 1995-ről 2010-re.

A beruházási tevékenységet elemezve továbbá megállapítható, hogy az átlagos (3%-os) OECD- növekedéshez képest a (D65) és a (D66) szektorokban ennél magasabb (5%-os, illetve 8%-os) értékek jellemzőek. A két szektor együttes súlya a (D64) szektorhoz képest bár egyre jelentősebb, de még mindig a legtöbb beruházás ezekben a hagyományos pénzügyi szektorokban valósult meg (62%).

Az adatok tehát egyértelművé teszik, hogy a pénzügyi szektorok aggregált teljesítményében, azaz a gazdasági növekedésben, a foglalkoztatásban és a beruházásokban a vizsgált OECD-országokban és időszakban növekedés ment végbe. A leíró statisztikákból továbbá kitűnik, hogy egyre nagyobb igény mutatkozik a személyes kontaktust igénylő kiegészítő pénzügyi szolgáltatások iránt.

1. táblázat

A kibocsátás, a foglalkoztatás és a beruházások éves átlagos változásai és struktúrájának alakulása (%-ban) a pénzügyi ágazatokban és az OECD-országok átlagában

Ágazatok	Összes	Pénzügyi szolgáltatások	Biztosítás, nyugdíjalapok	Kiegészítő szolgáltatások
A kibocsátás átlagos változása (%)				
1990/2010	2,54%	1,83%	1,53%	7,61%
A kibocsátás részaránya (%)				
1995	100%	66,10%	25,54%	8,36%
2000	100%	59,41%	26,73%	13,86%
2005	100%	60,45%	23,82%	15,73%
2010	100%	60,72%	22,52%	16,76%
A foglalkoztatás átlagos változása (%)				
1990/2010	0,50%	-0,15%	-0,06%	1,36%
A foglalkoztatottak részaránya (%)				
1995	100%	50,82%	32,30%	16,88%
2000	100%	49,73%	31,83%	18,44%
2005	100%	50,85%	30,77%	18,38%
2010	100%	48,52%	31,32%	20,15%
A beruházások* átlagos változása (%)				
1990/2010	3,07%	1,95%	5,56%	8,42%
Beruházások* részaránya (%)				
1995	100%	74,92%	15,68%	9,39%
2000	100%	64,13%	16,95%	18,92%
2005	100%	68,10%	17,66%	14,24%
2010	100%	62,29%	24,40%	13,31%

Forrás: Saját számítások és az EU (2015) KLEMS adatbázis alapján szerkesztve.

*Megjegyzés: * a kibocsátásra jutó beruházási rátánál a szektorális GFCF és GVA hányadosát kalkuláltam a pénzügyi szektorokban.*

4. A pénzügyi szektorok teljesítménye growth accounting megközelítésben

Az output, illetve a termelékenység és az azt befolyásoló tényezők alakulását természetesen számos módszerrel be lehet mutatni. A választásunk módszertani szempontból először a növekedési számvitel (ismertebb nevén *growth accounting*) technikájára esett, amely képes felbontani a kibocsátás növekedési ütemét olyan összetevőkre, mint a fizikai és a humán tőke akkumulációja, valamint a teljes tényező-termelékenységeként (TFP) gyakorta emlegetett technológiai haladás, így azok hatásai akár közvetlenül is megbecsülhetők (*Jorgenson–Griliches 1967*).

A KLEMS-adatbázis alkalmas arra, hogy a kutatók a módszertant a gyakorlatban is kipróbálhassák. A növekedés-számviteli dekomponáláshoz szükségesek egyrészt a kibocsátás adatsorai, amelyeket az ágazatok egységes mérése érdekében általában a konstans (2005) árakon számolt, ún. reál bruttó hozzáadott értékkel (GVA) mérik (lásd: *Jorgenson et al. 1987; van Ark et al. 2003 stb.*). A bruttó hozzáadott érték definíciója szerint megegyezik a különböző adókkal és szubvenciókkal korrigált GDP értékével (*Koszerek et al. 2007*). Az adatbázisból másrészt az egyes pénzügyi ágazatokban az alkalmazottak volumene mellett a beruházási adatokat használtam még fel. A beruházást a reálértéken vett ún. bruttó állótőke beruházás³ (GFCF) értékével kalkuláltam a különböző pénzügyi szektorokban. Az 1990 és 2010 közötti időszakra vonatkozóan így mintegy 14 OECD-tagország⁴ teljesítménye vizsgálható meg.

A módszertan megértéséhez először induljunk ki egy neoklasszikus Cobb-Douglas típusú termelési függvényből (*1. egyenlet*).

$$Y_t = A_t K_t^\alpha L_t^{(1-\alpha)} \quad (1)$$

Az egyenletben Y a kibocsátást jelöli, amelyet az elemzések során a bruttó hozzáadott értékkel (GVA) helyettesítettem. K a fizikai tőkeállomány, amelyet a reál bruttó állótőke beruházás reprezentál 2005-ös konstans árakon. L a humán tőke állománya, amely a pénzügyi szektorokban a tényleges foglalkoztatottakat ragadja meg. A termelés során állandó skáláhozadékat feltételeztem a tőke és a munkatényező arányában. A reálszférában az α estében általában az 1/3 érték az elfogadott, viszont a pénzügyi szektorokban ez a ráta erősen megkérdőjelezhető. A számítások során ezért az *OECD (2015b)* adatbázisa alapján a termelési tényezők arányait az

³ A GFCF az OECD (2015a) definíciója szerint a termelés során keletkezett teljes nyereség, kivéve a számviteli időszak alatt eladott befektetett tőke és bizonyos, például nem termeléssel kapcsolatos eszközök, úgymint a termelékenység minőségét javító fejlesztések, kutatások stb. összessége.

⁴ A következő rövidítéseket használom a továbbiakban: Magyarország (HUN), Ausztria (AUR), Belgium (BEL), Csehország (CZE), Dánia (DEN), Finnország (FIN), Franciaország (FRA), Hollandia (NED), Németország (GER), Olaszország (ITA), Norvégia (NOR), Svédország (SWE), Szlovénia (SLO) és az Egyesült Államok (USA).

egy-egy vizsgált éveknek megfelelően indexeltem minden egyes országban és pénzügyi ágazatban.

A jelöli a TFP-t a megfelelő t -edik időpontban. Az (1.) egyenlet némi átrendezésével megbecsülhető a kibocsátás növekedésének ez a „megmagyarázhatatlan” solowi maradékként aposztrofált összetevője. Ezt a reziduumot a szakirodalomban gyakran intézményi hatásoknak is tulajdoníthatják, esetünkben akár a szellemi tulajdonjogoknak.

A TFP változását a (2.) egyenletből kalkuláltam.

$$\frac{\dot{A}}{A} = \frac{\dot{Y}}{Y} - \alpha \frac{\dot{K}}{K} - (1 - \alpha) \frac{\dot{L}}{L} \quad (2)$$

Vegyük a módszertannak megfelelően az (1.) egyenlet mindkét oldalának logaritmusát (3.) és differenciáját (4.), amely után az egyenlet diszkrét idejű közelítését kapjuk meg:

$$\ln Y_t = \ln A_t + \alpha \ln K_t + (1 - \alpha) \ln L_t \quad (3)$$

$$\ln Y_t - \ln Y_{t-1} = (\ln A_t - \ln A_{t-1}) + (\alpha \ln K_t - \alpha \ln K_{t-1}) + ((1 - \alpha) \ln L_t - (1 - \alpha) \ln L_{t-1}) \quad (4)$$

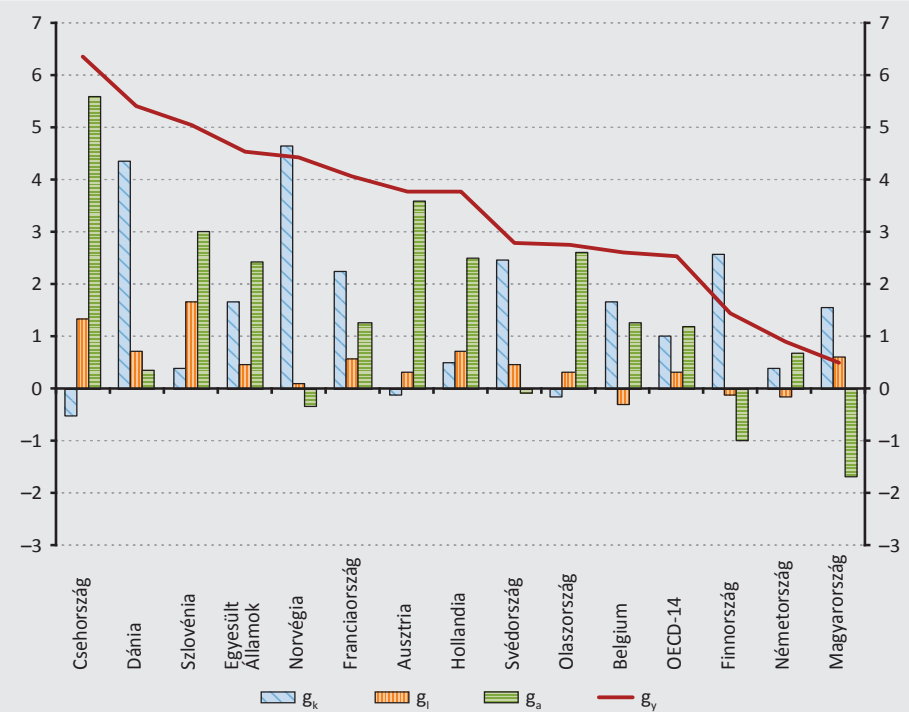
Jelöljük az egyszerűsítés érdekében és az eltéréseknek megfelelően az átlagos kibocsátás g_y , a teljes tényező-termelékenység g_o , illetve a fizikai g_k és a humántőke-állomány g_l előző időszakhoz viszonyított változását.

$$g_y = g_o + \alpha g_k + (1 - \alpha) g_l \quad (5)$$

Az alkalmazott *growth accounting* módszertan segítségével ezáltal bemutatatható, hogy a kibocsátás átlagos változásaihoz (g_y) a fizikai (g_k) és humántőke-állomány (g_l), valamint a TFP (g_o) hány *százalékponttal* járultak hozzá a pénzügyi szektorokban. Az 1. ábra tartalmazza az EU (2015) KLEMS és az OECD (2015b) adatbázisokból rendelkezésre álló adatok alapján az egyes komponensek átlagos változásait az 1990 és 2010 közötti időszakban.

A modern gazdasági növekedés térben és időben jól körülhatárolható jelenség, amely viszonylag egyenletes, és hosszabb távon nem látszik lassulni (Maddison 1995). A számítások eredményei ennek az álláspontra megfelelően azt mutatják, hogy a pénzügyi szektorokban a gazdasági növekedés üteme minden egyes országban viszonylag stabil növekedési pályán mozgott. Az üzleti ciklusok ingadozásait figyelmen kívül hagyva az is megállapítható továbbá, hogy a kibocsátást meghatározó tényezők nem elsősorban a termelési tényezők (a tőke és munkaerő) felhalmozásában keresendők. A *growth accounting* módszertan alapján megerősíthető, hogy 1990 és 2010 között az OECD-országok átlagában a teljes tényezőtermelékenység,

1. ábra
A kibocsátás átlagos változását (g_y) meghatározó tényezők (%-ban) a (4.) egyenlet alapján a vizsgált OECD-országok pénzügyi szektoraiban 1990 és 2010 között



Forrás: Saját számítások, illetve az EU (2015) KLEMS és az OECD(2015) adatbázisok alapján szerkesztve.

azaz a tágan értelmezett technológiai haladás járult hozzá a legjelentősebb mértékben a kibocsátás változásához. Mindez alátámasztja Bosworth és szerzőtársai (1995), valamint Klenow és Rodriguez (1997) hasonló módszertannal végzett korábbi eredményeit.⁵

Az OECD (2,5%) átlagos output növekedéséhez képest Magyarország a vizsgált országok viszonylatában a leggyengébben teljesített (0,5%). A pénzügyi szektorokban a beruházások (g_k) és a foglalkoztatás (g_i) (az átlagos 1%-os és 0,3%-os OECD-növekedéshez képest nagyobb mértékben) 1,5%-, illetve 0,6%-al járult hozzá a kibocsátáshoz. A hazai output növekedése viszont a kedvezőtlen TFP alakulása miatt (1,6%-al csökkentette a kibocsátást) lett vélhetően ilyen alacsony. A jelenségre nem adható egyértelmű válasz a growth accounting módszer hiányosságai miatt, a továbbiakban ezért kifinomultabb vizsgálatokat kell elvégezni. A kérdés tehát innentől kezdve

⁵ Korábbi kutatásainkban hasonló eredményekre jutottunk a gépgyártási szektorokban (Csugány–Máté 2012).

nemcsak a kutatók, hanem a döntéshozók számára az, hogy vajon melyek azok az intézmények, amelyek hosszabb távon módosítják (korlátozzák, de akár erősíthetik is) a pénzügyi szektorok termelékenységét.

5. A szellemi tulajdonjogok termelékenységre gyakorolt hatásainak vizsgálata hosszabb távon a pénzügyi szektorokban

A pénzügyi szektorokban a szellemi tulajdonjogok termelékenységre gyakorolt hatásainak vizsgálatához az 1. egyenletben ismertetett termelési függvényt írjuk fel *Mankiw és szerzőtársai* (1992) alapján egy nagyon hosszú távú ún. *steady state* egyensúlyi (y^*) állapotra. Ebben az idődimenzióban a rendelkezésre álló tőkeállomány, a munkaerő és a technológia mellett az intézményi tényezők (a szellemi tulajdonjogok) egyaránt változhatnak. A modell-specifikációban a gazdaság pedig a hosszú távú egyensúly felé törekszik.

Először osszuk el az 1. egyenlet mindkét oldalát [L]-lel, így megkapjuk a következő 6. egyenletet:

$$y_t = a_t k_t^\alpha \quad (6)$$

y az egy munkavállalóra jutó kibocsátás a t -edik időpontban; illetve $k=K/L$, ami a tőketényező hatékonyságát tükrözi. A neoklasszikus modellnek megfelelően k legyen egyenlő a beruházási rátának s_k , illetve a munkaerő-állomány növekedési ütemének n , az amortizációnak δ és a hosszú távú technológiai haladás feltételezett g rátájának a különbségével. E két utóbbi tényezőnek az eredeti modellnek megfelelően (0,05) konstans értéket adtam az egyszerűsítés érdekében. A továbbiakban azt feltételezem, hogy $a=A/L$ és a TFP megfelel az olyan intézményi tényezők, mint például a szellemi tulajdonjogok *IPR*-hatásainak. A behelyettesítések után vegyük az egyenlet logaritmusát és a függő változó differenciáját.

$$\ln(y^*)_t = \alpha \ln(s_k)_t - \alpha \ln(n+g+\delta)_t + \gamma \ln(IPR)_t \quad (7)$$

Következő lépésként a szellemi tulajdonjogok és az egy munkavállalóra jutó kibocsátás közötti kapcsolatot dinamikus panelregressziós modellekben tesztelem azért, hogy a múltbeli adatok hozzájárulását is figyelembe lehessen venni a pénzügyi ágazatokban. Az endogén növekedési elméletek alátámasztása érdekében az *Arellano és Bond* (1991)-féle modellspecifikációt alkalmazom, ami alkalmas az egyensúlyi állapot és az azt magyarázó tényezők közötti dinamikus kapcsolat hosszú távú vizsgálatára. A módszertani szakirodalomban (*Windmeijer 2005*) javasoltaknak megfelelően az endogenitási probléma kezelésére minden esetben a két-lépéses GMM-technikát választottam. A módszer lényege, hogy a modellek mind a függő, mind pedig az

exogén magyarázó változók késleltetett értékeit használják fel instrumentumként. A változóknál csak az egy évvel késleltetett értékeket engedélyeztem.

A 7. egyenletet ezután írjuk fel egy dinamikus regressziós modellspecifikációban:

$$\Delta \ln Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \ln Y_{it-1} + \beta_2 \ln(s_k)_{it} + \beta_3 \ln(n+g+\delta)_{it} + \beta_4 \ln(\text{patent})_{it} + \beta_5 \ln(\text{trmark})_{it} + e_{it} \quad (8)$$

Megjegyzés: Δ – a változók első differenciája, \ln – logaritmus, $t-1$ egy évvel késleltetett értékei.

Az egyenletben a függő változó (Y_{it}) az i -edik ország pénzügyi szektoraiban és a t -edik időpontban az egy munkavállalóra jutó kibocsátás differenciája. A dinamikus modellspecifikációnak megfelelően a magyarázó változók közé bekerült a termelékenység változásának egy évvel késleltetett értéke. A neoklasszikus modell alapján a fizikai tőkébe való beruházást a bruttó állótőke állománynak a szektorális kibocsátásra jutó mértékével (s_k) helyettesítettem, az $(n+g+\delta)$ tényező pedig a munkatényező (0,05-el megnövelt) növekedési ütemét jelöli. A modellekben a szellemi tulajdonjogokat a védjegyek (trmark) és a szabadalmak (patent) számának logaritmus, ϵ pedig a hibát tagot reprezentálja. A változókról készített standard statisztikákat a 2. táblázat tartalmazza.

2. táblázat

A 8. egyenlet változóinak átlaga, szórása, minimuma és maximuma

Változók	Átlag	Szórás	Min	Max
$\Delta \ln(y)$	0,02	0,06	-0,24	0,26
$\ln(sk)$	2,08	0,51	0,60	3,94
$(n+g+\delta)$	0,05	0,03	-0,03	0,18
$\ln(\text{patent})$	6,80	2,29	1,09	10,51
$\ln(\text{trmark})$	6,69	1,43	3,88	9,85

Forrás: Saját számítások, illetve az EU (2015) KLEMS és az OECD(2015) adatbázisok alapján szerkesztve. Megjegyzés: $\Delta \ln(y)$: a termelékenység differenciája, $\ln(sk)$: beruházási ráta, $(n+g+\delta)$: a munkatényező növekedésének konstanssal növelt értéke, $\ln(\text{patent})$ és $\ln(\text{trmark})$: a szabadalmak, illetve a védjegyek számának logaritmus

A vizsgált panel mérete az 1990 és 2010 közötti időszakot átfogó kiegyensúlyozatlan minta, amely 14 országot és 216, illetve 83 megfigyelést tartalmaz. A továbbiakban az első két (1), (2) modellben a neoklasszikus, a (3) harmadikban a védjegyek (trmark), a negyedikben (4) a szabadalmak (patent), illetve azok együttes hatásait teszteltem a termelékenységre vonatkozóan. Az egyenletek becslése után az eredmények helyességét számos standard teszttel ellenőriztem. A szignifikáns Wald-tesztek igazolták minden esetben a dinamikus modellspecifikációk helyességét. A megfigyelések közötti idősoros korrelációt az Arrelano és Bond-féle (AR) autokorrelációs tesztekkel kizárhattam. Az instrumentálás miatt fellépő túlidentifi-

kálási probléma jelenlétét a *Sargan*-tesztekkel szinten ellenőriztem, és a jelenlétére vonatkozó null-hipotéziseket elvettem. A stationaritás jelenlétére vonatkozóan standard, *Im-Pesaran-Shin* (IPS)-féle panelegységgyök-tesztekkel kizártam, hogy a változók sokjai időben permanensek. A vizsgálati eredményeket a 3. táblázat tartalmazza részletesebben.

3. táblázat					
A dinamikus panel-regressziós modellek eredményei a (8.) egyenlet becslései alapján					
Függő változó: $\ln(y)_{it}$					
Magyarázó változók	1	2	3	4	5
konstans	0,036 (5,49)***	-0,234 (-7,41)***	0,037 (0,98)	-0,609 (-1,89)*	0,15 (0,24)
$\ln(y)_{it-1}$	-0,043 (-0,43)	-0,203 (-4,28)***	-0,043 (-0,80)	-0,19 (-3,71)***	0,074 (0,40)
$\ln(s_k)_{it}$	0,122 (4,62)***	0,142 (11,01)***	0,099 (6,43)***	0,148 (12,91)***	0,097 (2,71)***
$\ln(n+g+\delta)_{it}$	-0,664 (-5,13)***	-0,602 (-6,62)***	-0,594 (-3,50)***	-0,613 (-7,57)***	-0,574 (-2,57)**
$\ln(\text{trmark})_{it}$			-0,015 (-2,25)**		-0,026 (-1,78)**
$\ln(\text{patent})_{it}$				0,049 (1,25)	0,047 (0,53)
Megfigyelések száma	83	216	83	216	83
Országok száma	14	14	14	14	14
Wald teszt	67,5***	246,9***	93,58***	561,42***	12,97***
AR teszt	(-2,47)**	(-1,99)**	(-1,64)*	(-2,17)**	(-2,07)**
Sargan teszt	8,78	11,98	9,34	9,91	10,02

Forrás: Saját számítások alapján szerkesztve.
*Megjegyzés: zárójelekben a heteroszkedaszticitás szempontjából robusztus z-statisztikák szerepelnek; *** 1 százalékos, ** 5 százalékos, * 10 százalékon szignifikáns p-értékek. $\Delta \ln(y)$: a termelékenység differenciája, $\ln(s_k)$: beruházási ráta, $(n+g+\delta)$: a munkatényező növekedésének konstanssal növelt értéke, $\ln(\text{patent})$ és $\ln(\text{trmark})$: a szabadalmak, illetve a védjegyek számának logaritmusai*

A dinamikus modellekben az első kontrollváltozó a függő változó (Y_{it-1}) késleltetettjei. Az (5) modell kivételével az együtthatókra negatív értékeket kaptam, viszont csak a (2) és a (4) modellben korreláltak szignifikánsan. A beruházási ráták (s_k) esetében a várakozásoknak megfelelően mindenhol szignifikánsan pozitív p -értékeket kaptam. A foglalkoztatás növekedését és a többi (konstansnak vett) amortizációt és a technológiai növekedést megragadó komponens $(n+g+\delta)$ pedig, a neoklasszikus növekedési modell következtetéseinek megfelelően mind az öt (1)-(5) modellben negatívan korrelál a termelékenységgel.

A (3), (4) és (5) modellekben a WIPO (2015) és az OECD (2015) adatbázisokból rendelkezésre álló adatokból néhány, a szellemi tulajdonjogokkal kapcsolatos intézményi hatás vizsgálható még meg. A számítások eredményeiből a (3) és a (5) modellek alapján megállapítható, hogy a védjegyek (*trmark*) egységnyi változásai szignifikánsan és negatívan korreláltak a termelékenység változásaival. A szabadalmak (*patent*) esetében viszont egyik (4) és (5) modell esetében sem találtam szignifikáns statisztikákat. A szignifikancia hiánya csak annyit jelent ezekben az esetekben, hogy adottnak véve (*ceteris paribus*) a korábban említett magyarázó tényezőket, a szabadalmainak számában bekövetkezett egységnyi változás nem járt együtt a termelékenység növekedésével a pénzügyi ágazatokban.

Ezek a megállapítások abból a szempontból megegyeznek *Park (2003)* vizsgálati eredményeivel, hogy a szabadalmi oltalmak a termelékenységre ugyan pozitívan hatnak, a védjegyek és a szerzői jogok pedig negatívan befolyásolják a gépgyártási szektorokban, azonban nála ezeknek a szellemi tulajdonjogoknak a közvetlen hatásai nem voltak szignifikánsak. *Hu és Png (2012)* továbbá párhuzamot találtak a szabadalmak védelme és intenzitása, illetve a munkatermelékenység növekedése között egyes ágazatokban, *Chen és Puttitanun (2005)* pedig kimutatták számos OECD-ország példáján keresztül, hogy a szellemi tulajdonjogok és a termelékenység között „U” alakú függvénykapcsolat áll fenn. Mindez azt jelenti, hogy a fejlődő országoknál az imitációra való nagyobb hajlam miatt a szellemi tulajdonjogok alacsony szintje a termelékenység növekedését eredményezi. A szellemi tulajdonjogok számának növekedése az országok fejlettségével párhuzamosan egy bizonyos szintig csökkenti a termelékenységet, majd az innovációs mechanizmusok miatt a fejlett országoknál újra magasabb termelékenységgel párosul.

A szellemi tulajdonjogok „családjában” léteznek még olyan oltalmak, amelyek az adatok korlátozott elérhetősége, illetve a szektorspecifikus jelleg hiánya miatt nincsenek megvizsgálva a modellekben. A nemcsak az írászталokon létező olyan immateriális javak, mint az iparági dizájnok (*industrial designs*), a prototípus-modellek (*utility models*) stb. a termelékenység növekedéssel nyilvánvalóan korrelálnak. A modellünkből levonható következtetések ezért a kihagyott változók torzítása miatt csak korlátozottan érvényesek.

6. Összegzés és néhány következtetés

A munkaerő-piacokon egyre növekvő igény mutatkozik a személyes kontaktust igénylő tudásintenzív szolgáltatások iránt (*Schricke et al. 2012*), a tanulmány legfontosabb megállapításai alapján pedig kijelenthető, hogy a pénzügyi szektorok aggregált teljesítményében, azaz a gazdasági növekedésben, a foglalkoztatásban és a beruházásokban a vizsgált OECD-országokban és időszakban növekedés ment végbe. A leíró statisztikákból továbbá kitűnik, hogy egyre nagyobb igény mutatkozik

a személyes kontaktust igénylő kiegészítő pénzügyi szolgáltatások iránt. A szolgáltatási szektorok megerősödését *Dachs és szerzőtársai (2003)* a kereslet egyre erősödő jövedelem-rugalmasságával magyarázzák. A pénzügyi szektorok átrendeződése ebben az aspektusban előre vetíti, hogy a szolgáltatások elterjedése miatt a gazdasági szerkezet ezek felé a produktívabb pénzügyi ágazatok felé tolódik el.

A *growth accounting* módszertant alkalmazva továbbá kiderült, hogy a gazdasági növekedés mértéke minden egyes ország pénzügyi szektorában viszonylag stabil növekedési pályán mozgott. A kibocsátást meghatározó tényezők pedig nem elsősorban a termelési tényezők (a tőke és munkaerő) felhalmozásában keresendők. A vizsgált (1990 és 2010 közötti) időszakban az OECD-országok átlagában a teljes tényező-termelékenység (TFP), azaz a tágan értelmezett technológiai haladás járult hozzá a legjelentősebb mértékben a kibocsátás változásaihoz. Mindez alátámasztja *Klenow és Rodriguez-Claire (1997)*, valamint *Peneder (2002)* hasonló módszertannal végzett korábbi eredményeit. A módszertan hiányosságából fakadóan azonban nem lehet egyértelműen meghatározni, hogy melyek azok az intézményi tényezők, amelyek befolyásolhatják (erősítik, illetve korlátozzák) a pénzügyi szektorok teljesítményét.

A szellemi tulajdonjogok hosszú távú hatásait a termelékenységre vonatkozóan ezézt dinamikus panel regressziós modelleken keresztül szintén megvizsgáltam. Bár a szabadalmak, egyes iparágakban megfelelően funkcionálnak, a pénzügyi szektorokban ez nem tükröződött vissza. Az eredményekből megállapítható, hogy a védjegyek (trademarks) egységnyi változása szignifikánsan és negatívan korreláltak a termelékenység változásaival. A szabadalmak (patents) esetében viszont egyik modell esetében sem találtam szignifikáns statisztikákat.

A tanulmánnyal nem állt szándékomban megkérdőjelezni a szellemi tulajdonjogok hasznosságát. A szabadalmak alapját képező innovációs tevékenység a történelem során kialakult olyan komplex folyamat, amelynek gazdasági hatásait rendkívül nehezen lehet csak megfigyelni. Bár a szellemi tulajdonjogok több száz éve szerves részét képezik a gazdaságnak, a szabadalmak, illetve védjegyek társadalmi és gazdasági hatásairól általános érvényű következtetéseket csak korlátozott mértékben lehet levonni.

Az elmúlt időszakban ugyan történt előrelépés az intézményi reformokra vonatkozóan, viszont vélhetően az elkövetkező időszakban még komolyabb változtatásokra lesz szükség. Az egyik ilyen új jogszabályi lehetőség, hogy a szabadalmakkal, illetve a bejelentésekkel szemben az Európai Szabadalmi Hivatal (EPO) mellett harmadik személyek is megvizsgálhatják és kifogással élhetnek szükség szerint (*Venulex 2011*). Az Európai Unióban 2013-ban kidolgozták a közös szabadalmi és bírósági döntések keretfeltételeit, illetve létrejött a párizsi székhelyű Egységes Szabadalmi Bíróság (UPC), amely az európai licenc megállapodással kapcsolatos szabálytalanságokat

hivatott a jövőben kezelni. Boldrin és Levine (2009) szerint viszont nem célszerű a meglévő szabadalmi rendszerek azonnali megszüntetése a jelentős pénzügyi károk miatt, hanem a fokozatos, több lépésből álló folyamatot ajánlják. A szellemi tulajdonjogok érvényességi idejének a csökkentése lehet az első ilyen megoldási alternatíva hosszabb távon.

A tanulmányban néhány gondolat erejéig természetesen ki kell, hogy térjek a további lehetséges kutatási irányokra. Az elméleti kiindulópontot ebben az aspektusban a tranzakciós költségek jelenléte adhatja. Aghion és szerzőtársai (2008) a politikai hatalomból, illetve a demokrácia fokából kiindulva megállapították, hogy a fejlettebb iparágak termelékenységét jobban növeli a belépés szabadabbá válása, míg a fejletlenekéét ellenben hátráltathatja. A pénzügyi szolgáltatásokat nyújtó ágazatokban ezeknek az intézményeknek a hatásai lehetne a következő vizsgálandó kutatási kérdéskör.

Az elmúlt évtizedekben emellett a globális piacokon számos olyan jelenség figyelhető meg, amely a gyorsan változó gazdasági környezetben jelentős mértékben hozzájárul a pénzpiaci kockázatok és a bizonytalanságok növekedéséhez (Tóth 2014). A vizsgált szellemi tulajdonjogoknak a világgazdaság globalizálódásával párhuzamosan újra és újra jelentkező pénzügyi válságokhoz való kapcsolatának megértéséhez ezért további vizsgálatok szükségesek.

Felhasznált irodalom

Aghion, P. – Alesina, A. – Trebbi, F. (2008): *Democracy, Technology, and Growth*. In: Helpman, E. (eds.): *Institutions and Economic Performance*. Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts, pp. 511–543.

Arellano, M. – Bond, S. (1991): *Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an application to Employment Equations*. *Review of Economic Studies*, 58(2), pp. 277–297.

van Ark, B. – Robinson, C. – Stokes, L. – Stuijvenwold, E. (2003): *Industry Structure and Taxonomies*. pp. 37–72, in Mary O’Mahony, M. – van Ark, B. (ed.) *EU Productivity and Competitiveness: An Industry Perspective*. Can Europe Resume the Catching-up Process? EC, Italy.

Boldrin, M. – Levine, D. K. (2002): *The Case Against Intellectual Property*. *American Economic Review*, 92(2), pp. 209–212.

Boldrin, M. – Levine, D. K. (2009): *Does Intellectual Monopoly Help innovation?* *Review of Law & Economics*, 5(3), pp. 4–37.

- Bosworth, B. – Collins, S. M. – Yu-chin, Ch. (1995): *Accounting for Differences in Economic Growth*. Brookings Institution Working Paper, pp. 1–84.
- Chen, Y. – Puttitanun, T. (2005): *Intellectual Property Rights and Innovation in Developing Countries*. *Journal of Development Economics*, 78(2), pp. 474–493.
- Coase, R. H. (1960). *The Problem of Social Cost*. *Journal of Law and Economic*. 3(1), pp. 1–44.
- Cohen, W. M. – Nelson, R. R. – Walsh, J. P. (2000): *Protecting Their Intellectual Assets: Appropriability Conditions and Why U.S. Manufacturing Firms Patent (or Not)*. NBER Working Paper No. 7552.
- Csugány Julianna – Máté Domicián (2012): *Measuring and decomposing output gap: a production function approach of the USA and EU-27 countries*. *Perspectives of Innovation Economics and Business*, 12(3), pp. 15–20.
- Dachs, B. – Kaniovski, S. – Peneder, M. (2003): *What follows tertiarisation? Structural change and the role of knowledge-based services*. *The Service Industries Journal*, 23(2), pp. 47–66.
- EU (2015): *EU KLEMS Database*, Online: <http://www.euklems.net/>
- EUROSTAT (2015): *Eurostat Database*, Online: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/themes>
- Gould, D. M – Gruben, W. C. (1996) *The Role of Intellectual Property Rights in Economic Growth*. *Journal of Development Economics*, No. 48. pp. 323–350.
- Gwartney, J. – Lawson, R. – Samida, D. (2000): *Economic Freedom of the World: 2000 Annual Report*. Fraser Institute, Vancouver.
- Hu, A. G. Z – Png, I. P. L. (2012): *Patent Rights and Economic Growth: Evidence from Cross-Country Panels of Manufacturing Industries*. 4th Annual Conference on Empirical Legal Studies, November 20–21, 2009. pp. 1–41.
- Klenow, P. – Rodriguez-Clare, A. (1997): *The Neoclassical Revival in Growth Economics: Has it Gone too Far?*, NBER Macroeconomics Annual, Vol. 12. pp. 73–103.
- Koszerek, D. – Havik, K. – Mc Morrow, K. – Röger, W. – Schönborn, F. (2007): *An Overview of the EU KLEMS Growth and Productivity Accounts*. *European Union Economic papers*, Vol. 290. pp. 1–107.
- Lerner, J. (2008): *The Litigation of Financial Innovations*. NBER Working Paper No. 14324.
- Losonczi Miklós (2008): *Az EU-csatlakozás és a magyar kutatás-fejlesztési és technológiai innovációs stratégia*. *Közgazdasági Szemle*, LV. évf., február, pp. 169–182.

- Jones, Ch. I. (2002): *Introduction to Economic Growth*. W. W. Norton & Company. New York and London. Second Edition.
- Jorgenson, D. W – Griliches, Z. (1967): *The Explanation of Productivity Change*. Review of Economic Studies. 34(3), pp. 249–283.
- Jorgenson, D. W. – Gollop, F. M. – Fraumeni, B. M. (1987): *Productivity and US Economic Growth*. Harvard Economic Studies. Cambridge, MA.
- Klenow, P. – Rodríguez-Clare, A. (1997): *The Neoclassical Revival in Growth Economics: Has it Gone Too Far?* NBER Macroeconomics Annual, Vol. 12. pp. 73–103.
- Machlup, F. (1958): *An Economic Review of the Patent System*. In: Study of the Subcommittee on Patents, Trademarks, and Copyrights of the Committee on the Judiciary 85th Congress, Second Edition.
- Maddison, A. (1995): *Monitoring the World Economy*. Development Centre of the Organization for Economic Cooperation and Development, Paris.
- Mankiw, G. N. – Romer, P. M. – Weil, D. N. (1992): *A Contribution to the Empirics of Economic Growth*. The Quarterly Journal of Economics, 107(2), pp. 407–437.
- Mill, J. S (1862): *Principles of Political Economy*. (5th Edition), New York: Appleton.
- North, D. C. (1981): *Institutions, Ideology and Economic Performance*. CATO Journal, 11(3), pp. 477–496.
- OECD (2015a): *Glossary of Statistical Terms*, Online: <http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=1171>
- OECD (2015b): *OECD Stat Database*, Labour Income Share Ratios, Online: <http://stats.oecd.org/Index.aspx?queryname=345&querytype=view>
- Park, W. G. (2003): *Do Intellectual Property Rights Stimulate R&D and Productivity Growth? Evidence from Cross-National and Manufacturing Industry Data*. In: Jon Putnam (ed.): *Intellectual Property Rights and Innovation in the Knowledge-Based Economy*, Calgary: University of Calgary Press.
- Park, W. G. (2008): *International Patent Protection: 1960–2005*, Research Policy, 37(4), pp. 761–766.
- Peneder, M. (2002): *Structural Change and Aggregate Growth*, WIFO Working Papers, No. 182. Vienna.
- Smith, A. (1759): *The Theory of Moral Sentiments*. London. A. Millar.

- Solow, R. M. (1956): *A Contribution to the Theory of Economic Growth*. The Quarterly Journal of Economics, 70(1), pp. 65–94.
- Szűcs Gergely (2014): *A szabadalmak megkérdőjelezett hasznossága*. Vezetéstudomány, XLV. évf. 2014. 11. szám. 2014. November, pp. 55–70.
- Taylor, M. S. (1994): *Trips, Trade, and Growth*. International Economic Review, 35(2), pp. 361–381.
- Tóth Kornél (2014): *The Effect of Derivative Financial Instruments on Bank Risks, Relevance and Faithful Representation: Evidence from Banks in Hungary*. Annals of the University of Oradea Economic Science, 23(1), pp. 698–706.
- Windmeijer, F. (2005): *A Finite Sample Correction for the Variance of Linear Efficient Two-step GMM Estimators*. Journal of Econometrics, 126(1), pp. 25–51.
- Schricke, E. – Stahlecker, T. – Zenker, A. (2012): *Knowledge-intensive (Business) Services in Europe*, EC.
- Venulex (2011): *The 2011 Patent Reform Act*, In: Jones Day Commentary.
- WIPO (2011): *International Classification of Goods and Services for the Purposes of the Registration of Marks (10th edition)*.
- WIPO (2015): *World Intellectual Property Organization's Statistics Data Center*, Online: <http://ipstats.wipo.int/ipstatv2/?lang=en>

Ösztönzők és korlátozások a kockázati tőkés szerződésekben

Lovas Anita – Perczes János – Rába Viktória

A kockázati tőkepiacon a befektetők és a vállalatok között létrejött szerződések speciális ösztönzőket és korlátozásokat tartalmaznak a magas fokú információs aszimmetria kezelésére, a befektetői kockázat csökkentésére, valamint a kilépés (exit) sikeresebb megvalósítására. Tanulmányunk célja a kockázati tőkepiacon kötött szerződések nemzetközi szakirodalmának bemutatása, elsősorban empirikus szempontból, valamint az eredmények összevetése a hazai gyakorlattal, melynek megismerését a kockázati tőkealapok számára kiküldött kérdőívekre alapoztuk. Vizsgálatunk során a menedzsment kontroll jogokra, az átváltoztatható kölcsön alkalmazására, a cash flow jogokra, a szavazati jogokra, valamint az értékesítéshez kapcsolódó jogokra (drag-along, tag-along) fókuszálunk. Cikkünkben bemutatjuk a kockázati tőkepiacon kötött szerződések legfontosabb sajátosságait, a kiválasztott szerződéses elemek jellemzőit és hatását a vállalati működésre, illetve a szerződő felekre. Az egyes elemek megismerését követően összegyűjtöttük a nemzetközi tanulmányok vonatkozó empirikus eredményeit, majd levontuk a következtetéseket a hazai szerződéses gyakorlat ismeretében.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: G24, G32, D86

Kulcsszavak: kockázati tőke, szerződés, menedzsment kontroll, átváltoztatható kölcsön, szavazati jog

1. Bevezetés

A kockázati tőkebefektetők legegyszerűbben úgy jellemezhetők, mint a magas hozamú, így jellemzően a magas kockázatú projektekre specializálódott befektetők (Sahlman 1990), akik előre meghatározott időtávra fektetnek be (Karsai 2012). A legnagyobb különbség a kockázati tőkés és az egyéb pénzügyi közvetítő között az, hogy a tőkén felül szakmai segítséget is nyújtanak a kiválasztott vállalkozások számára, így aktív tulajdonosi szerepet vállalnak (Hellmann–Puri 2002).

Lovas Anita a Budapesti Corvinus Egyetem tanársegédje. E-mail: anita.lovas@uni-corvinus.hu.
Perczes János egyetemi a Budapesti Corvinus Egyetem hallgatója. E-mail: pereczja@gmail.com.
Rába Viktória a MOL NyRt. finanszírozási szakértője. E-mail: rabaviki@gmail.com.

A tanulmány a Pallas Athéné Domus Scientiae Alapítvány támogatásával készült.

A befektetés során, illetve a befektetést előkészítő kiválasztási és szerződéskötési szakaszban aszimmetrikus információs helyzetről beszélhetünk, mert a befektető és a vállalkozó általában nem ismerik pontosan egymás termékét¹, valamint nem tudják ellenőrizni egymás tevékenységét, csak annak eredményét. Az első probléma miatt kontraszelekció alakulhat ki, az utóbbi miatt az erkölcsi kockázat jelenléte okoz gondot. A kontraszelekció és az erkölcsi kockázat nagyobb mértékű a kockázati tőkebefektetéseknél, mert jellemzően innovatív, magas kockázatú és bizonytalan kimenetű projekteket finanszíroznak. A problémák ezen felül kétoldalúak lehetnek, azaz nem egyszeres, hanem kettős erkölcsi kockázat áll fenn, mert nemcsak a vállalkozó, hanem a kockázati tőkés is aktív szerepet vállal, így mindkét szereplő tekinthető ügynöknek².

A kockázati tőkés alaposan felépítik a szerződési struktúrát, valamint ezt követően is folyamatosan ellenőrzik a vállalatot (*Sahlman 1990*), hogy időben felismerjék és megfelelően tudják kezelni az aszimmetrikus információs helyzeteket. A 2000-es évek nemzetközi szakirodalmában a kockázati tőkepiac témáján belül is egyre gyakrabban találkozunk a kockázati tőkés és a vállalkozó viszonyát, a befektetés részleteit rögzítő szerződések elemeivel, azok megkülönböztető jegyeivel, valamint hatásukkal a projekt későbbi sikerességére. A tanulmány ehhez a szakirodalomhoz kíván hozzájárulni a korábbi nemzetközi empirikus eredmények átfogó bemutatásával és azzal, hogy hozzájárul annak az űrnek a kitöltéséhez a hazai szakirodalomban, amely a folyamatosan fejlődő magyarországi kockázati tőkés és vállalkozói világ sajátosságainak elemzésével foglalkozik. A hazai gyakorlat megismeréséhez szerződéses adatbázis hiányában kérdőíves vizsgálatot alkalmaztunk. A tapasztalatok 15 magyar tőkealap-kezelő válaszait tükrözik, kiegészítve 32 szindikátusi szerződés teljes tartalmának megismertetésével.

2. A felhasznált nemzetközi kutatások bemutatása

A kockázati tőkepiacon kötött szerződések empirikus elemzése az elmúlt 10 évben került kifejezetten előtérbe. Kutatásunk során összegyűjtöttük azokat a tanulmányokat, amelyek a kockázati tőkés szerződések elemeinek empirikus vizsgálatával foglalkoztak.

Az 1. táblázat foglalja össze, hogy milyen adatbázist használtak fel az általunk vizsgált empirikus kutatások. Az eredmények többsége az amerikai befektetői gyakorlatot tükrözi, a legtöbb kutató amerikai szerződések elemzésével foglalkozott. Ez egyrészt a kockázati tőke iparág múltjával magyarázható, hiszen Amerikában te-

¹ A termék kifejezést itt átfogó értelemben használjuk. A vállalkozó terméke lehet maga a projekt, valamint a menedzseri képességei. A kockázati tőkés termékét jelenheti a szakmai kapcsolatai, a befektetői tapasztalata.

² Az ún. „megbízó-ügynök” probléma leírása magyarul (*Rees 1985*).

kinthető a legidősebbnek, másrészt a transzparenciával, illetve annak hiányával. A legtöbb országban nehéz hozzáférni a kockázati tőkés szerződésekhöz, mert az alapkezelők vonakodnak annak bemutatásától. Amerikán kívüli területekről kivételt képez Németország, ahol Hirsch és Walz imponáns adatbázist állított össze a németországi kockázati tőkealapok befektetései alapján, valamint Olaszország, ahol Caselli és szerzőtársai az olasz befektetések adatainak szinte teljes körű összegyűjtését végezték el.

1. táblázat				
A feldolgozott empirikus kutatások összefoglaló táblázata				
Szerző, dátum	Időszak	Befektetési terület	Vállalatok száma	Szerződési fázis³
Trester, 1998	n.a.	Egyesült Államok	kb. 100 ⁴	n.a.
Kaplan–Strömberg, 2003	1992–2001	Egyesült Államok	119	első és további körös szerződések
Kaplan–Strömberg [2004]	1992–2001	Egyesült Államok	67 ⁵	első és további körös szerződések
Kaplan et al., 2007	1998–2001	23 ország ⁶	145	első és további körös szerződések
Cumming, 2008	1996–2005	Európa	223	n.a.
Bengtsson, 2011	2006–2007	Egyesült Államok	182	első körös szerződések
Hirsch–Walz, 2013	1990–2004	Németország	290	első körös szerződések
Caselli et al., 2013	1999–2005	Olaszország	563 ⁷	első és további körös szerződések

Forrás: Saját szerkesztés a feldolgozott tanulmányok alapján.

A felhasznált tanulmányok arra nem tértek ki részletesen, hogy milyenek a vizsgált vállalatcsoportok egyéb jellemzői, például a célvállalatok mérete és a bevont tőke vállalatmérethez viszonyított aránya. Ezért az eredményeket általánosan értelmezzük a kockázati tőke-piacra vonatkozóan. Az állami szerepvállalás és így az állami források aránya országonként eltérő. *Brander et al. (2015)* adatai szerint (25 ország

³ Az első körös finanszírozás alatt a szerzők a korai fázisú (early stage) befektetéseket vizsgálják, ahol a vállalkozások még a bevételtermelés és a működés tényleges megkezdése előtt állnak. A további körös finanszírozás, általában egy második körös finanszírozást takar, ahol későbbi fázisban (later stage) történik a beszállás, amikor a céltársaság már bevételtermelő és akár már növekedési fázisban van.

⁴ A pontos adatot a szerző nem közölte a cikkben.

⁵ A minta a *Kaplan–Strömberg (2003)* almintája.

⁶ Többségében országonként 1–5 szerződés, kivétel Izrael (15), Anglia (10), Németország (14), Svájc (27) és Svédország (23).

⁷ A tanulmányban az ügyletek száma az ismert, a szerzők nem közzölték a vállalatok számát a cikkben.

több mint 22 ezer befektetése) míg az Egyesült Államokban inkább a magánfinanszírozású alapok a jellemzőek, Németországban és több európai államban is az állami jelenlét nagyobb mint 30% és akár az 50%-ot is elérheti. Magyarországon, különösen most, a Jeremie-program⁸ elindulását követően, jelentős⁹ az állami társfinanszírozású alapok jelenléte, így a mi kutatásunk elsősorban a Jeremie-alapokra terjed ki.

A fent bemutatott empirikus kutatások során a szerzők számos kérdésre keresték a választ, többek között arra, hogy milyen arányban alkalmaznak egyes ösztönzőket és korlátozásokat a szerződésekben, illetve milyen hatása van a kilépésre (exit) és így a kockázati tőkés profitjára az egyes korlátozásoknak. A továbbiakban ezekből emeljük ki a tipikus eredményeket.

3. Menedzsment kontroll és irányítási, igazgatósági jogok

A kontrolljogok kockázati tőkés szerződésekben betöltött szerepe rendelkezik a cash flow jogok mellett az ösztönzők közül a legkiterjedtebb szakirodalommal. Az empirikus eredményekből látható, hogy ez nem véletlen, hiszen a kontrolljogok és a cash flow jogok a szerződéskötés folyamatának szerves és elválaszthatatlan részét képezik. A kontrolljogok a legtöbb ösztönzőhöz hasonlóan a megbízó–ügynök problémát hivatottak enyhíteni, és beleszólást biztosítanak a vállalat működésébe a befektető számára, akinek kifizetése teljes egészében kötődik a vállalat sikeréhez.

A *menedzsment kontroll* jog a vezető tisztségviselők (ügyvezető (CEO), pénzügyi vezető (CFO)) kinevezésére, illetve leváltására vonatkozó jogot jelenti. A menedzsment kontroll értelmében a felek között előzetesen egyetértett, a szerződésben rögzített, objektív mérőszám nem teljesülése esetén a befektetőnek joga van az ügyvezető leváltására (*Fried–Hisrich 1995*). Az ügyvezető teljesítményének mérőszáma például a szerződéskötéskor megállapodott üzleti tervtől történő jelentős eltérés (bevétel elmaradás, költség túllépés, adózott eredmény jelentős elmaradása). A pénzügyi vezető befektetői oldalról történő kinevezése biztosíthatja a pénzügyileg felügyelt üzletmenetet. A kockázati tőkés célja alapvetően az üzleti stratégiába, valamint a működésbe történő beleszólás, a pénzügyi folyamatok felügyelete és a befektetett tőke megfelelő felhasználásának biztosítása és kevésbé az operatív szinten történő beavatkozás.

Az *igazgatósági kontroll* arra biztosít jogot a befektetőnek, hogy kinevezhesse a felügyelő bizottsági vagy az igazgatósági tagokat, illetve delegálja őket, akiken keresztül a befektető befolyásolni tudja a vállalat stratégiáját és működését (*Sahlman 1990*).

⁸ Az európai Jeremie-programról és az ennek keretében létrejött ún. Jeremie-alapokról lásd részletesen *Lovas–Rába (2013)*.

⁹ Magyarországon 2009 júniusában jelentek meg az első Jeremie-programok, amelynek keretében az Európai Unió társfinanszírozásával mára 28 kockázati tőke-alap jött létre, ami a körülbelül a piac 70 százalékát képviseli most (*MNB 2015*).

A kockázati tőkebefektetőnek a felügyelő bizottságban, igazgatóságban delegált útján történő részvétele magasabb kockázatú befektetések esetén jellemző, illetve nagyobb kitettség esetén az üzletmenetre történő nagyobb rálátást és a döntések kontrollálását biztosítja.

3.1. Nemzetközi tapasztalatok

Az igazgatósági kontroll jogok általánosan alkalmazott eszközök a kockázati tőkések részéről a *Bengtsson (2011)* által vizsgált első körös szerződésekben. A vizsgált mintában a kockázati tőkebefektetők nemcsak egy, hanem átlagosan 2,1 igazgatósági pozícióval rendelkeznek. Sőt, az esetek közel ötödében (18%) a befektető teljes mértékben kontrollálja a döntéseket az igazgatóságban elfoglalt többségi pozíciója révén. Az amerikai szerződések alapján *Bengston (2011)* szerint a vétőjogokkal összefüggő korlátozó kovenánsok¹⁰ kevésbé jellemzőek, amikor a befektetők gyengébb kontrolljogokat kötnek ki, és gyakoribbak, amikor nagyobb, hitelkonstrukcióhoz hasonló kitettségük van, és akkor is alkalmazzák őket, amikor a befektető többségben van a döntéshozásban.

Cumming (2008) a menedzsmentkontroll esetében az ügyvezető leváltásával foglalkozik, az igazgatósági kontroll esetében pedig a befektető igazgatóságban (irányításban) elfoglalt többségi pozíciójával.¹¹ Az általa vizsgált vétőjogok az eszközértékesítés, eszközvásárlás, tőkeemelés és a szavazati jogok megváltozásának marginális hatásait mutatja be a többváltozós logit-modellje. Statisztikailag szignifikáns kapcsolatot talált a menedzsment/igazgatósági kontroll és a vétőjogok kikötése, valamint a felvásárlással történő kiszállás között.

Az ügyvezető leváltásához való jog kikötése önmagában 38,6 százalékkal növeli a felvásárlás valószínűségét, de további korreláló változók együttes figyelembe vételével, mint a board kontroll, vétőjogok, drag-along jog és felhígulás elleni védelem, ez az arány 23,6 százalékra csökken.

A befektető igazgatóságban elfoglalt többségi pozíciója, illetve többségi szavazati joga 23,7 százalékkal növeli a felvásárlással történő kiszállás valószínűségét a többi változó változatlansága mellett. Az előbbihez hasonlóan *Cumming* itt is vizsgálja a már említett korreláló változók hatását, miszerint minden egyes változó további 12,2 százalékkal növeli az akvizícióval történő lezárás valószínűségét.

A befektetés leírásának 31,7 százalékkal kisebb az esélye az (alapító tulajdonos) ügyvezető leváltásához való jog kikötése esetén, illetve 18,2 százalékkal kisebb

¹⁰ A kovenánsok kötelezettségvállalások, melyek feladata a finanszírozó és a vállalkozó érdekeinek összehangolása, valamint a biztosítékok védelme. Bővebben lásd *Walter (2014)*.

¹¹ Itt fontos megjegyezni, hogy a magyar és angol-szász irányítási gyakorlat eltér egymástól. Míg a hazai gyakorlatban a lényeges döntések a közgyűlésen, illetve taggyűlésen dőlnek el a tulajdonosok beleszólásával, az angol-szász rendszerben a döntéshozatal az igazgatósági üléseken zajlik, ahol amennyiben valaki nem képviselteti magát, kimarad a döntéshozatalból.

a valószínűsége a kontrolljogok (drag-along és felhígulás elleni védelem) kikötése esetén. Mindamellettt hogy az ügyvezető leváltásához való jog kikötése és a kontrolljogok közötti korreláció mértéke 0,54 Cumming modelljében, ez lényegesen nem befolyásolja a kontrolljogok kikötésének az akvizícióra gyakorolt pozitív hatásának szignifikanciáját és a leírásra gyakorolt negatív hatását.

Összességében *Cumming (2008)* eredményei megmutatják, hogy fenti jogok kikötése nagyobb valószínűséggel vezet akvizícióhoz, és a gyenge kontrolljogok nagyobb valószínűséggel IPO-hoz (elsődleges nyilvános részvénykibocsátás), vagy a befektetés sikertelen lezárásához, azaz leírásához vezetnek.

Kaplan és Strömberg (2004) azt vizsgálta, hogy milyen kapcsolat van a kontrolljogok használata és a befektetés körüli egyes kockázati faktorok között. A kockázatokat három csoportba sorolták. Az első csoport a belső kockázatok, amelyek az aszimmetrikus információs helyzet miatt jelentkeznek, mint például a monitoringozás nehézsége vagy a vállalkozó tőkefelhasználási szokásai. Ezzel szemben a külső kockázatok mindkét fél számára egyenlő bizonytalanságot jelentenek, ilyen például a versenytársak válasza, vagy a jövőbeli kereslet a vállalat termékei iránt. A harmadik csoportot a végrehajtási kockázatok adják, előfordulhat ugyanis, hogy a vállalkozó és a befektető közötti kapcsolat súrlódásmentes, mindkét fél magasra értékeli a várható keresletet, mégsem sikerül végrehajtani a stratégiát. Az empirikus eredmények megerősítették a várakozásokat abban, hogy mind a belső, mind a külső kockázati faktorok erősödése egyenes arányban van a befektetői kontroll növekedésével. Minél kockázatosabb környezetben működik a vállalat, annál erősebb befektetői kontroll várható. A végrehajtási kockázatok nem mutattak kapcsolatot a kontroll mértékével, és más szerződéses mechanizmusokkal vannak csak összefüggésben, úgy mint vesting-struktúrák és likvidációs jogok¹².

Caselli és szerzőtársai (2011) 834 magántőke-befektetést vizsgáltak abból a célból, hogy kapcsolatot keressenek az igazgatósági tagság összetétele és a várható hozam között. A minta 563 kockázati tőkés szerződést is tartalmazott, így eredményeik a magántőke ezen szegmensében is relevánsak. Negatív kapcsolatot találtak a befektető által egyidejűleg és korábban több vállalatban vállalt tagságok, valamint a teljesítmény között, ezenkívül a kockázati tőkés belső csapatából kinevezett igazgatósági tagok és a teljesítmény között. Számos magyarázat létezhet a kapcsolatra, de a tanulság egyértelmű a kockázati tőkés számára: a cég teljesítményét jobban növeli, ha a kockázati tőkéshez kevésbé kötődő, iparági szakembereket neveznek ki igazgatósági tagoknak.

¹² A vesting-struktúrát „fokozatos részesedésszerzésnek” lehet nevezni, a likvidációs jogok szerint a kockázati tőkebefektetők nem a tulajdonosi részesedésük alapján jutnak bevételhez a vállalat eladásakor, illetve felszámolásakor, hanem elsőbbséget élveznek. Bővebben lásd *Zsembery (2014)*.

3.2. A hazai piaci tapasztalatok

A hazai szokások vizsgálatakor alapvetően két dolgot vizsgáltunk meg: fontosnak tartják-e a hazai alapkezelők, hogy lehetőségük legyen a vezető tisztségviselők visszahívására, valamint gyakorolnak-e befolyást a portfólióvállalataikra igazgatósági tagságon keresztül. Kiinduló hipotézisünk szerint a nemzetközi empirikus eredmények alapján hazánkban is fontos ez a két mechanizmus, amelyet az eredmények megerősítettek.

A válaszadó alapok többsége (15-ből 13-an) biztosít magának igazgatósági tagságot a szerződésekben, míg szinte mindenki (1 kivételével) megtartja magának a vezető tisztségviselő (CEO/CFO) visszahívásának és új kinevezésének lehetőségét. A hazai gyakorlatban azonban az igazgatóság szerepe eltér az angolszász gyakorlattól, miszerint a lényeges döntések a közgyűlésen, illetve taggyűlésen történnek. Caselli és társai elemzésére reflektálva – melyt vizsgálja, hogy külső munkatársakat bíz-e meg az alapkezelő, vagy saját munkatársait ülteti az igazgatósági székbe – a hazai válaszadók közel fele (15-ből 6-an) szokott külső munkatársakat is alkalmazni, és az esetek nagy részében saját, alapkezelőn belüli, sok iparággal és befektetéssel foglalkozó munkatársai vesznek részt az igazgatósági munkában. Erre egy lehetséges magyarázat a hazai alapkezelők méretbeli elmaradása nemzetközi társaiktól, melyből kifolyólag kevesebb erőforrással és kapcsolattal rendelkeznek, ami a megfelelő külső szakemberek, munkatársak felkutatásának alapja. Magyarázatként szolgálhat az is, hogy hazánkban a szóban forgó szakemberi körből csak kevesen engedhetik meg maguknak, hogy alacsonyabb fizetésért egy nagy kockázatot rejtő, kezdő vállalkozásnál helyezkedjenek el, illetve a másik oldalról megközelítve kevés az a szakember, aki nemcsak multinacionális vállalati tapasztalattal rendelkezik, és alkalmas lehet egy kisvállalkozás menedzselésére.

4. Szavazati jogok

A *szavazati jogok* elosztása, valamint a *vétőjog* biztosítása bizonyos kérdésekben a befektető számára szintén a befektetői kontrollhoz kapcsolódik (Sahlman 1990). A társaság taggyűlésében, illetve közgyűlésében a szavazati jogok megfelelő elosztásával kontrollpozícióba kerülhet, de a szavazati többségi pozíció elérése nélkül is a befektető számos kérdésben (többek között a vezető tisztségviselők megválasztása vagy visszahívása, új tag belépése, más vállalkozásban történő tulajdonszerzés, üzleti terv elfogadása) törekszik vétőjog kikötésére (társasági szerződésben, alapszabályban), így nélküle bizonyos kérdésekben nem születhet döntés.

4.1. Empirikus eredmények a nemzetközi szakirodalomban

Bengsston (2011) szerint a szavazati jogok elosztása (kisebbség vs többség) összefügg a szerződésbe foglalt kovenánsok (pl. eszközvásárlás-, forrásbevonás korlátozása, menedzsment kinevezése) számával. A befektető többségi részesedése

esetén átlagosan 2,45 kovenánst alkalmaznak, kisebbségi részesedés esetén 3,06 kovenánst, mely eredmény rávilágít a kisebbségi részesedéssel vállalt magasabb kockázatra.

A német szerződéseket elemezve az empirikus eredmények azt mutatták, hogy a szavazati jogok elosztása jelentősen függ attól, hogy milyen típusú a kockázati tőkebefektető, azaz független magánbefektetők vagyonaival gazdálkodik-e, vagy egy intézmény tőkéjével (bank vagy állam). Az első esetben a szavazati jogoknak átlagosan több mint 50 százalékát kapják a kockázati tőkebefektetők, az utóbbi esetben 25 százalék alatti ez az arány (Hirsch–Walz 2013).

A Kaplan és Strömberg (2003) által vizsgált első körös amerikai szerződésekben a kockázati tőkések szavazati aránya legalább 41 százalék, de van olyan eset, ahol a 69 százalékot is eléri. Az USA-n kívüli szerződésekben hasonló arány tapasztalható, átlagosan a szavazatok 37 százalékával rendelkeznek a befektetők.

4.2. A hazai piaci tapasztalatok

Az angolszász területeken gyakran találkozhatunk olyan részesedésekkel (Kft-nél üzletrésszel), amelyek nem biztosítanak szavazati jogot, illetve igazgatósági tagságot. Ezzel szemben Magyarországon a tulajdonosi és a szavazati jogok szinte mindig együtt járnak, ritkán válnak el egymástól. A szavazati jogok (és így a tulajdonosi jogok) arányának széles skálája jellemző a hazai gyakorlatban, kisebbségi és többségi részesedés egyaránt jellemző, 25 százalék +1 szavazattól akár 75 százalékig is. Ez összhangban van Kaplan és Strömberg eredményeivel is. Bengtsson következtéseihez kapcsolódóan azonosítottuk a már említett kovenánsokat, adatbázisunk kis mérete miatt azonban a befektetői részesedéssel nem találtunk kapcsolatot. A magyar kockázati tőkés piacon – mivel többségben olyan alapokat vizsgáltunk, ahol független magánbefektetők nyújtják a tőkét vegyes modellben, európai uniós forrás mellett – Hirsch és Walz kutatását nem tudtuk a hazai piaci gyakorlatra vonatkoztatni.

5. Cash flow jogok

Egy olyan világban, ahol nincs információs aszimmetria, nem lenne szükség a cash flow jogok használatára. A valóságban azonban a vállalat tevékenységének kimene- te a vállalkozó akaratán és képességein múlik, ezt azonban nem tudja a befektető teljes körűen megfigyelni és ellenőrizni (vagy csak nagyon magas költséggel), így jött létre az a szándék a befektetők részéről, hogy megvédjék magukat a sikertelen kimenetektől. Holmstrom (1979) elméleti síkon megmutatta, hogy korlátolt felelős- ség és kockázatkerülő befektetők mellett az optimális szerződés maximális védel- met biztosítana a befektető számára negatív kimenetek esetén, a pénzáramok 100 százalékát hozzárendelve. A kockázati tőkés szerződések valós világában azonban

nem ez a megfigyelhető, ugyanis a legtöbb záradék biztosít valamekkora kifizetést sikertelenség esetén is a vállalkozó számára.

A vállalati pénzáramból történő részesedésért a tulajdonosi arányoktól eltérített cash flow jogok azonban nemcsak a sikertelen kimeneteket kezelik. Különösen az innovatív, induló vállalkozások esetén van kiemelt szerepe a cash flow jogok további funkciónak, hiszen ezek a vállalkozások nem is rendelkeznek likvidálható vagyonelemekkel bukás esetén. A cash flow jogok hármas célt szolgálva, nemcsak a „menthető” cash flowból való elsőbbségi részesedést biztosítják a befektetők számára, hanem védik a befektető részesedését az alacsonyabb finanszírozás melletti hígulástól, valamint a kilépéskori kifizetések sorrendjét is megszabják, biztosítva a befektetői elvárt hozam elérését.

A leggyakrabban használt cash flow jogok (*Bengtsson–Sensoy 2011 csoportosítása szerint*) hét kategóriába sorolhatóak. Szerepük szerint a *kumulált osztalékjogok*, a *likvidációs elsőbbségi és részvételi jogok* a gyenge teljesítmény mellett biztosítanak a befektető számára magasabb részt a vállalati pénzáramokból, de akár annak egészét is biztosíthatják. A *hígulás elleni jogok* további részesedést biztosítanak a befektető számára, ha az új részvények kibocsátása alacsonyabb értékelésen történik, mint amin ő befektetett a vállalatba. Ezzel biztosítható, hogy a kockázati tőkés részesedése ne csökkenjen túlzott mértékben, és egyúttal duplán büntetik a rosszul teljesítő vállalkozót, akinek így a részesedése még jobban csökken a vállalatban. A *visszafizetést biztosító jogok* egy put opciót juttatnak a befektetőnek, aki gyenge teljesítmény mellett eladhatja részesedését a vállalatnak, illetve az eredeti tulajdonosoknak. Az előző cash flow jogokkal szemben a vállalkozót védi az ún. *fizess-ha-játszani-akarsz jog* (pay-to-play rights), amely megszabja, hogy milyen jogokat veszít el a befektető, ha nem száll be a következő finanszírozási körökbe. A *hozamelsőbbségi jog* a kiszállási árból való részesedés nagyságát és sorrendiségét szabja meg a legtöbb hazai kockázati tőkés szerződésben a megtérüléstől (IRR) függően.

Az átváltható kölcsön és az átváltható elsőbbségi részvény (convertible debt and convertible preferred equity) formájában történő befektetés – mely a cash flow jogok endogén módon történő elosztására ad lehetőséget – az induló, start-up vállalkozások finanszírozásánál gyakran használt forma (*Hellmann–Puri 2002*). Az átválthatóság révén a hitel és a részvény tulajdonságai ötvöződnek egy értékpapírban, mely a kockázati tőkésnek biztonságot nyújt a vállalkozás rosszul teljesítése esetén, többek között felszámolás során a hitelezők kielégítési sorrendben elfoglalt helyének köszönhetően. Amennyiben a vállalkozás sikeres, a tőkés az átváltással élve további hasznokból részesül a hiteltörlesztéshez képest¹³.

¹³ A mezzanine típusú finanszírozás cash flow hatásairól és kockázatairól, lásd bővebben *Kőszegi–Walter (2014)*.

5.1. Nemzetközi tapasztalatok

Bengtsson és Sensoy (2011) a cash flow jogok, azok közül is különösen a befektetői hozamelvárást védő jogok (downside protection rights) és a befektetői képességek kapcsolatát vizsgálták. Fő eredményük, hogy a nagyobb tapasztalattal rendelkező kockázati tőkések kevesebb ilyen jogot alkalmaznak. Ezeknél a kockázati tőkéseknél hangsúlyosabb lesz a board és szavazati kontroll használata, amelyeken keresztül biztosítani tudják a portfólióvállalat minél nagyobb sikerét.

Kaplan és Strömberg (2003) megerősítették a fejezet első részében felvezetett állítást, miszerint a cash flow jogok nagysága függ a vállalat teljesítményétől és a projekt életrésztől. Mintájukban a befektetők a pénzáramok átlagosan 8,8 százalékkal nagyobb részére voltak jogosultak a legrosszabb kimenet mellett, mint a legjobb mellett. Ami még jelentősebb megfigyelés, hogy annak ellenére, hogy a kockázati tőkések általában kisebbségi tulajdonosok a portfólióvállalatban, a mintában közel felét kontrollálták a pénzáramoknak. Ebben a mintában az alapítók a harmadára, míg egyéb érdekeltek az ötödére voltak jogosultak. Az is kitűnik eredményeik közül, hogy a kockázati tőkések kiemelt kérdésként kezelik befektetésük védelmét, ha a vállalatot eladják vagy rosszul teljesít. A 213 befektetési döntési mintából mindössze egyben nem szerepelt az alapítók követeléseit senioritásban megelőző befektetői követelés, és ezen követelések 98 százaléka legalább akkora volt, mint az eredetileg befektetett összeg. A befektetők tehát nem mutatnak egyelőre hajlandóságot abban, hogy osztozzanak a sikertelenségen a vállalkozóval. A likvidációs elsőbbségi joghoz hasonló gyakorisággal tartalmazznak a szerződések hígulás elleni védelmet is (95%).

A törzsrészcseré formájában történő tőkebefektetés *Cumming (2008)* kutatásában kevesebb, gyengébb kontrolljoggal jár együtt, mint az átváltható formában történő befektetés esetében. A törzstőkébe történő befektetés esetén 12 százalékkal nagyobb a valószínűsége a tőzsdéi bevezetéssel történő lezárásnak. A felvásárlással történő lezárás pedig sokkal valószínűbb a kockázati tőkés átváltható formában történő befektetése esetén.

Az átváltható értékpapírok aránya a finanszírozási szerkezetben országonként különbséget mutat. *Kaplan és Strömberg (2003)* eredménye szerint a szerződések 96 százaléka átváltható értékpapírt alkalmaztak, az esetek 79 százaléka pedig kizárólag átváltható értékpapír szerepelt az amerikai szerződésekben. Szintén az átváltható értékpapírok jelentőségét igazolta egy pár évvel későbbi amerikai kutatás (*Bengtsson 2011*), de Bengtsson már csak 58 százalékos arányt talált. Összehasonlítva a más országok esetében kialakult finanszírozási szerkezettel, a nem-USA befektetéseknek csak az 54 százaléka alkalmaztak átváltható elsőbbségi részvényeket (*Kaplan et al. 2007*).

A kutatási eredmények szerint az átváltható értékpapírok aránya összefüggésben van azzal, milyen erős az aszimmetrikus információ miatti probléma. A vállalatok korai életszakaszában, amikor az információk aszimmetria valószínűsége nagyobb, az elsőbbségi részvények használata sokkal jellemzőbb¹⁴. A vállalati életkor előrehaladásával és az érettség elérésével a vállalat ellenőrzésének egyszerűsödésével párhuzamosan a hiteljellegű finanszírozás kerül előtérbe (Trester 1998).

5.2. A hazai piaci tapasztalatok

Bengtsson és Sensoy (2011) szerint összességében elmondható, hogy a teljesítmény javulásával a cash flow jogok hatása csökken, és végül teljesen eltűnik. Ez az állítás azokon a piacokon igaz, ahol a tőzsdei kibocsátás reális cél egy vállalat számára, Magyarországon azonban az alacsony likviditás, a magas kibocsátási költségek, a kis vállalati méret és a tőzsde által megkövetelt transzparencia hiánya miatt ez a kimenet jelenleg még nem jellemző. A sikeresség „csúcának” a vállalat magánpiaci eladása tekinthető, ahol még nagy jelentősége van a hozamelsőbbségi jogn keresztül a cash flow jogoknak.

Míg Bengtsson és Sensoy a negatív kimenetektől való védelemre helyezték a hangsúlyt vizsgálatukban, addig mi a 32 hazai szindikátusi szerződés elemzése során megállapítottuk, hogy a likvidációs elsőbbség már elmaradhatatlan része a szindikátusi szerződéseknek. A kérdőíves felmérésünk során a pozitív kimenetek (upside) melletti pénzáramokból való osztozkodásra fókuszáltunk.

A hozamelsőbbségi jogok alapvetően úgy működnek, hogy a kilépési árból a befektető elvárt hozamának eléréséig a tulajdonosi aránynál (pro rata) nagyobb arányban részesedik, majd ha a tulajdonosi arányok szerint őt megillető rész is biztosítaná számára az elvárt hozamot, a vállalkozó és a befektető együtt részesednek a maradék összegből, egy előre meghatározott aránynak megfelelően.

A felmérés során arra voltunk kíváncsiak, hogy egy esetleges kiszálláskor a befektetők átengednek-e valamekkora összeget a vállalkozók számára addig, amíg el nem érik elvárt hozamukat az adott befektetésen, valamint ha az elvárt hozam túlszárnyalásra kerül, arányaiban hajlandók-e a befektetők a sikert elérő vállalkozó számára a tulajdonosi arányoktól eltérített nagyobb kifizetéseket biztosítani.

A megkérdezett 15 alapkezelő közül 13-an alkalmaznak befektetéseiknél kizárólagos hozamelsőbbséget a befektetés egy elvárt hozammal növelt összegéig. Mivel a kérdőív nem egyes szerződéseket vizsgált, hanem alapkezelői gyakorlatokat, ez nem azt jelenti, hogy a befektetések nagy részénél kizárólag az alapkezelő részesül a kiszállási árból az elvárt hozamának teljesüléséig, ám mutatja, hogy a magyar kockázati tőkés

¹⁴ Az elsőbbségi részvény saját tőkés finanszírozásnak tekinthető, ezért az átváltható kötvényekhez képest nem növelik a tőkeáttételt. A tőkeáttételes finanszírozásról részletesebben lásd *Berlinger et al. 2012*.

gyakorlatban bevett szokás a vételár eltérítése a befektető védelme érdekében. Az alapkezelők több mint fele (15-ből 9-en) az elvárt hozam felett is a tulajdonosi arányoknak megfelelő részesedést kötött ki. Előbbi nem meglepő, hiszen az elvárt hozam teljesítése a minimum cél egy befektetőnél, utóbbi eredmény azonban elgondolkodtató üzenetében. Egyik interpretációjában azt is jelenti, hogy a befektető a sikerért megtett erőfeszítést a tulajdonosi arányokban értékeli a vállalkozó, ugyanis elegendően nagy összeg mellett (elérve a kritikus szintet) a tulajdonosi arányokban kíván osztozkodni a sikerekből.

6. Értékesítési jogok

A drag- és tag-along jogok már-már együtt járnak a kockázati tőkés szerződés fogalmával, annyira elterjedt a használatuk. A potenciális cégeladás során érdekellentétek merülhetnek fel a befektető és a vállalkozó részéről egyaránt. Az ún. hold-up probléma akkor jelentkezik, amikor az egyik fél értékesíteni kívánja a tulajdonrészét, de a másik fél ezt ellehetetlenítheti például azzal, hogy nem adja el a saját tulajdonrészét, a vevő pedig csak 100 százalékos tulajdon szerzésében érdekelt. Erre született meg az ún. „co-sale”, illetve ún. drag-along jog, azaz együtt értékesítési kötelezettség, aminek keretében a befektető kényszerítheti a vállalkozót tulajdonrészének azonos feltételek melletti eladására (Berglöf 1994; Zsembery 2014). Az ún. tag-along jogok, azaz együttértékesítési jogok annyiban különböznek, hogy ha a vállalkozó kívánja eladni a részesedését, akkor a befektetőnek is legyen lehetősége ugyanolyan feltételek mellett értékesíteni tulajdonrészét és viszont (Feld–Mendelson 2012).

A kisebbségi és többségi tulajdonosi státusz a kockázati tőke világában nem a legfontosabb kérdés éppen a különböző szerződéses mechanizmusok következtében, amelyek a tulajdonosi arányoktól eltérítik az egyes kontroll és cash flow jogokat, és erre kiváló példa a drag- és tag jogok használata tulajdonosi arányoktól függetlenül. Bár a tanulmány külön nem tér ki rá, fontos megemlíteni, hogy azon kívül, hogy a befektető rendelkezik ezen jogokkal, általában az összes részvényes rendelkezik tőkeemelési és értékesítési elsőbbségi jogokkal, ami lehetőséget biztosít számukra egy esetleges drag-along érvényesítés esetén a befektető részvényeinek megvásárlásán keresztül a társaság további tulajdonlására, természetesen ehhez legalább a harmadik fél vevő ajánlati összegét fel kell ajánlani.

6.1. Nemzetközi eredmények

A drag- és tag-along jogok használatának vizsgálata eddig kevés empirikus kutatás fókuszában volt. Talán éppen azért, mert használata szinte mindennappossá vált, és természetesnek veszik ezen jogok beépítését a szerződésekbe. Erre a feltételezésre utal Caselli et al. (2013) megállapítása, miszerint ez a két jog a leggyakrabban használt kovenáns a kockázati tőkés szerződésekben, mintájukban a szerződések

87 százalékában szerepelt. Ugyanezen tanulmány vizsgálta a hozamokkal való összefüggésüket, és a szerzők azt állapították meg, hogy nem korrelál használatuk a későbbi hozamokkal és a projekt sikerességével, amely megállapítások szintén az alapértelmezettségre utalnak.

Mivel egy esetleges értékesítéskor van jelentőségük, intuitíven azt gondolhatjuk, hogy lehet összefüggés a projekt kimenete (leírás, felvásárlás, IPO) és használatuk között. *Cumming (2008)* Európára épített adatbázisában a vizsgált kontrolljogok közül a drag-along jog hatását vizsgálta az IPO és a felvásárlással történő lezárás összehasonlítása során. Hozzá kell tenni, hogy Cumming a drag-along jogot együtt kezeli további kontrolljogokkal, úgy mint a befektető eladási opciója és felhígulás elleni védelme (extra kontrolljogok). Modelljében a már bemutatott menedzsment, board kontroll és vétójogok mellé beépítette a drag-along jogot, az eladási opciót és a felhígulás elleni védelmet, és azt tapasztalta, hogy minden egyes változó további 12,2 százalékkal növeli a felvásárlással történő lezárás valószínűségét és a befektetés leírásának 18,7 százalékkal csökkenti az esélyét az említett extra kontroll jogok. A drag-along jogok a többi vizsgált extra kontrolljogokhoz képest sokkal fontosabbnak és meghatározóbbnak bizonyultak, kikötésük esetén az IPO valószínűsége 15,8 százalékkal csökkent, a felvásárlással történő lezárás valószínűsége 31,5 százalékkal nőtt.

6.2. Értékesítési jogok használata Magyarországon

A 32 szindikátusi szerződés elemzése során megfigyeltük, hogy habár az alapkezelők minden esetben rendelkeznek drag- és tag-along jogokkal, nem minden esetben élhettek ezekkel korlátlanul¹⁵. A legtöbb esetben feltételekhez kötötték a drag-jogok alkalmazását, amely feltételeket négy csoportra osztottuk. Az első csoport az eredményességhez köthető, amely nem jelent mást, mint hogy a vállalkozót védve csak akkor élhettek ezen jogokkal a befektetők, ha a vállalat 100 százalékára vonatkoztatott vételár eléri egy bizonyos eredményességi mutató (legtöbbször EBITDA) többszörösét. A második csoport ezen vételárnak egy nominális értékhez kötése. A harmadik csoportban az üzleti terv teljesítésének vizsgálata van a középpontban, és csak annak alulteljesítése esetén élhet a befektető a drag-along joggal. Az utolsó korlátozás a drag használatát időponthoz kötötte, amely szintén a vállalkozót védi annak érdekében, hogy elég időt kapjon a bizonyításra, és ne kényszerüljön a projektből való kilépésre idő előtt. Ez az idő jellemzően a befektetéstől számított három év volt. Legtöbbször az említett feltételek kombinálása volt megfigyelhető.

¹⁵ Itt a hazai gyakorlat szempontjából fontosnak tartjuk megjegyezni, hogy a korlátozott felelősségű társaságok esetében több jogász szerint is kérdéses ezen jogok bírósági kikényszeríthetősége.

2. táblázat

A drag-along jogok használatának korlátozásai a megkérdezett magyarországi befektetések körében

Korlátozás	Használatának aránya az alapkezelők körében
EBITDA	27,30%
Nominális	36,40%
Üzleti terv	9,10%
Időkorlát	100%
Egyéb	18,20%

Forrás: Saját szerkesztés a felmérés alapján.

A 2. táblázatban látható eredményekből következik, hogy sokszínű korlátozásokhoz kötik a magyar alapkezelők a drag-jog használatát szerződéseikben. Fontos kiemelni, hogy mindegyik alkalmaz időbeli korlátot, ami a vállalkozónak biztosítja, hogy ne kényszerüljön idő előtt feladni vállalkozását.

7. Összefoglalás

A befektetők számára széles eszköztár áll rendelkezésre a kontraszelekció és az erkölcsi kockázat kezelésére, úgy mint irányítási jogok, az eredményből való részesedéshez kapcsolódó jogok, valamint az értékesítéshez kapcsolódó jogok. Az eredmények azt mutatták, hogy területtől, befektetői típusoktól és a projekt kockázatosságától függően eltérő az alkalmazott ösztönzők és korlátozások száma. A kiszállásra (exit) és így a vállalkozások eredményességére gyakorolt hatásuk is meghatározó, például nagyobb valószínűséggel történik IPO erősebb befektetői jogok mellett.

A tanulmány eredményei szerint a hazai kockázati tőke világa nemzetközi piacokéhoz hasonló mechanizmusokat alkalmaz, és azokat hasonló módon használja szerződéseiben. Vannak azonban érdekes megfigyelések, például hogy a hazai alapkezelők kisebb része alkalmaz külső igazgatósági (board)tagokat portfólióvállalataik irányítása során, valamint hogy a hazai alapkezelők számára kiemelten fontos a társaság eredményessége (EBITDA) az egyes jogok érvényesítése során.

Mindkét eset magyarázata ugyanaz lehet: a hazai alapkezelők kisebb mérete. Egyrészt kevesebb erőforrásuk van arra, hogy külső igazgatósági tagokat kutassanak fel és alkalmazzanak, másrészt nem hagyatkozhatnak statisztikai mintákra a portfólióvállalataik kezelése során, és minden vállalatnál előtérbe kell helyezniük az eredményességet, hogy biztosítsák a saját befektetőik számára az elvárt hozamot.

A hazai piacon kilépésre, illetve a befektetések lezárására vonatkozó eredményeink még nincsenek, hiszen a – kutatásunkban jellemző – Jeremie-alapok a tőkekihelyezés szakaszában vannak, a sikeresség így még nem értékelhető.

Felhasznált irodalom

- Bengtsson, O. – Sensoy, B. A. (2011): *Investor Abilities and Financial Contracting: Evidence from Venture Capital*. Journal of Financial Intermediation, 20(4), pp. 477–502.
- Bengtsson, O. (2011): *Covenants in Venture Capital Contracts*. Management Science, 57(11), pp. 1926–1943.
- Berglöf, E. (1994): *A Control Theory of Venture Capital Finance*. Journal of Law, Economics, Organization, 10(2), pp. 247–267.
- Berlinger Edina – Horváth Ferenc – Vidovics-Dancs Ágnes (2012): *Tőkeáttétel-ciklusok*. Hitelintézési Szemle, 12. évf., 6. szám, pp. 1–23.
- Brander, J. A. – Du, Q. – Hellmann, T. (2015): *The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence*. Review of Finance, 19(2), pp. 571–618.
- Caselli, S. – Garcia-Appendini, E. – Ippolito, F. (2013): *Contracts and Returns in Private Equity Investments*. Journal of Financial Intermediation. 22(2), pp. 201–217.
- Cumming, D. (2008): *Contracts and Exits in Venture Capital Finance*. The Review of Financial Studies, 21(5), pp. 1948–1982.
- Czinkoczkó Zoltán – Mike Károly (2012): *Befektetővédelem – Társasági jogi szabályok a kockázati tőkebefektetések tükrében*. Pázmány Law WorkingPapers, Nr. 2012/20. kötet.
- Feld, B. – Mendelson, J. (2012): *Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist*. New Jersey: John Wiley - Sons.
- Fried, V. H. – Hisrich, R. D. (1995): *The Venture Capitalist: A Relationship Investor*. California Management Review, 37(2), pp. 101–113.
- Hellmann, T. – Puri, M. (2002): *Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence*. The Journal of Finance, 57(1), pp. 169–197.
- Hirsch, J. – Walz, U. (2013): *Why do Contracts Differ Between Venture Capital Types?*. Small Business Economics, 40(3), pp. 511–525.
- Holmstrom, B. (1979): *Moral Hazard and Observability*. The Bell Journal of Economics. 10(1), pp. 74–91.
- Kaplan, S. N. – Strömberg, P. (2003): *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*. Review of Economic Studies, 70(2), pp. 281–315.
- Kaplan, S. N. – Strömberg, P. (2004): *Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses*. The Journal of Finance, 59(5), pp. 2177–2210.

- Kaplan, S. N. – Martel, F. – Strömberg, P. (2007): *How do Legal Differences and Experience Affect Financial Contracts?*. Journal of Financial Intermediation, 16(3), pp. 273–311.
- Karsai Judit (2012): *A kapitalizmus új királyai*. Budapest, Közgazdasági Szemle Alapítvány, p. 250.
- Kőszegi Eszter – Walter György (2014): A mezzanine finanszírozás. In: Walter György (szerk.) *Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban: lehetőségek és döntések a magyar piacon*. 244 p. Budapest: Alinea, pp. 161–171.
- Lovas Anita – Rába Viktória (2013): *Állami szerepvállalás a start-up vállalatok finanszírozásában*. Hitelintézeti Szemle, 12(5), pp. 353–370.
- MNB (2015): *Elemzés a hazai kockázati tőkealap-kezelők és alapok működéséről*. Elérhető: http://felugyelet.mnb.hu/data/cms2428377/Elemzes_a_kovkazati_tokealapkeze_loi_szektorrol_0202.pdf. Letöltve: 2015. február 4.
- Rees, R. (1985): *A megbízó és az ügyvivő elmélete 1-2. rész* (ford. Király Júlia). Szigma, 18. évf., 3–4. szám, pp. 165–186 és 279–297.
- Sahlman, W. A. (1990): *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations*. Journal of Financial Economics, 27(2), pp. 473-521.
- Trester, J. J. (1998): *Venture Capital Contracting under Asymmetric Information*. Journal of Banking and Finance, 22(6–8), pp. 657–699.
- Walter György (2014): *A bankszektor és a bank*. In: Walter György (szerk.) *Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban: lehetőségek és döntések a magyar piacon*. 244 p. Budapest, Alinea, pp. 29–62.
- Zsembery Levente (2014): *A sajáttőke-finanszírozás*. In: Walter György (szerk.) *Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban: lehetőségek és döntések a magyar piacon*. 244 p. Budapest, Alinea, pp. 173–210.

Takarékszövetkezetek + integráció = hatékonyabb pénzforgalom?

Bodnár László – Delikát László – Illés Bence – Szepesi Ádám

A tanulmány az integráció történetének rövid ismertetése után bemutatja a takarékszövetkezeti szektor pénzforgalomban betöltött szerepét. Feltárja a takarékszövetkezeti szektor pénzforgalmi hiányosságait, rámutat arra, hogy a pénzforgalmi tevékenységgel kapcsolatosan feltárt hiányosságok a legtöbb esetben a szektorra jellemző decentralizált működésre és a feldolgozási folyamatok nagyfokú manualitására vezethetők vissza. A szerzők részletezik, hogy az új integrációnak várhatóan milyen hatása lesz a hazai pénzforgalomra, kitérnek azokra a pénzforgalmi területekre, ahol szükséges tovább fejlődni, végül megállapítják, hogy a sokszereplős integrációs modell egységes, jogszabályszerű működéséhez az egységes számlavezési rendszer bevezetése szükséges feltétel.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: G21, E42, P13, R11

Kulcsszavak: takarékszövetkezet, integráció, pénzforgalmi ellenőrzés, takarékbank, pénzforgalmi törvény

1. Bevezetés

Tanulmányunk célja a takarékszövetkezeti szektor pénzforgalmi ellenőrzési tapasztalatai alapján felhívni a figyelmet az integráció folyamatban lévő IT-infrastruktúra fejlesztése során a jogszabálykövetés erősítésére és annak előtérbe helyezésére. Tanulmányunkban az integráció történetének rövid ismertetése után bemutatjuk a takarékszövetkezeti szektor pénzforgalomban betöltött szerepét, majd részletezzük, hogy az új integrációnak várhatóan milyen hatása lesz a hazai pénzforgalomra, és kitérünk arra, melyek azok a pénzforgalmi területek, ahol lehetőséget látunk a további fejlődésre.

*Bodnár László a Magyar Nemzeti Bank Pénzügyi Infrastruktúrák igazgatóság elemzője. E-mail: bodnarl@mn.b.hu.
Delikát László a Magyar Nemzeti Bank Pénzügyi Infrastruktúrák igazgatóság közgazdasági elemzője.
E-mail: delikatl@mn.b.hu.*

*Illés Bence a Magyar Nemzeti Bank Pénzügyi Infrastruktúrák igazgatóság elemzője. E-mail: illesb@mn.b.hu.
Szepesi Ádám a Magyar Nemzeti Bank Pénzügyi Infrastruktúrák igazgatóság elemzője. E-mail: szepesia@mn.b.hu.*

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

A szövetkezeti hitelintézetek integrációjáról és egyes gazdasági tárgyú jogszabályok módosításáról c. törvény¹ (a továbbiakban: integrációs törvény) 2013. július 12-én került kihirdetésre. Ez a törvény egy erősen központosított, a takarékszövetkezetek, valamint a korábbi integrációban bankként résztvevő intézmények részére kötelező tagsági viszonyt előíró, egymás felé kereszttgaranciákat biztosító, üzletileg összehangolt és a közös szinergiákra építő integráció irányába mutató együttműködést vár el az integráció tagjaitól. A törvény többek között egy egységes informatikai rendszer 2016. július 1-ig történő kialakítását is előírja, amely egyben lehetőség arra, hogy a szektor újragondolja a pénzforgalmi tevékenységét és szerepét. Jelenleg a takarékszövetkezetek termékeiket és szolgáltatásaikat (számlavezetés, hitelnyújtás, befektetések stb.) jelentősen eltérő feltételek (munkanap időszaka, tárgynapi teljesítésre történő benyújtási és feldolgozási határidők stb.) mellett nyújtják ügyfeleiknek.

A hazai pénzforgalom keretrendszerét a pénzforgalmi szolgáltatás nyújtásáról szóló törvény² (továbbiakban: Pft.), a pénzforgalom lebonyolításának szabályrendszerét pedig a pénzforgalom lebonyolításáról szóló MNB-rendelet³ (továbbiakban MNBr.) határozza meg. E jogszabályoknak való megfelelést minden szereplőnek biztosítani kell, nemcsak a pénzforgalmi keretszerződésében (hirdetmények, üzletszabályzat, általános szerződési feltételek, egyedi szerződések), hanem a mindennapi gyakorlatban is. A jogszabályokban megfogalmazott követelményeket át kell ültetni az adott takarékszövetkezet pénzforgalmi folyamataiba, ügyrendjeibe, valamint a számlavezető és az ehhez kapcsolódó egyéb számítástechnikai rendszereknek is ennek megfelelően kell működni.

A takarékszövetkezeti szektor jelenleg a számlavezető rendszerek terén heterogén, a takarékszövetkezetek öt különböző fejlesztésű és különböző működésű számlavezető rendszert használnak, de ezen belül is egy-egy rendszer több verziója van alkalmazásban a beszerzés időpontja és az igényelt egyedi fejlesztések következtében. Az egyes rendszerek sajátosságai, lényeges jellemzői alapjaiban meghatározzák a takarékszövetkezetek pénzforgalmi eljárásrendjeit és lehetőségeit, végső soron tehát azt, hogy milyen módon tudnak megfelelni a jogszabályi előírásoknak. Az integrációs törvényben előírt egységes informatikai rendszerrel szembeni lényeges elvárás, hogy egyszerűsítse a szektor számlavezetési folyamatait, és mint a teljes szektor pénzforgalmát meghatározó rendszer, csökkentse a jelenlegi rendszerek heterogenitásából, eltérő megoldásaiból fakadó pénzforgalmi jogszabálysértések számát, és a szolgáltatási színvonal növelésén keresztül járuljon hozzá az ügyfelek pénzforgalmi szolgáltatások iránti bizalmának a növeléséhez.

¹ 2013. évi CXXXV. törvény

² 2009. évi LXXXV. törvény

³ 18/2009. (VIII. 6.) MNB-rendelet

A fizetési és elszámolási rendszerek pénzforgalmi adatainak feldolgozása mellett felhasználtuk az MNB által 2012–2014 időszakban végzett pénzforgalmi ellenőrzések tapasztalatait is. Hangsúlyozzuk, hogy a takarékszövetkezeti szektorban szerzett ellenőrzési tapasztalatok – sem a megsértett pénzforgalmi jogszabályi előírások, sem a szabályszegések gyakorisága tekintetében – érdemben nem térnek el a bankok ellenőrzési tapasztalataitól. A hitelintézetek pénzforgalmi ellenőrzéseiben feltárt szabályszegések a nyilvánosság számára korábban is megismerhetőek voltak az MNB éves jelentéseiből, valamint az egyes ellenőrzési eljárás lezárásaként hozott határozatok MNB honlapján⁴ történő közzétételével. Tanulmányunk ellenőrzéssel foglalkozó fejezetében az egyedi határozatokban rögzítetteket szintetizáljuk a takarékszövetkezeti szektorra vonatkozóan.

2. A takarékszövetkezeti integráció története

A lakossági ügyfeleket és kisvállalkozásokat kiszolgáló kisebb regionális bankok szerte Európában és a világon a 19. század utolsó harmadában jöttek létre. A 20. század közepétől azonban egyre nagyobb igény mutatkozott arra, hogy országonként hálózatba szerveződve, bankcsoportként egységesítsék szolgáltatásaikat. Ezek az integrációs törekvések a fejlett országokban sikeresen megvalósultak, a helyi kisbankok megőrizték önállóságukat az üzleti döntéseikben, miközben a nemzeti integritás részeként kereskedelmi banki formában működő csúcsbankot, közös kockázati alapokat és egyéb központi kiszolgáló szervezetet hoztak létre költségeik csökkentése és a szolgáltatásaik minőségének, színvonalának a javítására. A sikeres integráció eredményeként 20–30 százalék közötti piaci részesedést értek el, amellyel szinte minden országban a pénzügyi szektor jelentős szereplőjévé váltak. Ezt a minitát követte a német, az olasz, a francia, a holland, az osztrák és a finn szövetkezeti mozgalom is (Kiss 2009).

Az első hazai szövetkezeti formában pénzügyi szolgáltatást nyújtó szervezet több mint másfél évszázaddal ezelőtt jött létre, azonban történetükben csak az 1980-as évek végéig tekintünk vissza, mivel ekkortól gyorsultak fel igazán az integrációs törekvések. A 80-es évek végére kialakuló kétszintű bankrendszerben – tekintettel a piaci versenyre – a jogilag és üzletpolitikailag teljesen önálló takarékszövetkezetek körében egyre nagyobb igény mutatkozott arra, hogy egy, az érdekeik képviselőjét, részben irányítását és felügyeletét hatékonyabban ellátó szervezet jöjjön lét-

⁴ http://www.mnb.hu/A_jegybank/kozerdeku_informaciok/tevekenysegre_mukodesre_adatok/teljesitmenyeskapacitas_20100115

re.⁵ Az új csúcsintézmény létrehozásának céljából előbb 1989-ben megalapították a Magyar Takarékszövetkezeti Bank Rt-t (Takarékbank), majd később, 1990-ben, a Szövetkezetek Országos Szövetsége utódjaként az Országos Takarékszövetkezeti Szövetséget. Az Országos Takarékszövetkezeti Szövetség volt felelős az egységes piaci stratégia kialakításáért, valamint az önálló és összehangolt érdekképviseletért, míg ezzel párhuzamosan a Takarékbank egyfajta – elsősorban a számlavezetésre és a likviditáskezelés támogatására korlátozódó – központi banki funkciót látott el a vele szerződött takarékszövetkezetek és a takarékszövetkezetből bankká alakultak számára. A Takarékbank vezette ezen intézmények bankszámláit, lebonyolította a pénzforgalmuk egy részét, és közvetlen rajta keresztül csatlakoztak az országos és nemzetközi pénzforgalmi infrastruktúrákhoz. A Takarékbank feladata volt az egyes intézmények likviditásának központi menedzselése, valamint közreműködés az üzleti tervek és stratégiák, üzletpolitikák, rendszerfejlesztési koncepciók és min-taszabályzatok kidolgozásában. A Takarékbank létrejöttével olyan szolgáltatások is elérhetővé váltak a takarékszövetkezeti ügyfelek számára, melyeket az egyes takarékszövetkezetek önállóan egyáltalán nem, vagy csak nagy költséggel tudtak volna nyújtani (pl. bankkártya-szolgáltatások, devizafizetések stb.). A takarékszövetkezetek a szolgáltatások egységesítése mellett együttműködésre törekedtek az informatika területén is, melynek eredményeképpen a Takarékbank közreműködésével 1994-ben létrehozták a Takinfo Kft-t. Az új szervezet legfőbb rendeltetése az volt, hogy egységes informatikai háttérrel biztosítsa a takarékszövetkezetek és a Takarékbank számára, megteremtve a közvetlen összeköttetést a Takarékbank és a takarékszövetkezetek között, valamint hogy koordinálja a szektor számára szükséges informatikai fejlesztéseket.

Az 1990-es évek elején az integráció tovább fejlődött. 1991-ben létrehozták az Országos Takarékszövetkezeti Biztonsági Alapot, majd 1993-ban az akkori 256 takarékszövetkezetből 246 aláírta az *Integrációs szerződést*, megteremtve az Országos Takarékszövetkezeti Intézményvédelmi Alapot. Az egységes intézményvédelmi alap célja a takarékszövetkezetek iránti bizalom erősítése, a betétvédelem garantálása, a pénzügyi stabilitás és a fizetőképesség erősítése volt. Az új szervezet a feladatának hatékonyabb ellátása érdekében széleskörű ellenőrzési jogosultsággal is rendelkezett. Az a tíz takarékszövetkezet, amely nem vállalta az integrációs szerződés aláírását, két külön érdekképviseletet alapított, így 1993-ban megalakult a Takarékszövetkezetek Érdekvédelmi Szövetsége, amelynek az intézményvédelmi alapja a Takarékszövetkezetek Országos Intézményvédelmi Alap volt. Ezt követően 2010-ben egy bank és hat takarékszövetkezet létrehozta a Regionális Pénzintézetek

⁵ 1956-tól a takarékszövetkezetek szervezését, érdekeik képviseletét, részben irányítását és felügyeletét a Szövetkezetek Országos Szövetsége (SZÖVOSZ) és a Takarékszövetkezetek Megyei Szövetsége (MESZÖV) látta el.

Intézményvédelmi Alapját. Az előbbi szervezetek mellett megalakult a csak hitel-szövetkezeteket magába foglaló intézményvédelmi szervezet, Hitelszövetkezetek Első Hazai Önkéntes Betétbiztosítási és Intézményvédelmi Alapja néven. A korábbi négy intézményvédelmi alap működési rendszere és szabályzataik alapján a hasonló kockázatokat eltérő módon és eltérő tőkefedezettel kezelték, ezért nem tudták hatékonyan szolgálni a szektor és ügyfelek érdekeit.

Az üzleti és kockázatkezelési tevékenység összehangolása mellett az informatika terén is voltak próbálkozások az együttműködésre azon hitelintézetek részéről, amelyek nem kerültek szerződéses viszonyba a Takinfo Kft-vel. Néhány Országos Takarékszövetkezeti Intézményvédelmi Alap-tag 2002-ben azzal a céllal alapította meg a TAK-INVEST Informatikai és Szolgáltató Zrt-t, hogy magas technikai színvonalú központosított bankinformatikai szoftvert (Eurobank) fejlesszen számukra, végezze a rendszer üzemeltetését, és folyamatos rendelkezésre állást biztosítson, mérsékelt szolgáltatási árak és költségek mellett.

A magyar állam kezdeményezésére 1997-re a Volks- és Raiffeisen bankok német csúcshazai bankja, a Deutsche Genossenschaftsbank vált a Takarékbank meghatározó tulajdonosává, amitől a tőkeellátottság javulását, bővülő termékkört és szakértelmet, valamint korszerű folyamatok bevezetését várták a szektorban, hozzájárulva ahhoz, hogy a fejlett piacgazdaságokhoz hasonlóan Magyarországon is sikeresek legyenek szövetkezeti formában működő hitelintézetek (Kiss 2009). A Takarékbank 1997. évi privatizációját követően a DZ BANK AG lett a legnagyobb tulajdonos (71,95%), ugyanakkor a takarékszövetkezetek a kisebbségi tulajdoni hányad mellett (23,05%) a Takarékbank közgyűlésében vétőjoggal rendelkeztek. A takarékszövetkezetek 2003-ban vételi jogot szereztek a DZ Bank AG részesedésére, aminek a lehetőségével 2010-ben éltek is (Moizs–Szabó 2012). Ezzel a lépéssel hazai tulajdonba került a takarékszövetkezetek központi bankja, így a fejlesztésekről csak a takarékszövetkezetek tudtak dönteni a saját érdekeik alapján, függetlenül egy külső tulajdonos esetleges profitelvárásaitól.

Az integráció felé vezető út fontos mérföldköve volt, hogy 2008-ban 15 takarékszövetkezet és a Takarékbank létrehozta a Takarékpontok hálózati rendszerét, mely már egységes lakossági, kis- és középvállalkozói termékeket és szolgáltatásokat kínál azonos márkanév és logó alatt (Moizs–Szabó 2012). A Takarékpont együttműködésben részt vevő takarékszövetkezetek a meglévő szolgáltatások mellett egységes banki, befektetési, lakás-előtakarékossági, valamint biztosítási termékeket is kínáltak az ügyfeleknek. Az egységes arculat, illetve termékfejlesztés megjelenése azonban nem vált meghatározóvá, 2015 elején csak 23 takarékszövetkezet élt a termékek egységesítésének a lehetőségével, így a szektorban a korábbiaknál versenyképesebb szolgáltatási portfólió, ezen belül az egységes pénzforgalmi termékek kialakítása

továbbra sem valósult meg. Az Országos Takarékszövetkezeti Szövetség, az Országos Takarékszövetkezeti Intézményvédelmi Alap és a Takarékbank megfelelő felhatalmazás és jogalap nélkül a kezdeményezések ellenére (pl. Takarékpont program, Takarékbank Akadémia⁶, KÖT Biztosító Egyesület⁷, TAK-INVEST Zrt. stb.) sem tudott a közös üzleti fejlődés motorjává válni. Mivel az integrációs szerződés laza jogviszonyt testesített meg, és következmények, szankciók nélkül megsérthető volt, ezért az integráció tagjai között nem volt kikényszeríthető hatékony együttműködés, így a szektorban továbbra is az egyedi érdekek és szempontok maradtak előtérben, a közös célok mentén egymás erősségeinek kihasználása továbbra sem valósult meg. Ennek egyik következménye, hogy a takarékszövetkezetek számlavezető rendszerei vonatkozásában sem történtek érdemi lépések a funkcionalitás, a működés és a fejlesztés egységesítésében.⁸

A korábbi integrációval kapcsolatos kezdeményezések részleges kudarca miatt 2013-ban a jogalkotó a szektor egységesítése és így versenyképességének növelése érdekében szigorúbb, kötelező intézményvédelmi tagságot, közös kockázatvállalást írt elő annak érdekében, hogy így erősítse a szektor pénzügyi stabilitását és a hatékony működését. Az Országgyűlés 2013-ban a szövetkezetek integrációjáról szóló törvényben egyértelműen egy erősen központosított, kötelező tagsági viszonyt előíró, egymás felé keresztgaranciákat vállaló, üzletileg összehangolt és a közös szinergiákat felszabadító integráció irányába mutató törvényt fogadott el. A törvény létrehozta a Szövetkezeti Hitelintézetek Integrációs Szervezetét (továbbiakban: Integrációs Szervezet), amelynek tagja az összes szövetkezeti hitelintézet (beleértve a korábban bankká alakult takarékszövetkezeteket is), a Takarékbank, valamint a Magyar Fejlesztési Bank.

Az Integrációs Szervezet a hazánkban működő szövetkezeti hitelintézetek közös intézményvédelmi és a belső folyamatokat szabályozó szervezetévé vált, amely így felváltotta a korábban elkülönülten működő intézményvédelmi alapokat, és azok jogutódja lett. Az Integrációs Szervezet a tagjaira kötelező szabályzatokat írhat elő, nyomon követheti a Takarékbank és a szövetkezeti hitelintézetek fizetőképességének és tőkeellátottságának az alakulását, valamint adott esetben válságkezelé-

⁶ Az Országos Takarékszövetkezeti Szövetség keretein belül jött létre a Takarékbank Akadémia azzal a céllal, hogy egységes képzési és fejlesztési rendszerbe foglalja az oktatási feladatokat.

⁷ Az Országos Takarékszövetkezeti Szövetség és a takarékszövetkezetek által alapított biztosító.

⁸ Ebben a fejezetben az alábbi dokumentumokat kerültk felhasználásra:

Magyar Takarékbank. (dátum nélkül). Integrációs csoportosulások és intézményeik. Letöltés dátuma: 2015. május 12. Forrás: Országos Takarékszövetkezeti Szövetség: <http://www.magartakarek.hu/integracios-csoportosulasok-es-intezmenyeik>

Magyar Takarékbank. (dátum nélkül). Történetünk. Letöltés dátuma: 2015. május 12.

Forrás: Országos Takarékszövetkezeti Szövetség: <http://www.magartakarek.hu/tortenetunk>

si funkciókat is elláthat. A Takarékbank vált az új Integrációs Szervezet központi bankjává, immár az összes takarékszövetkezet tekintetében, széleskörű ellenőrzési joggal. Legfőbb feladata a közös stratégia és üzletpolitika mentén az egységes üzleti működés kialakítása, amely kiterjed a termékfejlesztésre, a marketingre, továbbá az egységesített kockázat- és likviditáskezelésre és – nem utolsósorban – a pénzforgalmi szolgáltatások nyújtása szempontjából nagy jelentőséggel bíró egységes informatikai rendszer megvalósítására. A szövetkezeti hitelintézetek kötelesek a Takarékbank mint központi bank által kibocsátott mintaszabályzatokat alkalmazni, az integrációra vonatkozó üzleti intézkedéseket végrehajtani, számlájukat a Takarékbanknál vezetni, illetve kötelesek a szabad pénzeszközöket a Takarékbanknál, vagy az általa forgalmazott eszközökben tartani. Az Integrációs szervezet 2014. év végére átvilágította a takarékszövetkezeti szektort a kockázatközösség kialakítása érdekében (SZHISZ 2015), azonban az integráció, a takarékszövetkezetek közötti szorosabb együttműködés kialakításának a folyamata nem állt meg, a várható egyesülések és egybeolvadások hatására az 1993. évi 256 takarékszövetkezetből 2016-ra várhatóan kevesebb, mint 90 intézmény marad.

3. A takarékszövetkezeti szektor pénzforgalma

Magyarországon a bankok jellemzően a nagyobb, míg a takarékszövetkezetek hagyományosan a kisebb településeken nyújtják szolgáltatásaikat. A települések harmadában az ügyfelek csak valamely takarékszövetkezeten, vagy a postán keresztül tudják pénzügyeiket személyesen intézni, illetve igénybe venni a pénzforgalmi infrastruktúrát nyújtotta szolgáltatásokat. A teljes takarékszövetkezeti hálózatnak – amely 2014. év végén 114 takarékszövetkezet 1500 fiókját (kirendeltségét) foglalta magába – 870 ezer fogyasztónak minősülő természetes személy, 160 ezer vállalkozói és egyéb szervezet (alapvetően mikrovállalkozás), valamint ezeregyszáz önkormányzati ügyfele van (SZHISZ 2015).

A takarékszövetkezeti szektor speciális ügyfélköréből fakadóan a pénz- és tőkepiacokon kevésbé aktív, jelentősége inkább a lakossági és kisvállalati pénzforgalom tekintetében kiemelkedő. Meghatározó lakossági ügyfélköre mellett a KKV-finanszírozásban is folyamatosan növeli piaci részesedését, amelyhez az MNB által indított Növekedési Hitelprogram jelentősen hozzájárult. A Takarékbank, illetve a takarékszövetkezeti integráció pénzforgalma három részre tagolható:

(i) az integráción „kívüli” pénzforgalom, amely a Takarékbank saját, illetve az integráció „ernyője” alá tartozó takarékszövetkezetek által kezdeményezett, és

a hazai fizetési rendszerek (BKR⁹ és VIBER¹⁰) tagjaihoz küldött fizetési forgalmat tartalmazza. Az integráción kívüli forgalom része ugyancsak a Takarékbank által közvetített, külföldre irányuló devizafizetési forgalom is, elemzésünkben azonban kizárólag a magyarországi forint fizetési rendszerek forgalmára koncentrálnak.

(ii) az integráción belüli pénzforgalom, mely az egyes takarékszövetkezetek és azok ügyfeleinek egymás felé indított fizetési megbízásait tartalmazza. Ezen tételek elszámolását és kiegyenlítését a Takarékbank végzi, így ezek nem jelennek meg a BKR-ben, illetve a VIBER-ben.

(iii) a takarékszövetkezetek belső elszámolása, ún. „on-us” fizetési forgalma, mely esetében a fizetési megbízás az adott takarékszövetkezet saját számlavezetési rendszerében, két fizetési számla között teljesül.

Részletes adatokkal csak a Takarékbank által lebonyolított, integráción kívüli pénzforgalomról rendelkezünk, amelynek alapján a 2012 és 2014 közti időszakra vonatkozóan végeztünk elemzést. A Takarékbank fizetési forgalma tehát nem csak a saját, hanem – az integráció központi bankjaként – a takarékszövetkezetek forgalmát is magában foglalja, ezért a továbbiakban a Takarékbank által lebonyolított forgalmon az integráció pénzforgalmát értjük.

3.1. Az integráció VIBER-forgalma

A takarékszövetkezeti integráció terhelési forgalmának a VIBER-ben teljesült össz-forgalomhoz viszonyított részaránya csekély, tranzakcióérték alapján átlagosan 0,5–2 százalékot, tételszám tekintetében hozzávetőlegesen 1–1,5 százalékot tett ki. A Takarékbank kimenő forgalmának jelentős részét (a fizetési műveletek értéke alapján számítva), akár 5–10 százalékát is elérhetik a készpénzes tételek – más bankoknál ez az arány jellemzően alig 1 százalék –, ami arra enged következtetni, hogy az integráció ügyfelei készpénzintenzív tevékenységet folytatnak. Kiemelkedő részarányal bírnak továbbá a BKR napközbeni elszámolási platformján keresztül elszámolt tételek, melyek kiegyenlítése (vagyis a tényleges pénzügyi teljesítés) a VIBER-ben történik. E tételek részesedése a Takarékbank VIBER-ben teljesült terhelési forgalmából értékben átlagosan 15–30 százalékot tett ki.

⁹ A BKR (Bankközi Klíring Rendszer) a GIRO Zrt. által üzemeltetett, kötegelten működő bruttó fizetési rendszer, mely elsősorban a kisösszegű átutalások, felhatalmazó levélen alapuló és csoportos beszédések (pl. közüzemi számlák), illetve egyéb hatósági átutalásokhoz köthető fizetési műveletek elszámolását végzi. A BKR két elszámolási modul működött, az éjszakai elszámolást (InterGiro1, IG1) és a napközbeni többszöri elszámolást (InterGiro2, IG2). Utóbbi elszámolási modul 2012 júliusától áll az ügyfelek, illetve hitelintézetek rendelkezésére, mely eredetileg naponta 5 cikluson keresztül számolta el az átutalásokat, ez 2015. szeptember 7-től napi 10 ciklusra bővült.

¹⁰ A nagy értékű, sürgős forintátutalások fizetési rendszere a Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszer (VIBER), ahol többek között a bankközi és az IG2 elszámolás jegybanki kiegyenlítése (pénzügyi teljesítése) történik meg.

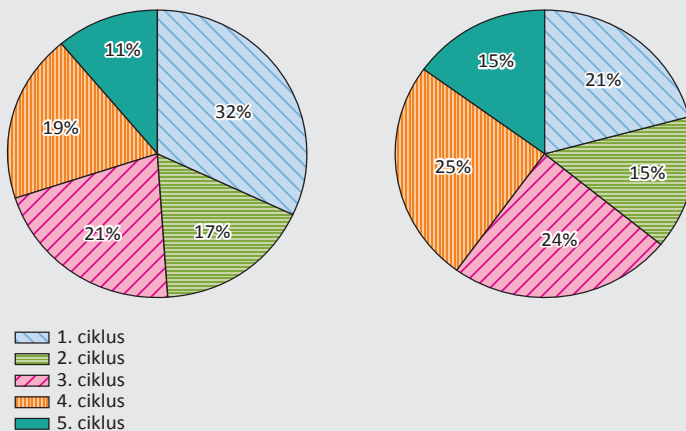
3.2. Az integráció BKR-forgalma

A takarékszövetkezeti integráció forgalma a kisösszegű fizetési műveleteket elszámoló BKR-ben jelentős, tételszám szerint a BKR összforgalmának 8 százalékát, értékben 4 százalékát tette ki, vagyis a szektor jellemzően sok, kis összegű fizetési megbízást küld a fizetési rendszerbe, hasonlóan a többi, nagy lakossági ügyfélkörrel rendelkező hitelintézethez. A takarékszövetkezeti integráció BKR-beküldött forgalmának átlagosan kétharmadát teszi ki a napközbeni elszámolás, míg a fennmaradó egyharmad az éjszakai rendszerben kerül elszámolásra. A bankszektor összforgalmához viszonyított részesedése mindkét elszámolási platformon hasonlóan alakult a vizsgált időszakban: mind az éjszakai rendszerbe, mind a napközbeni rendszerbe küldött forgalma a tranzakcióérték alapján a teljes forgalomnak átlagosan 4–4 százaléká, tételszám alapján 8–8 százaléka volt.

A takarékszövetkezeti integráció által küldött napközbeni átutalások eloszlását vizsgálva megállapítható, hogy – a teljesült tranzakciók értéke alapján – a délutáni órákban jelentősebb, a napközbeni elszámolási rendszerben elszámolt forgalmának nagyságrendileg a felét (47–52 százalékát), jellemzően a harmadik és negyedik elszámolási ciklusaiban teljesíti. Tételszám alapján viszont a forgalmának nagy részét (átlagosan 30–35 százalékát) már az első elszámolási ciklusba beküldi, vagyis a reggeli órákban elsősorban sok, kis összegű megbízás teljesítésére kerül sor (1. ábra). Ez azzal magyarázható, hogy a lakossági és kisvállalkozói ügyfelek által benyújtott fizetési megbízások (értéknapos megbízások, rendszeres átutalások) teljesítése már a megadott terhelési nap kezdetén esedékes, továbbá hogy tárgynapon a teljesítési

1. ábra

A takarékszövetkezeti integráció terhelési forgalmának megoszlása a napközbeni elszámolás ciklusai szerint, a tételszámok (bal panel), valamint a fizetési műveletek értéke (jobb panel) alapján (2014-es adatok).



Forrás: MNB

határidő után nagy számban nyújtanak be az ügyfelek átutalási megbízásokat, melyek elszámolására másnap reggel kerül sor. Ez a bankszektor többi résztvevőjéhez viszonyítva nem tekinthető egyedi jelenségnek, hasonló napon belüli tendencia tapasztalható a jelentős lakossági ügyfélkörrel rendelkező hitelintézetek esetében is.

A 2013. novemberi integrációs törvény következtében a korábban közvetlen rendszerrésztvevőként működő 15 takaré- illetve hitelszövetkezet¹¹ közvetlen tagsága megszűnt, az integráció „ernyője” alá kerülve közvetett rendszertagként folytatták tevékenységüket (MNB 2014). Kilépésre is volt ugyanakkor példa: bizonyos takarékszövetkezetek¹², amelyek az új integráción kívül akartak és tudtak maradni, elhagyva azt, bankká alakultak, így a belföldi elszámolási rendszerekben közvetlen résztvevők-ké váltak. A tagságban bekövetkezett változásoknak összességében nem volt jelentős hatása az integráció VIBER- és BKR-forgalmára. A forgalom nagyságának 2013. évet követően tapasztalható növekedése elsősorban nem az integrációban bekövetkezett változásoknak tudható be, hanem a reálgazdaság bővülésével magyarázható, ami a rendszerszintű fizetési forgalmat is növelte. Ha ugyanis az integráció terhelési forgalmának az aggregált szintű BKR-forgalomhoz viszonyított relatív részesedését tekintjük, akkor az a 2013-as év végét követően sem változott jelentősen, értékelés alapján tartósan 4 százalék, tételszám szerint stabilan 8 százalék körül alakult.

4. A pénzforgalmi ellenőrzés

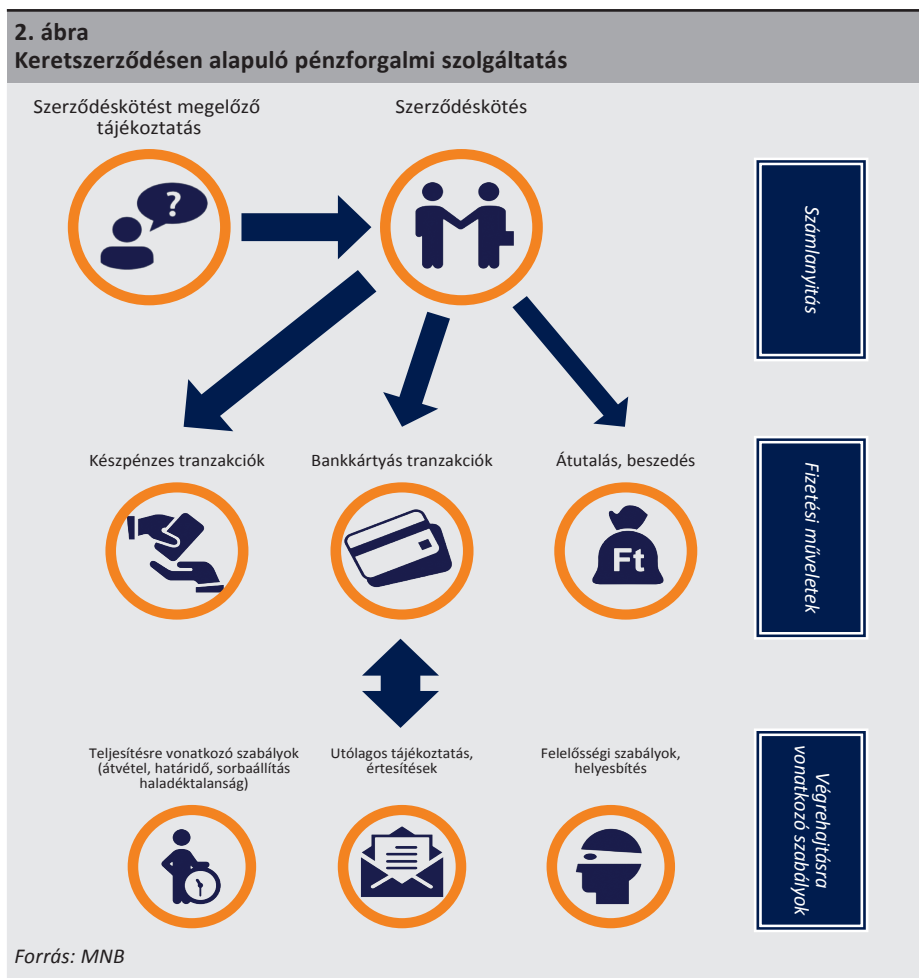
A pénzforgalmi jogszabályokban (Pft. és MNBr.) foglalt előírások biztosítják, hogy a pénzforgalmi szolgáltatások nyújtása és a pénzforgalom lebonyolítása kiszámíthatóan, biztonságosan és zökkenőmentesen valósuljon meg. A Pft. többek között azokat a szabályokat tartalmazza a belső piaci pénzforgalmi szolgáltatásokról szóló európai uniós irányelv¹³ (a továbbiakban: PSD) előírásai közül, amelyek az ügyféltájékoztatásra, a szerződéskötésre, a keretszerződésre, a fizetési műveletek jóváhagyására, helyesbítésére, a felelősségi és kárviselési szabályokra vonatkoznak. A Pft. mellett a másik fontos jogszabály az MNBr., amely a PSD, a fizetési megbízások, illetve fizetési műveletek teljesítésének határidejére, a fizetési számlán alkalmazandó, a kamatszámítás szempontjából irányadó értéknapi vonatkozó szabályai mellett tartalmazza a fizetési számlák egységes jelölésének követelményeit, a fizetési műveletek teljesítésének általános és speciális szabályait, az egyes fizetési módokra vonatkozó részletes előírásokat, valamint az elszámolás-forgalommal kapcsolatos rendelkezéseket.

¹¹ Mecsek Takarékszövetkezet, Szarvas és Vidéke Takarékszövetkezet, Szegvár és Vidéke Takarékszövetkezet, Hajdúdorog és Vidéke Takarékszövetkezet, Füzes Takarékszövetkezeti Hitelintézet, Alsónémedi és Vidéke Takarékszövetkezet, Nagykáta és Vidéke Takarékszövetkezet, Örkényi Takarékszövetkezet, Pilisvörösvár és Vidéke Takarékszövetkezet, Turai Takarékszövetkezet, Tisza Takarékszövetkezet, Tiszántúli Első Hitelszövetkezet, Magyar Vidék Hitelszövetkezet, Szentesi Hitelszövetkezet, Széchenyi I. Hitelszövetkezet.

¹² Duna Takarékszövetkezet (később: DUNA Takarékszövetkezet Zrt.), Polgári Takarékszövetkezet (később: Polgári Bank Zrt.)

¹³ 2007/64/EK irányelv

A pénzforgalmi szolgáltatásokhoz való rugalmas hozzáférés, valamint bizonyos esetekben a jogszabályok előírásai szükségessé teszik, hogy a pénzforgalmi szolgáltatók – jellemzően a hitelintézetek – az ügyfelekkel keretszerződést kössenek, részükre fizetési számlát vezessenek. A szolgáltatók fizetési számlán kezelik ügyfeleik pénzeszközeit, terhére teljesítik fizetési megbízásaikat, és jóváírják a javukra érkezett fizetési műveletek összegét. A fizetési forgalom nem szabálykövető lebonyolítása ügyfélpanaszokhoz vezethet. Amennyiben a fizetési megbízások teljesítése hibásan történik, akkor a Pft. a fizető fél részére helyesbítéshez, illetve a fizetési művelet összegének visszatérítéséhez jogot biztosít. A keretszerződésen alapuló fizetési megbízások teljesítésének folyamatát a 2. ábra szemlélteti.



A pénzforgalmi szolgáltatások piacát jellemző információs aszimmetria következtében a fogyasztói érdekérvényesítés az ügyfelek számára nem könnyű, illetve olykor nem is lehetséges. A pénzforgalmi szolgáltatások nagy része több szereplős például

egy fizetési művelet teljesítése gyakran 5–6 szereplő együttes közreműködésével valósul meg (kedvezményezett – kedvezményezett szolgáltatója – elszámolóház – kiegyenlítő bank – elszámoló ház – fizető fél – fizető fél szolgáltatója), és a fizetési lánc két végén álló felek a fizetést illetően nem feltétlenül érintkeznek közvetlenül egymással, így eltérő információkkal rendelkeznek a fizetési művelettel kapcsolatosan, bizonyos információkhoz közvetlenül egyáltalán nem is férhetnek hozzá, azokat csak a másik fél kaphatja meg saját szolgáltatójától.

Magyarországon a pénzforgalmi szolgáltatást nyújtó intézményi körnél (jelenleg a hitelintézetek és a Magyar Posta Zrt.) az MNB mint hatósági jogkörrel felruházott intézmény ellenőrzi a pénzforgalommal kapcsolatos jogszabályok betartását, mely ellenőrzéseket¹⁴ egységes követelmények szerint, hatósági eljárás keretében, a közigazgatási hatósági eljárás általános szabályairól szóló törvény¹⁵ és az MNBtv. előírásai alapján végzi. Az ellenőrzésre kerülő intézmények kiválasztása a kockázatarányosság elvének figyelembe vételével valósul meg.¹⁶ A kiválasztás tervezése során meghatározásra kerül a hitelintézetek pénzforgalmi piaci részesedése az adott intézmény által vezetett bankszámlák száma, a BKR, VIBER és deviza, valamint a Posta Elszámoló Központtal lebonyolított forgalma alapján (a továbbiakban: pénzforgalmi súly). A takarékszövetkezetek esetében az alkalmazott számlavezető rendszer is figyelembevételre kerül a terv elkészítésekor, mivel tapasztalatok szerint azok jelentős mértékben meghatározzák az automatikus és manuális folyamataikat.

4.1. A takarékszövetkezeti szektor számlavezetési rendszereinek sajátosságai

A pénzforgalom gyakorlati lebonyolítása szempontjából kiemelt jelentőséggel bír a hitelintézetek által használt számlavezető rendszer. A takarékszövetkezetek jelenleg négy szolgáltató által fejlesztett, öt különböző számlavezető rendszert használnak (1. táblázat).

1. táblázat		
A számlavezető rendszerek főbb adatai		
Rendszer neve	Fejlesztő	Bevezetés ideje
KisbankiBOSS	Online Zrt.	1990
Eurobank	Takinvest Kft.	2003
Polaris Dream	Integra Zrt.	2007
Globe	Bank Assistance Zrt.	2008
Moonsol	Online Zrt.	2010

Forrás: Saját összeállítás.

¹⁴ Az MNB pénzforgalmi ellenőrzései 2010-2013 időszakban az MNBr. előírásaira, a PSZÁF 2013. október 1-jei MNB-be integrálását követően a Pft. előírásaira is kiterjedtek.

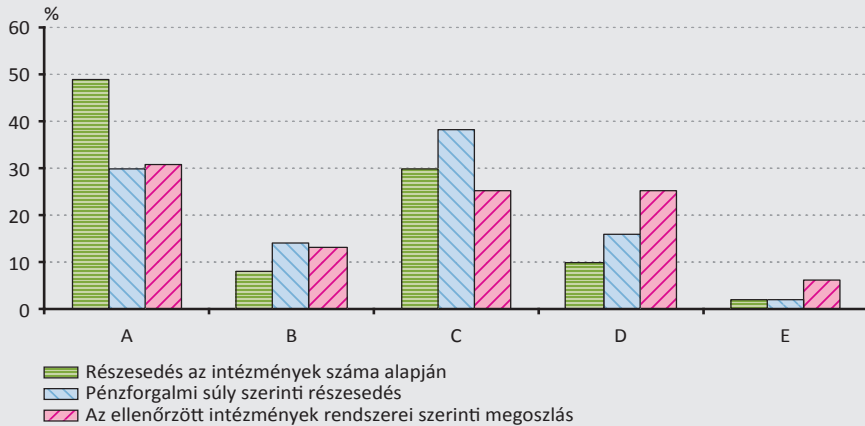
¹⁵ 2004. évi CXL. törvény

¹⁶ Az ellenőrzési terv összeállítása a pénzforgalmi tevékenység kockázatainak adott intézményre történő lebontása alapján meghatározott intézményi kockázati rangsor figyelembevételével történik.

A továbbiakban üzleti adatvédelmi okok miatt a számlavezető rendszerekre anonimizálva hivatkozunk (A, B, C, D és E). Az egyes rendszereket használó intézmények számát és azok pénzforgalmi súlyát figyelembe véve a takarékszövetkezeti szektorban alapvetően két rendszer a meghatározó (3. ábra), hiszen ezek lefedik a takarékszövetkezetek közel 80 százalékát, és e rendszerek alkalmazásával lebonyolított pénzforgalom eléri a szektor pénzforgalmának közel 70 százalékát¹⁷.

3. ábra

A takarékszövetkezeti számlavezető rendszerek piaci részesedése, valamint az ellenőrzött intézmények rendszereinek megoszlása százalékosan



Forrás: Takarékbank, MNB

A 2012–2014-es időszakban az MNB által végzett pénzforgalmi vizsgálatok során a szektorban alkalmazott mindegyik számlavezető rendszer ellenőrzésre került¹⁸, így az MNB az összes számlavezető rendszerrel kapcsolatosan rendelkezik pénzforgalmi tapasztalatokkal. Fontos ugyanakkor hangsúlyozni, hogy az ellenőrzések célja nem a takarékszövetkezeti rendszerek vizsgálata, hanem a pénzforgalmi jogszabályok betartásának ellenőrzése. Azonban, ahogy azt korábban említettük, a jogszabályok egy részének gyakorlati alkalmazását az informatikai rendszerek tulajdonságai és képességei nagyban befolyásolják.

¹⁷ Id. pénzforgalmi súly.

¹⁸ 2012–2014 között összesen több mint 30 takarékszövetkezet ellenőrzésére került sor.

4.2. A takarékszövetkezetek pénzforgalmának ellenőrzési tapasztalatai

Mint ahogy a bevezetőben már jeleztük, a takarékszövetkezeti szektorban szerzett ellenőrzési tapasztalatok lényegében a megsértett pénzforgalmi jogszabályi előírásokat, vagy a szabályszegések arányát tekintetve nem különböznek lényegesen a bankok ellenőrzésének tapasztalataitól, azonban a szabályszegéseket eredményező okok gyakran a szektorra jellemzőek, ezért a szabályszegések hatékony és több intézményt érintő megszüntetése érdekében mindenképpen szükségesnek tartottuk a takarékszövetkezeti pénzforgalmi ellenőrzések tapasztalatainak a feldolgozását. A 2012–2014 közötti időszakban az MNB 30 takarékszövetkezetenél végzett pénzforgalmi ellenőrzést. A takarékszövetkezetek pénzforgalmi tevékenységével kapcsolatosan feltárt hiányosságok a legtöbb esetben a szektorra jellemző decentralizált működésre és a feldolgozási folyamatok nagyfokú manualitására volt visszavezethető.

A takarékszövetkezetek pénzforgalmi ellenőrzései során tapasztalt jogszabálysértéseket – a mélyebb elemzés elvégzése érdekében – az érintett jogszabályok témakörei, fejezetei alapján a következők szerint csoportosítottuk: *(i)* a szerződéskötéshez, *(ii)* a tájékoztatási, értesítési kötelezettségekhez, *(iii)* a megbízások átvételéhez, teljesítéséhez és visszautasításához, *(iv)* a sorba állításhoz és részfizetéshez, *(v)* a visszatérítésre vonatkozó jog korlátozásához, *(vi)* a fizetési művelet összegének kedvezményezett részre történő haladéktalan rendelkezésre bocsátásához és *(vii)* az értéknapok alkalmazásához kapcsolódó szabályszegések.

Emellett a hiányosságok forrása szerint is elvégeztük a jogszabálysértések csoportosítást. Eszerint *(i)* keretszerződést érintő (pl. tájékoztatási, értesítési kötelezettségek, visszatérítésre vonatkozó jog korlátozása stb.), *(ii)* rendszerbeli informatikai (pl. sorba állítás és részfizetés, a fizetési művelet összegének kedvezményezett részre történő haladéktalan rendelkezésre bocsátása, értéknapok alkalmazása, stb.) és *(iii)* a manualitásra vagy mulasztásra visszavezethető (pl. pénzforgalmi számla megnyitására vonatkozó feltételek teljesítése, a fizetési megbízások átvétele, teljesítése, visszautasítása) hibákat különböztettünk meg.

A kétféle csoportosítás azért szükséges, mert a jogszabályi megfelelés és a pénzforgalmi szolgáltatásokat igénybevevő ügyfelek szempontjából nincs jelentősége annak, hogy a szolgáltató milyen módon biztosítja a szabálykövetést. Ugyanazon jogszabályi előírás megsértése előfordulhat akár manuális, akár rendszerbeli informatikai hiányosság miatt is, pl. egy fizetési művelet jóváírása történhet késedelmesen, mert az informatikai rendszer nem megfelelő paraméterezése miatt nem kezdi meg kellő időben a feldolgozást, de azért is, mert a jóváírásért felelős ügyintéző nem végzi el időben a feladatát. A takarékszövetkezeti szektorra jellemző szabályszegések meghatározó forrásának feltárása segítséget jelenthet a hiányosságok megszüntetésében, illetőleg hozzájárulhat a jövőben megvalósítandó egységes informatikai rendszer megfelelő, szabálykövető kialakításához.

4.2.1. Tipikus szabályszegések

4.2.1.1. Pénzforgalmi számla megnyitására vonatkozó feltételek teljesítése

A pénzforgalmi számla megnyitásának feltételeként a Pft. meghatározza, hogy milyen dokumentumok, okiratok bemutatását kell a szolgáltatóknak megkövetelni ügyfeleitől. Általános ellenőrzési tapasztalat, hogy a pénzforgalmi számla¹⁹ megnyitásakor kötelezően bemutatandó okiratok körét takarékszövetkezeteként eltérő módon ugyan, de egyértelműen szabályozzák a belső szabályzatok. Az egyes takarékszövetkezeteknél ügyintézői hiba és/vagy megfelelő kontrollpontok hiánya miatt gyakran nem követelték meg a pénzforgalmi számla megnyitásakor a már bejegyzett jogi személy ügyfelektől olyan 30 napnál nem régebbi okirat bemutatását, amely igazolja, hogy a jogi személy az előírt nyilvántartásban szerepel. A takarékszövetkezetek esetenként az előírtnál régebbi okiratok alapján vagy okiratok hiányában is megnyitották a pénzforgalmi számlát.

4.2.1.2. Tájékoztatási, értesítési kötelezettségek

A Pft. szabályozza a pénzforgalmi szolgáltatási keretszerződéssel és a fizetési műveletekkel kapcsolatban a hitelintézetek előzetes és utólagos tájékoztatási kötelezettségeit. A tájékoztatási kötelezettségek mellett azt is szabályozza, hogy a pénzforgalmi szolgáltató a tájékoztatásért mely esetekben számolhat fel díjat és mely esetekben nem. Az előírt tartalmú tájékoztatási kötelezettség legfontosabb alapelve, hogy annak egyértelműen, közérthetően és pontosan kell eleget tenni, illetőleg a fizetési műveletek teljesítéséről szóló utólagos tájékoztatás legyen összhangban az előzetesen adott tájékoztatással.

A takarékszövetkezetek a fizetési műveletek teljesítésére vonatkozó utólagos tájékoztatási kötelezettségüknek az általános gyakorlat szerint bankszámlakivonat formájában tesznek eleget. A Pft. vonatkozó előírása, mely szerint a fogyasztónak és a mikrovállalkozásnak minősülő ügyfelek esetében legalább havonta egy alkalommal – a fogyasztó kérése esetén akár papíron – díjmentesen kell biztosítani a fizetési műveletek teljesítéséről az utólagos tájékoztatás átadását. Az előírás tehát nem teszi lehetővé a bankszámla kivonat átadásért díj felszámítását. Ugyanakkor az ellenőrzött takarékszövetkezetek döntő többsége díjat számolt fel a számlakivonatok átadásért, jellemzően postai továbbításáért, de előfordult díj felszámítás a személyes átvétel esetén is. Emellett gyakran előfordult, hogy a takarékszövetkezetek a keretszerződésben nem, illetve nem egyértelműen tértek ki arra, hogy milyen módon biztosítják az utólagos tájékoztatás törvény által előírt díjmentességét.

¹⁹ A pénzforgalmi szolgáltató egy vagy több ügyfele nevére megnyitott fizetési számlán teljesíti a fizetési műveleteket. A pénzforgalmi számla olyan fizetési számla, amelyet a számlatulajdonos rendszeres gazdasági tevékenysége körében pénzforgalmának lebonyolítása céljából törvényben megállapított kötelezettség alapján nyit, illetve nyitott.

Gyakori hiba a takarékszövetkezeteknél az is, hogy utólagosan olyan díjat, jutalékot, vagy költséget számítottak fel ügyfelüknek, amelyet korábban nem, vagy nem egyértelműen hirdettek meg, illetve az előzetes tájékoztatáshoz képest nem volt egyértelmű az utólag felszámított díj megnevezése. Szintén jellemző hiba, hogy az előzetes tájékoztatásban megjelölt egyes díj, jutalék, vagy költségelemeket nem tételesen, hanem összevontan terhelték ügyfelek fizetési számláján, így az ügyfelek a terhelt összeg alapján nem, vagy csak nehezen tudtak meggyőződni arról, hogy a hirdetmény szerint történt-e a díjfelszámítás.

Az MNBr-ben található, az ügyfelek tájékoztatására vonatkozó előírások közül a leggyakrabban a hatósági átutalások és a beszédési megbízások teljesítéséhez, sorbaállításához vagy visszautasításához kapcsolódó értesítésekre vonatkozó szabályok kerültek megsértésre.

A tájékoztatási kötelezettségek megsértésére jellemző hibák – amelyek jellemzően a jogszabályi előírások nem megfelelő vagy esetenkénti félreértelmezésére, illetve nem megfelelő keretszerződésben történő rögzítésére voltak visszavezethetők – egyaránt okozhatnak közvetlen és közvetett anyagi kárt az ügyfelek számára, valamint alkalmasak az ügyfelek megtévesztésére, adott esetben döntésük befolyásolására, és számosságukat tekintve sok ügyfelet érintettek. Az utólagos tájékoztatás átadásáért felszámított díjjal a takarékszövetkezetek jogosulatlan vagyoni előnyre tettek szert ügyfeleik kárára.

4.2.1.3. A fizetési megbízások átvétele, teljesítése, visszautasítása

A fizetési megbízások teljesítési rendjét az MNBr. szabályozza azzal a céllal, hogy a fizetési megbízások átvétele és teljesítése egységes követelményeinek transzparens meghatározása révén egy minimális szolgáltatási színvonalat biztosítson azért, hogy a fizetési megbízások az ügyfelek által előre kiszámítható módon teljesüljenek.

A fizetési forgalom lebonyolításánál tapasztalt szabályszegések a legtöbb esetben az előírtnál korábbi fedezetelvonáshoz, vagy a késedelmes teljesítéshez kapcsolódtak, aminek következtében a fizetési megbízások nem az ügyfelek által kiszámítható módon teljesültek. A korábbi fedezetelvonás miatt az ügyfeleknek már nem volt lehetőségük a fizetési megbízások teljesítési sorrendjének a megváltoztatására, a késedelmes teljesítés miatt pedig a kedvezményezett ügyfelek nem tudtak a jogszabály biztosította legkorábbi időpontban rendelkezni az őket megillető összegek felett. E szabályszegések esetenként akár anyagi kárt is okozhattak az ügyfeleknek. A takarékszövetkezeteknél az indokoltnál korábbi fedezetelvonás leggyakrabban előforduló oka az, hogy a számlavezető rendszerükben nem megfelelően időzítették a napnyitási és napzárási folyamataikat. Ilyen esetben a számlavezető rendszerben egy adott munkanapot könyvelésre már az előző naptári napon – rendszerint

az aznapi zárási folyamatok befejezése után – megnyitottak, ezáltal a megnyitott munkanapon esedékes (értéknapos) eseti vagy állandó átutalások, átvezetések és csoportos beszedések összege hamarabb került az ügyfelek rendelkezése alól kivonásra, mint ahogy arról a fizetési megbízásukban az ügyfelek rendelkeztek. Az esedékesség előtti terhelés következtében a fizető fél már nem tudott rendelkezni a fizetési megbízás esedékességéig még hátralévő időszakában a saját pénzével. Az indokoltnál korábbi fedezetlevonás következménye pénteki napokon jelentősebb hatású, hiszen amennyiben a hétfőn esedékes fizetési megbízások fedezetét már péntek késő este elvonja a hitelintézet, akkor azt az ügyfél már nem tudja bankkártyával a hétfőn elkölteni, holott a fizetési megbízására egy hétfőn jóváírt átutalás, esetleg készpénz-befizetés is fedezetet biztosíthatna.

4.2.1.4. Sorba állítás és részfizetés

Amennyiben az ügyfél által megadott fizetési megbízás fedezethiány miatt nem teljesíthető, a hitelintézet az ügyféllel kötött megállapodástól függően sorba állítja, vagy visszautasítja azt. Sorba állítás esetén a fedezet rendelkezésre állásáig vagy a sorba állítás időszakának végéig a takarékszövetkezetek a kialakított gyakorlat szerint rendszeres időközönként, naponta többször ellenőrzik a fedezet meglétét, és amennyiben érkezett fedezet a fizetési számlára, teljesítik a fizetési megbízást. Amennyiben a sorba állítási időszak alatt nem érkezik be a teljesítéshez szükséges fedezet, akkor a sorba állítás időszakának utolsó napján visszautasítják a megbízás teljesítését. A tapasztalatok szerint a takarékszövetkezetek gyakran nem megfelelően végezték a fizetési megbízások sorba állítását, mivel esetenként nem az ügyfélükkel kötött megállapodásban rögzített ideig állították sorba a fizetési megbízást, megállapodás hiányában végeztek sorba állítást, vagy éppen ellenkezőleg, megállapodás ellenére sem állították sorba a fizetési megbízást.

A hibát a takarékszövetkezetek gyakorlatában többnyire az okozta, hogy a rendszerben a sorba állítás időtartamként beállított napok száma nem volt összhangban a keretszerződésben rögzítettekkel, emiatt a fizetési megbízások nem a keretszerződés feltételei szerint teljesültek. Szintén gyakori hiba volt, hogy a takarékszövetkezet rendszerében rögzített sorba állítás időszakának kezdő napja nem felelt meg a jogszabályi előírásnak, így a sorba állítás időtartama sem volt megfelelő. Ritkábban előforduló hiányosság volt, hogy a takarékszövetkezetek egyesülését kísérő ügyfélmigrációnál nem kerültek egységesítésre a beállítások, így nem minden esetben biztosították az egységes, a keretszerződésben rögzített megállapodás szerinti sorba állítást.

A sorba állítással kapcsolatos hibák az ügyfelek számára bizonytalanná teszik a fizetési megbízás teljesítésének kiszámíthatóságát.

4.2.1.5. Visszatérítésre vonatkozó jog korlátozása

A Pft. a beszedési megbízások esetében lehetőséget biztosít a fizetési művelet összegének a visszatérítésére abban az esetben, ha a fogyasztónak vagy a mikroállalkozásnak minősülő fizető fél ügyfele a beszedés összegét a jóváhagyás időpontjában nem ismerte és a beszedés összege az adott helyzetben nem volt ésszerűen elvárható. A törvény előírásai szerint a pénzforgalmi szolgáltatónak az ilyen visszatérítési igények jogosságát egyedileg kell kivizsgálnia, ennek eredményétől függően vissza kell térítenie az ügyfél részére a beszedéssel már teljesített összeget, vagy a fizető fél igényét el kell utasítania. A takarékszövetkezeti keretszerződések – megelőzendő, hogy a fizető fél ügyfelek esetleg visszaélnek a visszatérítésre vonatkozó jogukkal – a keretszerződésben általános jelleggel, az egyedi igények vizsgálatának mellőzésével korlátozták az ügyfelek visszatérítésre vonatkozó jogát. Ugyanakkor a takarékszövetkezetek ügyfélpanaszokat tartalmazó nyilvántartásai a fizetési művelet összegének visszatérítésére vonatkozó ügyféligényeket nem tartalmazták, így nem volt megállapítható, hogy az ügyfelek visszatérítésre vonatkozó igényekkel fordultak-e egyáltalán a takarékszövetkezetekhez, vagy ezeket az igényeket a takarékszövetkezetek a szerződési feltételekre való hivatkozással eleve elutasították.

A visszatérítési jog általános korlátozása a pénzforgalmi szolgáltatások, különösen a csoportos beszedés iránti bizalom gyengítése miatt rendkívül káros hatású lehet.

4.2.1.6. A fizetési művelet összegének a kedvezményezett részére történő haladéktalan rendelkezésre bocsátása

Az MNBr-ben rögzített haladéktalan jóváírási követelmény alapján a kedvezményezett pénzforgalmi szolgáltatójának biztosítania kell, hogy a fizetési művelet összegét közvetlenül azt követően, hogy az a saját számláján jóváírásra került, a kedvezményezett ügyfele rendelkezésére bocsássa. A takarékszövetkezetek esetében ezzel kapcsolatban jellemző hiányosság a postai készpénzátutalási megbízások, a deviza- és VIBER-átutalások, valamint a függő tételek késedelmes manuális feldolgozásából adódott. A késedelem gyakran nemcsak napon belül, hanem két vagy több napon keresztül is fennállt, vagyis a kedvezményezett ügyfél az őt megillető összeg felett akár több napig sem tudott rendelkezni. Meg kell említeni, hogy ezek a fizetési műveletek a takarékszövetkezetek többségénél manuális feldolgozást követően kerülnek jóváírásra. A késedelem idejére pedig jelentős hatással van, hogy a fizetési műveletek összegét a takarékszövetkezet központjában vagy a számlavezető fiókjaiban, kirendeltségeiben írták-e jóvá. A több napi késedelem az utóbbi esetben fordul elő gyakrabban, hiszen a jóváírási folyamat egyrészt hosszabb, mint központi feldolgozás esetén, másrészt a jóváírás több ügyintéző feladata, így nagyobb a mulasztás lehetősége.

A hibásan paraméterezett informatikai rendszerre jellemző példa a napközbeni átutalás jóváírási folyamatának időzítése, mely nem azonos gyakorisággal került beállításra a takarékszövetkezeteknél. A Takarékbank a napközbeni elszámolás szabvány szerinti fizetési megbízásokat – amelyek tartalmazzák a BKR napközbeni elszámolási rendszeréből beérkezett fizetési műveletek mellett a takarékszövetkezetek közötti, a Takarékbank által elszámolt átutalási megbízásokat is – 15–20 percenként, gyakorlatilag folyamatosan dolgozza fel, s ezt követően tudják a takarékszövetkezetek az átutalásokat saját rendszereikben fogadni és a kedvezményezett ügyfelek fizetési számláján jóváírni. A beérkező átutalások jóváírási folyamatát egyes takarékszövetkezetek 20–30 percenként indították, mások csak ritkábban, 1,5 vagy 2 óránként. Ez utóbbi beállítás a beérkező átutalások jelentős részénél nem biztosította a fizetési művelet összegének kedvezményezett részére történő haladéktalan rendelkezésre bocsátását, hiszen jóváírásuk a kedvezményezett fizetési számlán esetenként csak a beérkezésüket követő mintegy 2 óra elteltével valósult meg. Tipikus hiba volt az is, hogy a takarékszövetkezetek munkanapjának záró időpontja nem igazodott az elszámolás-forgalmi rendszerek üzemidejéhez, ennek következtében a tárgynapon még beérkező fizetési műveletek összegének jóváírására a kedvezményezett számláján csak a következő munkanapon valósult meg.

A nem haladéktalan, késedelmes jóváírás a hitelintézeteket jogosulatlan vagyoni előnyhöz juttatja, mivel az ügyfelei fizetési számláján még jóvá nem írt összeg költségmentes likviditást biztosít számukra.

4.2.1.7. Értéknapi alkalmazása

Az MNBr. előírásához képest nem megfelelő, az ügyfelek számára hátrányos jóváírási értéknapi alkalmazása többnyire az olyan, nem haladéktalanul jóváírt fizetési műveleteknél fordult elő, amelyek jóváírása csak a beérkezésüket követő napon, vagy azt követően történt meg. Az előírtnál későbbi értéknapi alkalmazása jellemzően a manuálisan jóváírt fizetési műveletek esetében fordult elő, azonban a hiba oka gyakran az volt, hogy a takarékszövetkezet számlavezető rendszere nem tette lehetővé a visszamenőleges, az előírásnak megfelelő jóváírási értéknapi alkalmazását.

Az előírtnál későbbi jóváírási értéknapi alkalmazása az ügyfél számára kamatvesztést, a hitelintézetek számára kamatnyereséget (float) eredményez.

4.2.2. Szabályszegek forrása

4.2.2.1. Keretszerződést érintő hiányosságok

A Pft. előírásait érintő szabályszegek jelentős részének forrása a pénzforgalmi szolgáltatás nyújtására vonatkozó keretszerződés. Ezekre a hiányosságokra jellemző, hogy a fogyasztónak és a mikrovállalkozásnak minősülő ügyfelek széles körét érintik és gyakran a nem megfelelő jogértelmezésre vezethetők vissza. Ugyanakkor

előfordult olyan Pft-előírást sértő szerződéses feltétel alkalmazása is, amellyel a hitelintézet, ügyfele kárára, jogtalan előnyhöz kívánt jutni. Az előbbi hiányosságok közé tartozik például az előírásoktól eltérő díjfelszámítás, vagy a nem megfelelő tartalmú, nem egyértelmű előzetes és utólagos tájékoztatás, míg az utóbbiak közé tartozik az ügyfelek fizetési műveletek összegének visszatérítési jogát általános jelleggel korlátozó, az egyedi igények vizsgálatának mellőzésére irányuló szerződési feltételek alkalmazása, vagy a jogosulatlan díjfelszámítás.

4.2.2.2. Rendszerbeli informatikai hibák

A rendszerbeli hiányosságok gyakran a számlavezető rendszerhez voltak köthetők, így ugyanaz a probléma az adott rendszert használó takarékszövetkezetek esetében is fennállt. Általános tapasztalat, hogy ezek a rendszerhibák az MNB hatósági eljárása alapján az ellenőrzött takarékszövetkezetnél javításra kerültek, azonban a szoftvert szállító a számára ezáltal ismertté vált hibát a még nem ellenőrzött takarékszövetkezeteknél nem minden esetben szüntette meg.

A rendszerbeli hibáknak két jellegzetes típusa különböztethető meg:

- (i) A számlavezető rendszer rendelkezik a megfelelő, jogszabálykövető működéshez szükséges adottságokkal, azonban azokat a hitelintézet nem ismeri, vagy nem megfelelően állítja be. Ilyen esetre példa a korábban már említett napközbeni elszámolás során beérkezett átutalások összegét jóváíró folyamat nem megfelelő időzítése, vagy a sorba állítás időszakának megállapodástól eltérő beállítása.
- (ii) A számlavezető rendszer nem képes egy bizonyos folyamat szabálykövető ellátására, a jogszabálykövetés biztosítása érdekében a rendszer fejlesztést igényel. Ilyen eset például a könyvelési napnál korábbi jóváírási értéknap alkalmazásának a hiánya.

4.2.2.3. Manualításra vagy mulasztásra visszavezethető hibák

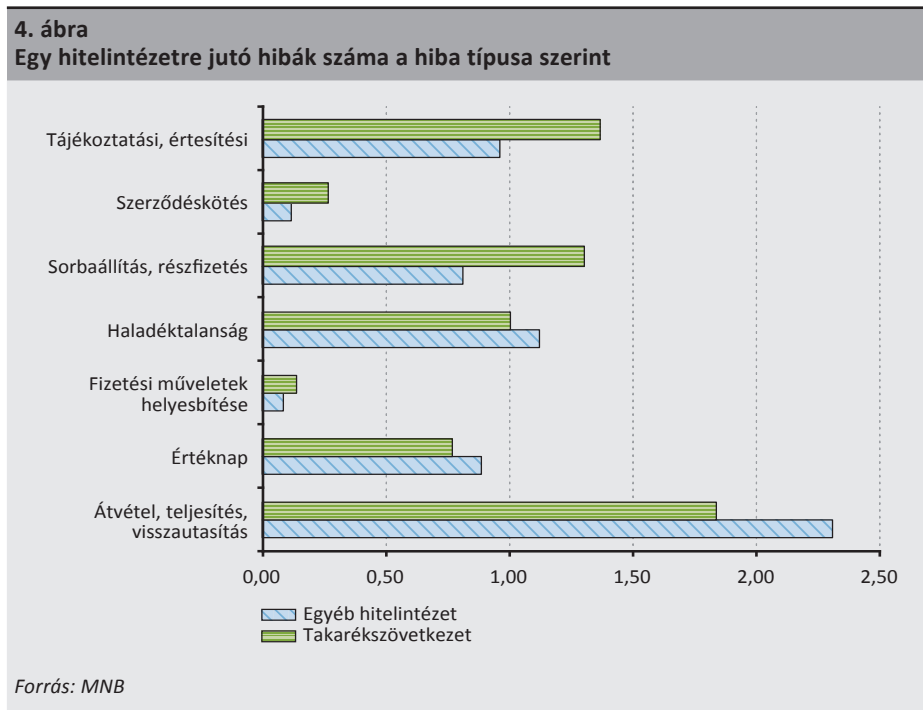
A takarékszövetkezetek gyakran késedelmesen indítottak olyan gépi feldolgozási folyamatokat, amelyeket nem az informatikai rendszerbe épített automatizmus vezérelt, hanem a folyamat elindítása ügyintézői beavatkozást igényelt. A gépi folyamatok késedelmes elindítása mellett számos szabálysértés a takarékszövetkezetekre jellemző decentralizált működésre és a feldolgozási folyamatok nagyfokú manualitására volt visszavezethető. A tapasztalatok szerint az eseti ügyintézői hibák bekövetkezése lényegesen gyakrabban fordult elő azoknál a takarékszövetkezeteknél, ahol a manuális feladatot nem a takarékszövetkezet központi háttérműveleti szakterülete végezte, hanem a kirendeltségek az általuk megnyitott fizetési számlák körében. Ugyancsak a manualításra vezethetők vissza a sorba állítás időszakának a számlavezető rendszerben történő nem megfelelő rögzítése, valamint a postai készpénzáttalalások, a VIBER- és a devizaátutalások nem haladéktalan jóváírása.

4.3. A takarékszövetkezeti szektor pénzforgalmi hiányosságai

A 2012 és 2014 közötti időszakban a takarékszövetkezeteknél és az egyéb hitelintézeteknél elvégzett pénzforgalmi ellenőrzések során több mint 360 alkalommal került megállapításra valamilyen hiányosság. A tapasztalatok értékelésénél eltekinttünk a hitelintézetek eltérő méretéből adódó eltérő vizsgált tételszám hatásától, és csak az egy hitelintézetre jutó szabálysértések számát vettük figyelembe. Ezáltal összehasonlíthatóvá tettük a takarékszövetkezetek vizsgálati tapasztalatait az egyéb hitelintézetek pénzforgalmi ellenőrzésének a tapasztalataival.

A hibák számát tekintve átlagosan közel azonos számú hiba került feltárássra mindkét intézménytípusnál. Azonban a takarékszövetkezeteknél általános ellenőrzési tapasztalat volt, hogy *(i)* a keretszerződéssel és a tájékoztatási kötelezettségekkel kapcsolatosan – a Takarékbank és az Országos Takarékszövetkezeti Intézményvédelmi Alap által kiadott szerződésminták és mintaszabályzatok alkalmazására visszavehető – hasonló hibák kerültek feltárássra²⁰, valamint *(ii)* jelentősebb volt a manualitásból adódó hibák száma.

A 4. ábra mutatja a hibák intézménytípusonkénti átlagos számát a 4.2. fejezet szerinti csoportosításban.



²⁰ A Pft. előírásaival kapcsolatos ellenőrzési tapasztalatokkal csak 2014. évtől rendelkezünk.

Összességében a vizsgálatok alapján a takarékszövetkezeti szektorban két jelentőskockázati tényező azonosítható. Egyik a takarékszövetkezetek pénzforgalmi tevékenységében jelenlévő nagyarányú manualitás, ami jellemzően eseti hibákhoz vezetett. Ezekben az esetekben a folyamatba épített ellenőrzés és/vagy fejlesztés, automatizálás szükséges. A másik kockázati tényező az, hogy az alkalmazott rendszerek folyamatainak kialakításánál mennyiben vették figyelembe a pénzforgalmi jogszabályok követelményeit. Így a nem szabálykövető folyamatok valószínűségét jelentősen befolyásolta az is, hogy az adott takarékszövetkezet melyik számlavezető rendszert alkalmazta. Vizsgálati tapasztalatok szerint azok a korábbi integrációban részt vevő intézmények, ahol az IT-tevékenység és/vagy a számlavezetés üzemeltetése kiszervezésre került (a TAKINFO-hoz vagy a TAK-INVEST-hez), pénzforgalmi tevékenységük folyamatait kevésbé láthatják át, és ezzel összefüggésben hiányosságait, kockázatait kisebb mértékben tapasztalják, mint azok, amelyek ilyen jellegű kiszervezést nem hajtottak végre. A tapasztalatok szerint az egyes takarékszövetkezeteknek a jogszabályi megfeleléshez szükséges fejlesztésekre, valamint a kiszervezett üzemeltetésre nem túl erős a ráhatásuk, nem mindig egyértelmű, hogy a jogszabálysértést okozó hibát a takarékszövetkezet vagy a kiszervezett tevékenységet végző okozta-e.

Az ellenőrzések alapján az MNB több alkalommal jelezte a Takarékbank számára észrevételeit a takarékszövetkezetek pénzforgalmával, valamint számlavezető rendszereik működésével kapcsolatosan. A Takarékbank figyelembe is vette az MNB tapasztalatait, változtatott folyamatain, azonban maradt még tennivaló a szövetkezeti hitelintézetek integrációját szabályozó törvény hatályba lépése utáni időszakra is. A sokszereplős integrációs modell egységes, jogszabályszerű működésére megoldást jelenthet az egységes számlavezetési rendszer bevezetése.

5. A takarékszövetkezeti integráció egységes informatikai rendszerének lehetőségei

Az integrációs törvény által megvalósítandó egységes informatikai rendszer létrehozására előírt 2016. június 1-ei határidő figyelembevételével a Takarékbank elindította projektjét, amely kiterjed az adatközpont kialakítására, egységes számlavezető és előtét-rendszerre és a meglévő rendszerek migrációjára. Idén februárban az összes takarékszövetkezetenél elindult az első, integrációs szinten egységes informatikai rendszer, amely a befektetési termékeket és szolgáltatásokat kezeli.

Az egységes számlavezető rendszer megvalósítására alapvetően három lehetőség kínálkozik. Az egyik egy teljesen új rendszer bevezetése, melynek előnye lehet, hogy minden, a hatékony és professzionális működés érdekében elengedhetetlen releváns szempont beépítésre kerülhet, amely egyben biztosítja a pénzforgalmi jogszabályok maradéktalan betartását is. A másik lehetőség kiválasztani egyet a jelenlegi

számlavezető rendszerek közül, s azt a jövőben egységesen alkalmazni az összes takarékszövetkezetben. Ebben az esetben a rendszer meglévő, ismert hiányosságait ki kell küszöbölni, s a rendszert fel kell készíteni a nagyságrendekkel nagyobb forgalom kezelésére, kapacitásbővítéssel. Harmadik lehetőségként megmaradnának a jelenlegi különálló rendszerek, azonban megfelelő fejlesztésekkel és egységes előtét-rendszerrel ezek összekapcsolásra kerülnének, így biztosítva a szektor pénzforgalmi szolgáltatásainak egységesítését. Rövid távon ugyan a legköltségesebb megoldást az első lehetőség jelentené, hosszú távon azonban egy új, modern rendszer üzemeltetési és további fejlesztési költségei jóval alacsonyabbak lehetnek, mint a meglévő rendszerek párhuzamos fenntartása és üzemeltetése. Ugyanakkor függetlenül attól, hogy az integráció milyen módon alakítja ki az egységes pénzforgalmi rendszert, bevezetésével mindenképpen jelentősen megnő a megfelelési kockázat, hiszen a rendszer nem jogszabálykövető specifikálása a jövőben nemcsak egy takarékszövetkezet vagy a takarékszövetkezetek szűkebb csoportjának pénzforgalmát fogja negatívan érinteni, hanem a teljes szektorét.

Az egységes számlavezető rendszer kialakításánál biztosítani kell, hogy a szektorra jellemző korábbi pénzforgalmi hiányosságok megszüntetésre kerüljenek és vegyék figyelembe a pénzforgalom várható hazai és nemzetközi fejlődésének irányait. Az egységes pénzforgalmi folyamatok kialakításakor az alábbi szempontok figyelembe vételét mindenképpen szükségesnek tartjuk:

(i) *Az átutalások gyorsítása.* A napközbeni elszámolás keretében beérkező átutalások azonnali (haladéktalan) jóváírása, valamint a takarékszövetkezetek ügyfelei által kezdeményezett, napközbeni elszámolásban teljesítendő átutalási megbízások esetében az MNB által maximálisként biztosított 6 órás teljesítési időszükséglet csökkentése elősegítené a szektor versenyképességének növelését. Az új takarékszövetkezeti integrációban 15 takarékszövetkezet, illetve hitelszövetkezet vált közvetlen BKR- és VIBER-tagból közvetetté. Ennek következtében ezeknél az intézményeknél a korábbiakhoz képest mintegy 30 perccel megnövekedett a belföldi forint átutalások teljesítéséhez szükséges idő (Császár 2015). Ugyanakkor esetükben ez jogszabálysértéshez nem vezetett, hiszen az általános 4-órás szabály²¹ helyett a 6-órás szabály²² hatálya alá kerültek. A teljesítés időigényének meghosszabbodása e takarékszövetkezetek esetében az egységesítés miatt elkerülhetetlen visszalépést jelentett, és mindenképpen árt a versenyképességüknek, mivel elveszítették a közvetlen BKR-tagsággal járó gyorsabb átutalás lehetőségét. Ez esetükben ellentétes a nemzetközi trendekkel, valamint a MNB azon törekvésével, mely a fizetési forgalom gyorsítását helyezi a pénzforgalmi folyamatok fejlesztésének az előterébe. A takarékszövetkezetek fizetési forgalmának gyorsítása

²¹ MNB. 17. § (2)

²² MNB. 17. § (3)

érdekében szükséges egy integrált, valós idejű on-line rendszer kialakítása, amely az integráción kívüli forgalom gyorsítása mellett megvalósíthatná az integráción belüli azonnali átutalás lehetőségét, valamint biztosítaná, hogy a takarékszövetkezetek számlatulajdonosai bármely takarékszövetkezet kirendeltségén (tehát egy másik takarékszövetkezetnél) képesek legyenek a pénzügyeik intézésére. Ez jelentős előrelépést eredményezne az integráción belüli, nem számlavezető takarékszövetkezetnél történő készpénzfelvétel azonnali elszámolásában is. Egy megfelelően specifikált rendszer egyúttal lehetővé tenné az MNB pénzforgalmi ellenőrzései során korábban tapasztalt és kifogásolt szabályszegések megszüntetését, és a szektor napközbeni elszámoláshoz kapcsolódó feldolgozási folyamatának újragondolását a gyorsabb feldolgozás érdekében, valamint megteremténé a feltételeit egy 7x24 órában működő azonnali átutalási rendszerhez történő csatlakozáshoz.

(ii) *A munkanap záró időpontjának későbbre helyezése.* A szektor versenyképessége növelésének érdekében szükséges a hét minden munkanapján a jelenleginél későbbi időpontban meghatározni a munkanap záró időpontját, valamint a takarékszövetkezeti szektorra általánosan jellemző kora délutáni, a fizetési megbízások tárgynapi teljesítésére vonatkozó befogadási határidőket meghosszabbítani a forint és a deviza átutalási megbízások ügyfélbarát fogadása és teljesítése érdekében. A munkanap bővítését a pénzforgalom jövőben várható nemzetközi és hazai fejlesztésének irányjai (7x24 órás rendelkezésre állás, azonnali átutalás bevezetése) is megkövetelik.

(iii) *A fizetési műveletek feldolgozásának minél nagyobb fokú automatizáltsága.* A hatékonyság növelése és a szabálykövetés erősítése érdekében az eseti, illetve rendszeres forint és deviza fizetési megbízások mellett célszerű lehet a hatósági átutalások takarékszövetkezetenkénti, valamint a postai csekkek integrációs szinten történő, informatikailag is támogatott központosított feldolgozása.

Felhasznált irodalom

Császár Péter (2015): Hány óra a négy óra? A napközbeni átutalások tényleges időszükséglete. *Hitelintézeti Szemle*, 14. évf., 1. szám, pp. 166–192.

Kiss Gy. Kálmán (2009): A "vidék bankja" megteremtésének dilemmái Magyarországon. *Hitelintézeti Szemle*, 8. évf., 6. szám, pp. 496–515.

Magyar Takaréék. (dátum nélkül): *Integrációs csoportosulások és intézményeik*. Országos Takarékszövetkezeti Szövetség: <http://www.magyartakarek.hu/integracios-csoportosulasok-es-intezmenyeik>. Letöltés dátuma: 2015. május 12.

Magyar Takaréék. (dátum nélkül): *Történetünk*. Országos Takarékszövetkezeti Szövetség: <http://www.magartakarek.hu/tortenetunk>. Letöltés dátuma: 2015. május 12.

MNB (2014): *Fizetési rendszer jelentés*. p. 47.

Moizs Attila – Szabó G. Gábor (2012): *A szövetkezeti hitelintézetek története, jelenlegi rendszere és sajátosságai Magyarországon*. Hitelintézeti Szemle 11. évfolyam 1. szám, pp. 67–85.

SZHISZ (2015. június 18.): Szövetkezeti Hitelintézetek Integrációs Szervezete. <http://szhisz.hu>. Letöltés dátuma: 2015. június 18.

A nagy hanyatlás kérdése rövid, európai és magyar perspektívában

Niall Ferguson

Az ezredforduló óta a világ megkedvelte az ellentétpárokat: emberiség és technológia, közösségek és azok bomlasztói, tervezők és az emberek, kormányok és újítók. Magyarország pedig tökéletes hely arra, hogy ilyen ellentétpárokban gondolkodjunk. A dualista szemléletmód, az egymással ellentétes kérdések szembeállítására nyilvánvalóan a magyar és a budapesti DNS része.

Minden turista hamar felismeri, hogy Budapest voltaképpen két város (Buda és Pest), amelyet híd köt össze. Budapest az a város, amely legalább két vallás megosztottságában élt; ugyanis 1541-től kezdődően több mint 140 év török megszállás alatt állt. Ugyancsak ez az a város, amely 1918-ig egyfajta félfüggetlenséget is megtapasztalhatott az Osztrák–Magyar Monarchia részeként. Ez az a város továbbá, amely a 20. század közepén a fasizmus és a kommunizmus eszméi között fejlődött. Budapest negyedrészeiben zsidó volt, egészen addig, amíg a holokauszt 1944-ben le nem sújtott. 1949 és 1989 között pedig kommunista bástyaként szolgált. Ugyanakkor színtere volt 1956-ban a kommunizmus elleni legnagyobb kelet-európai felkelésnek is. Ha Párizsból érkezel ide, azt hiheted, hogy Moszkvában vagy. De ha Moszkvából jössz, azt hiheted, hogy ez már Párizs. Ezek voltak Ligeti Sándor György avangárd zeneszerző szavai.

Jelenleg Budapest még mindig tudathasadásos állapotot tükröz. Egyszerre van valahogy függő helyzetben, és kétszeresen is elkötelezve a Nyugat és a Kelet között. Ma már része az Európai Uniónak, amelyben azonban, nagyon úgy tűnik, nem igazán találja meg a helyét. 2015 nyarán számos helyszínen volt Magyarországon és Budapesten zűrzavar, ugyanis koszovói, afgán, szír, pakisztáni és iraki menekültek özönlöttek az országba. Tették ezt azért, hogy a kelet és nyugat közötti kaput jelentő budapesti pályaudvarokon keresztül nyugat felé induljanak. Amikor a nyugat felé induló vonatok leálltak, ezek döntöttek úgy, hogy gyalog teszik meg az osztrák határig tartó távolságot.

Niall Ferguson a Harvard Egyetem Laurence A. Tisch díjas professzora és a Hoover Intézet tudományos főmunkatársa. E-mail: nfergus@fas.harvard.edu.

Az esszé A nagy hanyatlás: hogyan sorvadnak el az intézmények és haldokolnak a gazdaságok című holografikus előadás alapján készült, melyet a szerző a budapesti Akvárium Klubban tartott 2015. június 4-én.

Jelen magyar nyelvű esszé a *Hitelintézet*i Szemle által készített fordítás.

Ezen okok miatt Budapest tökéletesen alkalmas arra, hogy feltegyük a kérdést: mit is jelent Európa a 21. században? Melyek a problémái? Merrefelé halad? Hogyan kell változnia? Nos, szerintem az európai integráció 2015-ben egy befejezetlen folyamat, sőt talán egy befejezhetetlen folyamat. Létezik egy szövetség, az Európai Unió (EU), amelynek középpontjában a Monetáris Unió áll, azonban az EU nem mindegyik országa tagja a monetáris magnak. Az az ország, ahonnan én származom, az Egyesült Királyság, tagja ugyan az Európai Uniónak, de azon országok egyike is egyben, amelyek nem fogadta el az eurót saját valutájának. Részben ennek a félig bent, félig kint állapotnak köszönhetően Nagy-Britannia az az ország, ahol feltehetően már jövőre népszavazás dönthet arról, hogy kilép-e az EU-ból. Tehát azért beszélhetünk egy befejezetlen projektről, mert az EU egyik kulcsfontosságú tagja és egyben az egyik legnagyobb gazdasága fontolgatja annak lehetőségét, hogy az egészből kiszálljon.

Az a tény, hogy a 2011–2013-as válságévek majdnem az euró végét, a Monetáris Unió felbomlását eredményezték, nagyon fontos dologra világított rá. Arra, hogy az Európai Monetáris Unió eredeti tervezetét támadó kritikusoknak – ezek egyike voltam magam is – igazuk volt abban, hogy *alapvető ellentmondás van a monetáris egység és a fiskális decentralizáció között*. 2000-ben Larry Kotlikoff-fal megjelentettünk egy cikket¹ a *Foreign Affairs* című amerikai külpolitikai folyóiratban, amelyben azzal érveltünk, hogy Európa monetáris uniója hanyatlásnak fog indulni. Ez a hanyatlás azért fog vélhetően bekövetkezni, mondtuk, mert fundamentálisan összeegyeztethetetlen létrehozni egy monetáris uniót, miközben a tagállamok hatáskörében marad a fiskális politikájuk alakítása.

Utólag megállapítható, hogy az a feltételezésünk, miszerint a monetáris unió körülbelül tíz évig fog működni, de azután a fiskális egyensúlyhiányok miatt a rendszer szétesik, helyes volt. Látható, hogy ez majdnem be is következett. Az államadósságot illetően fennálló hatalmas egyenlőtlenségek, amelyek egyik végén Görögország áll az összes EU-tagország közül legnagyobb adóssággal, majdnem szétfeszítik a monetáris uniót. 2012-ben azon közgazdászok nagy többsége, akik ebben a témában publikáltak, azt jóskolták, hogy Görögország távozni fog, azaz bekövetkezik az ún. Grexit (Görögország kilépése az euróövezetből) és a monetáris unió nagy valószínűséggel szét fog esni. Ez ugyan nem következett be, de Görögország kilépésének lehetősége még mindig napirenden van, és még mindig bizonytalan, hogy sikerül-e olyan döntést hozni az alapvető görög államháztartási válságról, amely által Görögország bent maradhat a monetáris unióban.

Most a problémára egy sajátos megoldás született, egy költségvetési paktum. Ez a költségvetési paktum pedig lényegében minden, az euróövezetbe tartozó tagállamtól megköveteli, hogy egyre inkább Németországra hasonlítson gazdasági ér-

¹ Ferguson, N. – Laurence, K. (1999): *The Degeneration of the EMU. ForeignAffairs. March/April Issue*, pp. 110–121.

telemben, ha más vonatkozásban még nem is. Ez mindenekelőtt azt jelenti, hogy a tagországok mindegyikének többé-kevésbé kiegyensúlyozott költségvetéssel kell rendelkeznie. Nincs többé lehetőség azokra a hatalmas deficitekre, amelyek különösen a 2008 utáni gazdasági válság időszakát jellemezték. Ha megnézzük a Nemzetközi Valutaalap 2020-ig tartó előrejelzését, azt láthatjuk, hogy 2020-ra csak egyetlen ország lesz az Európai Monetáris Unión belül, nevezetesen Szlovénia, amelynek nagyobb lesz a deficitje, mint a bruttó hazai termék 1,5 százaléka. Hét tagállam pedig egyenesen költségvetési többletet mutat majd. Mindez pedig az első lépés afelé, amit Angela Merkel úgy fogalmazott meg, hogy „Bundesrepublik Europa”, azaz Európai Szövetségi Köztársaság. Egy Európai Unió, amely egyre inkább a Német Szövetségi Köztársaságra hasonlít, legalábbis az államháztartás kezelését illetően. Nincsenek nagy hiányok, és többé-kevésbé tartósan kiegyensúlyozott a költségvetés.

Azonban nem csak ebből a szempontból kezd Európa egyre inkább Németországra hasonlítani. A múltban a tagállamok időnként meglehetősen nagy folyó fizetési mérleg hiánnyal rendelkeztek. Ezek az idők azonban részben annak következtében elmúltak, amit lekicsinylően gyakran csak megszorításként határoznak meg. Ennek pedig az a következménye, hogy egyre kevesebb euróövezetbe tartozó tagállamnak van folyó fizetési mérleg hiánya. Gyakorlatilag, ismét csak az IMF előrejelzései alapján, 2020-ra az euróövezet mindössze három tagállamában lesz a folyó fizetési mérleg deficit, és ezek a deficitek elenyészőek lesznek. Emellett úgy tűnik, hogy minden egyes országnak alacsony, vagy akár negatív inflációval kell rendelkeznie ahhoz, hogy az Európai Szövetségi Köztársasághoz tartozhasson. Idén Ausztria az a tagállam, ahol a legmagasabb lesz az infláció: az IMF szerint csupán 1,1 százalék. Tehát épp, hogy csak 1 százalék felett lesz az árak növekedésének üteme, az euróövezet öt országában pedig jelenleg negatív az infláció, azaz defláció várható.

Ha a költségvetési egyensúlytalansági probléma felszámolásának ilyen gazdasági következményei vannak, akkor az igazi kérdés az, hogy bármilyen megoldás hogyan hat majd a gazdasági növekedésre és a munkahelyteremtésre.

Gazdasági növekedés és munkahelyteremtés pedig akkor következhet be, ha ezt a politikát az Európai Központi Bank „mennyiségi lazítással” (quantitative easing, QE) csillapítja. Mit is jelent ez? Egyes naiv kritikusok szerint ez nem egyéb, mint pénznyomtatás, ez azonban nem egészen igaz, vagy legalábbis egy speciális pénzfajta létrehozását jelenti. Nem azt a pénzt, amit a zsebünkben hordunk vagy a bankban tartunk, hanem azt a pénzt, amit a bankok a számláikon a központi banknál tartanak. Olyan speciális pénzekről, tartalékokról van szó, amelyeket az Európai Központi Bank hoz létre akkor, amikor mennyiségi lazítást alkalmaz. Amikor pedig ezt az új pénzt létrehozza, nem csinál mást, mint eszközöket vásárol, pontosabban kötvényeket, bár más eszközök vásárlása is lehetséges.

Akkor hát mi a mennyiségi lazítás hatása? Az, hogy a már amúgy is alacsony kamatlábakat még lejjebb nyomja. Ennek egyik mellékhatása az, hogy bővíti a központi bank mérlegét. Ez valószínűleg kézenfekvő megoldás, mivel az EKB mérlege szűkül, miközben a Bank of England-é és a Federal Reserve-é növekedett a pénzügyi válságot követően. Amikor az EKB elfogadta a mennyiségi lazítást, akkor lényegében megpróbált felzárkózni, és egy olyan, a hagyományostól eltérő monetáris politikát kezdett alkalmazni, amelyet a fejlett világ nagy központi bankjai már javában gyakoroltak. A mennyiségi lazítás tehát nem az infláció elszabadításáról szól. De vajon nem vezet-e ez a politika a defláció elszabadulásához? Ez a dilemma, úgy tűnik, még nem dőlt el, habár a kilátások, legalábbis ami az általam hivatkozott előrejelzéseket illeti, egészen jók. Az igazi kérdés tehát az, hogy a fiskális megszorítás időszakában a mennyiségi lazítás fog-e növekedést eredményezni. Márpedig az átlag európai számára a növekedés a fontos, mert e nélkül nagyon valószínűtlen, hogy Európa képes lesz megoldani a munkanélküliségnek, különösképpen a fiatalok munkanélküliségének krónikus problémáját. Sőt arra sem lesz képes, hogy felvegye és integrálja a közel-keleti, az észak-afrikai és a dél-ázsiai migránsok százezreit, vagy akár millióit.

Térjünk tehát rá röviden a növekedés témájára. Jelenleg nem kérdés, hogy Európa alulteljesít. Az IMF mostani előrejelzése szerint az EU egésze ebben az évben csak 1,8 százalékkal fog növekedni. Ami azonban még ennél is aggasztóbb, hogy a 2020-ig tartó időszakra sem vár 2 százaléknál magasabb növekedést. Belátható időn belül tehát Európa alacsony fordulatszámra marad. Ez azt is jelenti, hogy a munkanélküliségi ráta, amely az Európai Unió perifériáin rendkívül magas, várhatóan magas is marad. Álljon itt néhány adat ennek alátámasztására: jelenleg a munkanélküliségi ráta a németországi 4,9 százalék és a spanyolországi 23 százalék között mozog.

A munkanélküliségi adatokat alaposan meg kell vizsgálnunk. A fiatalok munkanélkülisége, elsősorban a dél-európai országokban köztudomású. Rendkívüli, ahogyan a fiatalok az álláskereséssel küzdenek. De van valami, ami szintén nagyon fontos, és a nyilvános viták során sokkal kevesebb figyelmet kap. Ez a hazai születésű európaiak és a külföldön születettek munkanélküliségi rátája közötti különbség. Az Egyesült Államokban a külföldön született munkavállalók munkanélkülivé válásának valószínűsége nem lényegesen nagyobb, mint a hazai születésű munkavállalóké. Igaz ez az én hazámra, az Egyesült Királyságra is. Ám, ha a kontinentális Európát nézzük, valami nagyon szembetűnőt vehetünk észre, nevezetesen azt, hogy a külföldön született munkavállalók sokkal nagyobb valószínűséggel, egyes országokban több mint kétszer nagyobb valószínűséggel válnak munkanélkülivé, mint az adott országban születettek. Ez pedig egy hatalmas probléma. Ha egy társadalom nem tud munkavállalási kilátásokat nyújtani a bevándorlóknak, és ez vonatkozik a bevándorlók gyermekeire, sőt még azok gyermekeire is, akkor nagy a valószínűsége annak, hogy

kudarcot vall a modern társadalmak egyik legfontosabb feladatának teljesítésében. Ez az asszimilálás, az újonnan érkezőknek a befogadó országba történő integrálása.

Rakjuk mindezt össze és próbáljuk meg levonni azt a következtetést, hogy vajon mit is jelent ez nagyobb történelmi összefüggésben. Európa ugyan nem stagnál, de egyértelmű, hogy nem is növekszik látványosan. Európa kudarcot vall a munkahelyteremtésben, és különösképpen kudarcot vall a fiatalok és bevándorlók számára történő munkahelyteremtésben.

Ha egy tágabb történelmi perspektívában nézzük ezeket, akkor mindez, legalábbis számomra, azt jelenti, hogy a nagy elmozdulás a Nyugattól a világ többi része felé tovább folytatódik. Ez a legnagyobb gazdasági változás, amelyet a világ az elmúlt ötszáz évben megtapasztalt.

Mit értek ezen? Egy ötszáz évvel ezelőtti világszerte utazás során különösképpen senki nem csodálkozott volna el Nyugat-Európán még akkor sem, ha más nagyobb civilizációkkal való összehasonlítást tesz. Ötszáz évvel ezelőtt nem lett volna nyilvánvaló a világszerte utazó számára, hogy a következő öt évszázad során az életszínvonalat illetően óriási szakadás következik majd be a Nyugat és a világ többi része között. Ötszáz évvel ezelőtt a Ming-kori Kína több szempontból is a világ legfejlettebb civilizációja volt, legalábbis a legnagyobb városok közül néhány itt volt megtalálható. Ha megnézzük Nankinget vagy Pekinget, ezek a városok jóval nagyobbak voltak, mint például Párizs vagy London. Azonban körülbelül az 1500–1600-as évektől kezdődően elkezdődött a nagy elszakadás, amely során az életszínvonal, a kínai és a világ többi részén tapasztalt életszínvonallal összehasonlítva, minden lehetséges módon mérve, drasztikus fejlődésnek indult Nyugat-Európában és azokon a helyeken, ahol a nyugat-európaiak nagy számban telepedtek le. Például Észak-Amerikában. Ez a nagy szétválás a legszembetűnőbb jellemzője a modern történelemnek.

Egy példát szeretnék hozni. 1600 körül nem volt nagy különbség az életszínvonal tekintetében Kelet-Kína és Nyugat-Európa között. Sőt, Kelet-Kína valószínűleg gazdagabb volt az egy főre jutó bruttó hazai termékét illetően, mint Észak-Amerika közvetlenül az európaiak nagy volumenű letelepedése előtt. Mindezt számokban kifejezve: az észak-amerikai egy főre jutó GDP aránya a kínai értékhez képest azonos, azaz egy az egyhez volt. A nagy elszakadás eredményeképpen, az 1970-es évekre, az észak-amerikai egy főre jutó GDP aránya a kínai értékhez képest huszonkettő az egyhez lett. Az átlag amerikai, akkor amikor én tizenéves voltam, több mint húszszor gazdagabb volt az átlag kínainál. Ez volt az igazán nagy szakadás. Mindez pedig nemcsak a gazdaságban mutatkozott meg. A várható élettartam a huszadik század közepére Nyugaton több mint megkétszereződött a világ többi részéhez képest. Más vonatkozásban is a Nyugat uralta a világot a huszadik század elején. Az Európából kiemelkedett nagy birodalmak dominálták a világ geopolitikai térképét. Lehet, hogy

a világ népességének viszonylag kis részét tették ki, de ezek az európai birodalmak irányították a világ többi részén élő emberek jelentős hányadát.

Mára mindez megváltozott. A mi életünk során a nagy elszakadás megállt, és a folyamat megfordult. Az 1970-es évek végének átlag amerikaija még huszonkétszer gazdagabb, mint az átlag kínai. Ma ez az arány csupán négy az egyhez. Huszonkettő az egyhez négy az egyhez helyett, csak az én felnőtt létem éveit alatt. Ráadásul ez a közeledés egy sor más módon is megnyilvánul. A kínai bruttó hazai termék az 1970-es évek végén, amikor a Kínai Népköztársaság elindult a gazdasági reformok útján, az egész világnak csupán nagyon csekély százalékát adta. Elmaradása az EU-val szemben pedig kifejezetten tetemes volt. Azonban jövőre, hacsak ki nem derül az a valószínűtlen forgatókönyv, hogy az előrejelzéseink rosszak, a kínai bruttó hazai termék meg fogja haladni az Európai Unióét. Mindez azt jelenti, hogy nagyobb részt fog kitenni a világ gazdaságából, mint amekkorát az EU ma képvisel.

Hadd villantsam fel röviden, mit is értek Nyugat alatt. Az egykori nagy politikatudós és a Harvard egyetem professzora, Samuel Huntington *A civilizációk összecsapása* című csodálatos könyvében úgy határozta meg a Nyugatot, mint lényegében Nyugat-Európa és azok a földrajzi egységek, ahol a nyugat-európaiak nagy számban telepedtek le. 1950-ben, amikor Huntington épp csak elkezdte tudományos karrierjét, akkor – szerinte – a nyugati emberek a világ népességének körülbelül húsz százalékát, egyötödét tették ki. 2050-re az Egyesült Nemzetek Szervezetének előrejelzése szerint ez az arány lecsökken mindössze tíz százalékra, azaz egytizedre. Ez a világ népességéből a Nyugat által képviselt részesedés megfelelőését jelenti egy évszázad leforgása alatt. Ezek drámai elmozdulások és ezek azt jelentik, hogy az olyan emberek, mint én, fehér észak-európaiak, sokkal kevésbé fontosak és sokkal kisebb hatalommal rendelkeznek a korábbiakhoz képest. Még mindig gazdagabbak, mint a legtöbb ember, és relatív értelemben mi még mindig erősek is vagyunk, de hanyatlunk. Kicsit olyanok vagyunk, mint Tolkien *Gyűrűk urában* a Tündék. A mi időnk lejárt. A mi időnk megannyi értelemben lejárt. A jövő pedig nem a Nyugaté, hanem a világ többi részéé.

A kérdés, amit fel kell tennünk magunknak, hogy mi az igazi mozgatóereje ennek az elmozdulásnak. Miért történik mindez? Azt gondolom, két válasz létezik erre a kérdésre. Az egyik egy jó, míg a másik egy nem annyira jó hír. A jó hír, ahogyan arról a *Civilizáció* című könyvemben is érveltem, hogy a világ többi része lényegében letöltötte a Nyugat kegyetlenül jó alkalmazásait, az ún. „killer apps-eket”. Ezek voltak azok a dolgok, amelyek 1500 után a Nyugatot oly sikeressé tették. Mégis melyek ezek? Nos, például a verseny fogalma mind a gazdasági, mind a politikai életben. Ez egy nagyon is nyugati jelenség, amit nem igazán lehetett volna felfedezni a Ming-kori Kínában. Aztán a tudomány fogalma a 17. és 18. századi tudományos forradalom értelmezésében. Ez is alapvetően egy nyugati projekt volt. Nem voltak például Newtonok az Oszmán Birodalomban.

A harmadik tényező a magántulajdon védelmének eszméjére épülő jogállam. Ez is nyugati innováció volt, amely különösen mélyen gyökerezik a Nyugat angol nyelvű területein. Aztán pedig meg kell említeni a modern orvostudományt. Ez a tudományos forradalomnak azon ága, amelynek segítségével megkétszereződött, majd utána több mint megkétszereződött a várható élettartam. Az ötödik kegyetlenül jó alkalmazás a fogyasztói társadalom, abban az értelemben, hogy mindannyiunk szekrényében rengeteg ruha áll. Mellesleg nincs is túl sok értelme az ipari forradalomnak, ha az emberek nem vásárolnak sok-sok ruhadarabot, mert az ipari forradalom fő eredménye az volt, hogy drasztikusan lecsökkentette az olyan dolgok fajlagos költségét, mint amilyen az ing és az öltöny. Abban az esetben, ha az én keresletem az ingek iránt nem igazán lenne árrugalmas, ha nem vennék egyre többet, ahogyan csökken az áruk, akkor az ipari forradalom nem lett volna sikeres.

Végezetül a hatodik kegyetlenül jó alkalmazás a munkamorál, az a dolog, ami miatt én ma reggel 6 órakor felébredtem, hogy véglegesítsem ezt az esszét. Ha nem rendelkeznék munkamorállal, nem igazán érdekelt volna, rögtönöztem volna valamit, és az bizonyára rosszabb lett volna, mint amilyenre valójában sikerült.

Ezeket a kegyetlenül jó alkalmazásokat körülbelül ötszáz évig a nyugati emberek alakították ki és sajátították ki maguknak, s nem nagyon léteztek a világ többi részén. De a mi időnkben ez megváltozott. Száz évvel ezelőtt csupán csak egy nem-nyugati társadalom volt, amelyik megértette a mi kegyetlenül jó alkalmazásaink fontosságát: Japán. Ez volt az első nem-nyugati társadalom, amelyik letöltött mindent, amit az imént kiemeltem, a verseny fogalmától a gazdasági életben, egészen a munkamorálig. De Japán kivétel volt. A legtöbb nem nyugati társadalom nem tette ezt meg. A többi társadalmak a 20. század nagy részét azzal töltötték, hogy más modelleket próbálgattak. Gondoljunk például arra, amivel Mao elnök próbálkozott Kínában. Rendelkezett ő is kegyetlenül jó alkalmazásokkal, valójában azonban ezek az alkalmazások az emberekkel voltak kegyetlenek, legyilkolták őket, méghozzá milliós nagyságrendben. Csak az 1970-es évek vége felé, Mao halála után, amikor Teng Hsziao-ping került hatalomra, tette meg Kína ezt a lépést. Csak ezt követően kezdte el Kína letölteni a kegyetlenül jó alkalmazásokat, amelyek a nyugati civilizációkat olyan sikeressé tették. És láss csodát, amint ezt megtette, Kína növekedési üteme drasztikusan emelkedni kezdett. Eljött a felvirágzás, és több százmillió embernek sikerült kitörnie a szegénységéből.

Tehát egy része annak, amit ma a világban látunk, voltaképpen megkésett elsajátítása azoknak az intézményeknek és eszméknek, amelyek korábban tökéletesen működtek Nyugaton. Ez pedig nagyszerű hír! Ez valódi ok az ünneplésre. Csakis jó hír lehet, hogy egyre több ázsiai és most már afrikai tör ki a szegénységéből, és fedezi fel a versenyt, a tudományt, a jogállamot, a modern orvostudományt, a fogyasztói társadalomot és a munkamorál előnyeit. Vegyék elő a pezsgőt, a történelem nagyot változott, mégpedig a mi életünkben. Ez a jó hír.

A rossz hír? Nos, a rossz hír az, hogy bár a világ többi része intézményileg egyre jobban működik, egyre jobb a gondolkodásban, mi itt Nyugaton, úgy tűnik, egyre rosszabb helyzetbe kerülünk. A kegyetlenül jó alkalmazások letölthetőek, és ki is törölhetőek, vagy legalábbis elmaradhat frissítésük egy nyugati társadalom esetében. És ez az a probléma, amely engem jelenleg a legjobban aggaszt. Mi itt Nyugaton, Európában és az Egyesült Államokban is, egy furcsa intézményi hanyatlástól szenvedünk. Térjünk tehát rá röviden a hanyatlás négy elemére.

Az első *generációs hanyatlás* abban az értelemben, hogy szinte minden nyugati államban a politikáink úgy épülnek fel, hogy hatalmas egyensúlyhiányokat hoznak létre a generációk között. Elkerülhetetlen, hogy a jóléti államaink és nyugdíjrendszereink működése, tekintettel a népesség elöregedésére, terheket ne rójon majd a következő generációkra. A demográfiai robbanás idején születettek kilépnek a munkaerőpiacról és hosszú, kellemes nyugdíjas évekre készülnek. Ki fizeti a számlát? A gyermekeik, az unokáik és dédunokáik.

Vegyük például Magyarországot. Jelenleg a magyar népesség közel tíz százaléka tizenöt és huszonnégy éves kor közötti. Ezek az oktatás szempontjából a legkritikusabb évek, ilyenkor számos impulzus éri az egyént és ezek a személyiség kialakulása kapcsán a legfogékonyabb évek. Ilyenkor születnek meg az elmében a legkreatívabb dolgok. Tapasztalatom szerint a húszas évek végétől már csak egyfajta lejtmenet következik. Valójában csupán minden tizedik magyar van abban a mágikus életkorban, amit fiatalságnak nevezünk. Mindeközben a 65 vagy afelettiiek százalékos aránya 17 százalékról talán akár 27 százalékra is növekedhet 2060-ra. Mindez pedig egyáltalán nem a legkirívóbb példa. Németország, Olaszország, Portugália, Spanyolország mindegyike sokkal gyorsabban öregszik. A század közepére ezekben az országokban a 65 vagy afeletti népesség a teljes népesség egyharmadát fogja kitenni; minden harmadik ember nyugdíjas korú vagy annál idősebb lesz. Magyarországon a század végére, az ENSZ előrejelzése szerint, minden tizedik ember 80 vagy afeletti korú lesz. Ez az óriási demográfiai elmozdulás, amelynek gyökerei a termékenység és a halálozási arány szerkezetének változásából erednek, Európát egy öreg és elöregedő társadalommá alakítja. De még mindig olyan jóléti államokban élünk, amelyeket a háború utáni években terveztek viszonylag fiatal társadalmak számára, ahol a lakosság viszonylag nagy arányban dolgozott. Az előttünk álló út kétesélyes: vagy radikálisan átalakítjuk ezeket a rendszereket, vagy a fiatalok fogják a vállukon cipelni az idősek jogosultságainak kifizetéséhez szükséges egyre növekvő adóterheket.

A második mozzanat, amely révén mint társadalom hanyatlunk, az az, hogy a *túlzott szabályozás* gúzsba köti a gazdaságunkat. Ez a jellegzetes tulajdonság nemcsak az Egyesült Államokra, hanem az Európai Unióra is igaz. Valójában olyan bürokratákkal vagyunk tele, akiknek nincs több vágyuk, minthogy hihetetlenül komplikált szabályozásokat alkossanak, és azokat ránk, a többiekre alkalmazzák. Ez az, ami a bürokratákat élteti. Ez a túlzott szabályozás a pénzügyi válságot követően ismét

fellendülőben van. Miért? Mert gyökeret vert az a szerintem téves elmélet, hogy a 2008-as pénzügyi válság a dereguláció miatt következett be. Mivel a dereguláció okozta a válságot, érvelnek a bürokraták, most szükségünk van szabályokra, ráadásul nagyon sok szabályra azért, hogy megakadályozzunk egy újabb válságot. Az ismert bécsi szatíráíró, Karl Kraus egyik híres mondása volt, hogy a pszichoanalízis az a betegség, amely saját gyógymódjának tekinti magát. Nos, ugyanez mondható el a szabályozásról. Ez az a betegség, amely saját gyógymódjának tekinti magát. Minél jobban szabályozzuk a pénzügyi rendszerünket, annál ingatagabbá válik. Pont úgy, ahogyan a komplex rendszerek is jellemzően ingatagabbá válnak, amint egyre összetettebbek lesznek.

Harmadszor, a *jogállam*, aminek elkötelezett támogatója vagyok, kevésbé jó akkor, ha a jogászok államává válik. Ráadásul a szabályozás minden komplexitásával együtt húsosfazék a jogászok számára. Van egy olyan terület, amely jelenleg minden vállalatnál gyorsan bővül az Atlanti-óceán mindkét partján: a „megfelelési osztály”, tele jogi végzettségű emberrel.

Végül negyedszer, azt hiszem, hogy a *civil társadalom intézményeinek a hanyatlását* tapasztaljuk. A civil társadalom alatt az önkéntes nem kormányzati szervezeteket értem, amelyek oly sokat tettek a nyugati civilizációkban, és amelyek jelenleg nagymértékben kiszorulnak az egyre bővülő állami szektor, a mindenható állam ténykedése miatt.

Nem hiszem, hogy túlzás azt állítani, hogy jelenleg egy a nyugati civilizációt lassan végigsöprő válságnak vagyunk a tanúi. Ráadásul az előbbiekben említett belülről jövő fenyegetésen túl, külső veszélyek is jelentkeznek.

A radikális iszlám a mai kor ideológiai járványaként hasonlít azon bolsevizmushoz, amely az előző század ideológiai járványa volt. Megdöbbentő tény, hogy közel négy és fél ezer európai távozott az Európai Unióból, hogy csatlakozhasson az Iszlám Államhoz Irakban és Szíriában. Négy és fél ezer olyan ember van egyelőre, aki azt választja, hogy csatlakozik a kalifátushoz egy olyan hamis és gyilkos kísérlethez, amelynek célja visszaforgatni az idő kerekét Mohamed prófétához.

Vagy vegyük figyelembe a tényt, hogy 2030-ra a muzulmán kisebbség Belgium, Franciaország és Svédország népességének 10%-át, Ausztria népességének 9%-át, Hollandia, Svájc és az Egyesült Királyság népességének 8%-át és Németország és Görögország népességének a 7%-át adja majd.

Számos ellenszert lehet megnevezni a nyugat intézményi hanyatlására. Ezeket korábban már ismertettem. Javítani lehet az állami pénzügyi számvitelt a hatalmas mérlegen kívüli források jelenségének megszüntetésére. Be lehet vezetni egy sor kitévelt a jogalkotásban és a szabályozásban annak érdekében, hogy azok inkább megszűnjenek, mintsem felhalmozódjanak. Meg lehet reformálni a jogrendszert,

egyszerűsíteni a jogszabályokat és a szabályozást. A civil társadalom felpezsdítésére pedig egészen jó ötletnek tűnik, ha új és jobb független iskolákat alapítunk.

Ezek mindegyike sokat segíthet abban, hogy megállítsuk intézményeink hanyatlását. De nem hiszem, hogy az ilyen reformok önmagukban elegendőek ahhoz, hogy megoldják azt az alapvető aránytalanságot vagy aránytalanságokat, amelyeket most tapasztalunk. Azt az aránytalanságot, amely egy előregedett és öregedő Európa és egy fiatal muszlim világ között húzódik. Azt az aránytalanságot, amely egy gazdag Európa és egy szegény muszlim világ között feszül. Azt az aránytalanságot, amely egy kereszténységen túllépett Európa, egy szekularizált, hit nélküli Európa és egy egyre inkább agresszív muszlim világ között áll fenn. Azt az aránytalanságot, amely egy fegyvertelen Európa és egy egyre inkább militarista muszlim világ között tárható fel.

Hosszú történelme során Budapest, ez a nagyszerű város, első kézből tanulta meg, hogy ezek a trendek hová vezethetnek. Budapest önmagában nagy kettősséget képvisel. Emberiség kontra technológia, vagy emberiség plusz technológia? Részei lehetnek-e ezek a kulcsszavak a folyót összekötő hídnak? Összekapcsolódhat az emberiség és a technológia egy egységes városban?

Az előttünk álló olyan kihívásokra, mint a túlfeszített állami pénzügyek, a Földközi tengeren keresztül érkező tömeges migráció által okozott változások a legjobb megoldásokat a technológia adhatja. Abban az esetben azonban, ha nem foglalkozunk azon intézményi hanyatlás kérdésével, amelyről ebben az esszében szóltam, akkor a technológia önmagában nem fog minket megvédeni. A 20. század elején megdöbbentő technikai vívmányok voltak, amelyek sokkal nagyobbak, mint a mostaniak. Vessük össze a Twittert az atombombával. De amit a huszadik század nagy technológiai vívmányai elmulasztottak, az az, hogy nem oltottak be minket a fasizmus és a kommunizmus ellen.

Ez egy nagyon-nagyon fontos tanulság kell, hogy legyen.

A növekedés kilátásai

Kőrösi István

Halmi Péter:

*Krisis és növekedés az Európai Unióban – Európai modell, strukturális reformok
Akadémiai Kiadó, 2014, p. 370*

ISBN: 978-963-05-9523-0

Halmi Péter professzor kutatói, egyetemi tanári életműve és publikációs munkássága széles körben ismert és elismert. Korábbi értékes művei ismeretében új kötetét is érdeklődve olvastam el. E jól felépített, rendkívül átfogó mű 7 nagy fejezetből áll. A gazdasági növekedés múltja, jelene, jövője sorsunkat érintő, „húsba vágó” kérdés. Európa növekedési teljesítményének eróziója több évtizedes folyamat. A 2008-ban kezdődött gazdasági-pénzügyi válság tartós növekedési krízishez is vezetett. A válságproblémák tartósan fennmaradtak, kezelésük hosszú távú feladat. A korábbi „európai növekedési modell az erózió és a krízis nyomán alapvető jellemzői tekintetében megrendült” – állítja világosan a bevezetésben a szerző (6. o.).

Az 1. fejezet a növekedési elmélet rendszerének alapos bemutatását és értékelését nyújtja. A gazdasági növekedés jelentősége alapvető a makroökonómiában (is), hiszen az egy főre jutó növekedési ütem csekély különbsége is, – ha tartósnak bizonyul, – jelentős fejlettségi különbségekhez vezet. Halmi Péter átfogóan bemutatja a makroökonómiai növekedési elméletek fő vonásait. A mű újdonsága, hogy a fő áramlatokat kapcsolódásuk viszonyrendszerében, egymással összehasonlítva elemzi. A Harrod-Domar modell neok Keynesiánus alapokra épített, Robert Solow és Trevor Swan a neoklasszikus irányzat megalapítói és kifejtői, majd Paul Romer és Robert Lucas új korszakot nyitottak az endogén növekedési elmélet létrehozásával. A növekedési elméletek közös vonása, hogy a szegény országok a növekedés beindításával és tartós növekedési pálya kialakításával felzárkózhatnak a fejlettebbekhez. Ehhez megfelelő intézményekre, s azok jó működtetésére van szükség. Halmi méltán hangsúlyozza, hogy a gazdasági növekedés útja, a technológiai haladás megvalósulása és az intézmények működésének minősége döntő mértékben függ az országok történelmi útjától, kulturális, civilizációs örökségétől és azok hatásaitól. Kiemeli a kvantitatív gazdaságtörténeti elemzések hozzájárulását a növekedéselemzés új

*Kőrösi István a Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Világgazdasági Intézetének tudományos főmunkatársa és a Pázmány Péter Katolikus Egyetem docense.
E-mail: drikorosi@gmail.com.*

eredményeihez (13. o.). A szerző a Solow-modell alapos értékelése után a növekedés forrásainak számbavételével foglalkozik. A kevésbé fejlett országok felzárkózásának fontos tényezői a tudástőke áramlása, tovagyrűzése (spillover) mellett a sikeres országok gazdaságpolitikáinak és intézményeinek diffúziója, valamint a tőkevonzás. Halmai Péter a téma elméleti irodalmának imponálóan gazdag elemzésével és az elméletek egymáshoz való viszonyának mély feltárásával mutatja be a konvergencia-mechanizmus összetevőit, majd az endogén növekedési elmélet ezzel kapcsolatos megállapításait. Idézi Romer frappáns megállapítását arról, hogy a felzárkózáshoz inkább a „gondolatréseket” kell csökkenteni, mint a „tárgyi réseket” (28. o.). Halmai a neoklasszikus elmélet korlátait is korrekten bemutatja. Izgalmas kérdés, hogy az elméletek között létrejöhet-e új szintézis, és milyen alapokon? A szerző rámutat, hogy „a növekedés egyesített megközelítése”, azaz a gondolatok, a népesség, az emberi tőke akkumulációja és az intézmények együttes elemzése endogén szintézis megalkotásához vezethet (40. o.).

A globalizáció és integráció körülményei között fontos szerepe van a kereskedelem liberalizációjának, az országok nyitottságának és a földrajzi fekvésnek. Utóbbi az erőforrások megléte és kiaknázása, a növekvő méretek és a térbeliség termelési telephely-előnyei, valamint a piaci lehetőségek hasznosítása szempontjából fontos. A kereskedelmi liberalizáció hatásai mindenképpen jelentősek, de én úgy látom, hogy hangsúlyozni kell azt a tényt, hogy a világkereskedelemnek közvetlenül több mint egyharmada, közvetve és közvetlenül együttesen több mint 70 százaléka a transznacionális vállalatokhoz kötődik, így nem szabad, hanem cégeken belüli kereskedelem. Nyilvánvaló negatívum az is, hogy a TNC-k exportja és működőtőke-beruházásai nyomán nagymérvű a gyengébb országokban a hazai termékeket kiszorító hatás. Véleményem szerint helyesen mutat rá Halmai a természeti erőforrások „átkára”, hogy éppen bizonyos erőforrásokban gazdag országok lemaradtak a fejlődésben a járadékkereső magatartás, pazarlás, politikai instabilitás és a rossz gazdaságpolitika miatt.

Az intézmények és politikák minősége rendkívül fontos a növekedés és felzárkózás szempontjából. Fontosnak tartom Halmai Péter megállapítását arról, hogy „a sikeres gazdaságokban az emberi és a fizikai tőke magas arányú felhalmozása a fenntartott technológiai haladással együtt jelenik meg” (45. o.).

Nyugat-Európa II. világháború utáni, kb. 1973-ig tartó „aranykori” fejlődésének megalapozásában a szociális piacgazdaság és az akkor jól működő nemzetközi kereskedelem-politikai és pénzügyi intézményrendszer létrehozása döntő szerepet játszott. (Több elemző viszont az 1960–73-as korszakot már csak „ezüstkornak” tartja.)

A 2. fejezet az európai integráció és a gazdasági növekedés kapcsolatrendszerét mutatja be. A szerző jól összefoglalja a gazdasági integráció fejlődési útjának fő szakaszait és azok jellemzőit. Az intenzív verseny a növekvő hatékonyságot és ezáltal

tal a jólét növelését hivatott szolgálni. A másik oldalon a szolidaritás a társadalmi, gazdasági kohézió növelését célozza. A gazdasági integráció fő hatásai a kereskedelemre, a jövedelmekre, a fizetési mérlegre és a gazdasági növekedésre egyaránt kiterjednek. Igen tanulságosnak tartom az európai növekedési folyamatok részletes, gazdagon dokumentált történelmi elemzését. 1973 után a felzárkózási növekedés is jelentős mértékben csökkent, ám nem szűnt meg. Az aranykort követő két évtizedben a munkatermelékenység továbbra is gyorsabban nőtt Európában, mint az Egyesült Államokban. Halmai adatokkal bizonyítja, hogy Európa termelékenységi rése az Egyesült Államokkal szemben 1973–1995 között tovább szűkült. Az EU-15-ökre számítva, az egy munkaóra jutó reál GDP ebben az időszakban 62,9 százalékról 85,3 százalékra emelkedett, a termelékenység növekedési üteme azonban csökkent, ami figyelmeztető jelként értelmezhető. Az európai integráció növekedési és termelékenységi hatásait elemző részben szemléletes és jól dokumentált képet kapunk arról, hogy az integráció révén az EU-tagországok nyitottsága, kereskedelme és a jövedelmek jelentősen nőttek. A szerző megállapítja, hogy „az európai integráció akkumulációs hatása a gazdasági növekedés elméletének logikáján alapul. Valamely nemzetgazdaságban az egy főre jutó jövedelem csak akkor növekedhet fenntartható módon, ha a dolgozók a fizikai, a humán- és/vagy a tudástőke állandóan emelkedő állományával vannak ellátva. Következésképpen az európai integráció a növekedési ütemet olyan mértékben befolyásolhatja, ahogyan a fizikai, a humán és a tudástőke akkumulációját befolyásolja” (105. o.).

Halmai Péter tanulságosan foglalja össze a 20. század második felében kialakult európai növekedési modell sajátosságait. A belső piac kiépítésével nagyfokú intézményi nyitottság és integráltság valósult meg. A kereskedelem aránya a GDP-hez viszonyítva magasabb, mint a világgazdaság bármely más térségében. Nagyarányúvá vált az EU-n belüli tőkeáramlás is. Az EU-tagság a résztvevő országokban hosszú távú növekedési impulzussal járt és ennek nyomán sokáig számukra a világ többi részénél gyorsabb jövedelem-konvergenciát eredményezett. Én szükségesnek tartom kiemelni, hogy a közép- és kelet-európai országokban a lakosság viszont súlyos hátránnyal élte meg, hogy az árak felzárkózása a béreknél és bérjellegű jövedelmeknél jóval gyorsabb volt, sőt a bérek aránya az összjövedelmekhez képest drámaian csökkent. Halmai elemzésében megállapítja, hogy az EU átlagában az újraelosztás mértéke magasabb, mint a fő világgazdasági versenytárs országokban. Sok európai országban a tartós, nagymérvű állami túlköltekezés súlyos államadósság kialakulásához vezetett. Jól mutat rá a szerző arra a tényre, hogy az EU-ban „az intézményesített szupranacionalitáshoz azonban nem kapcsolódik fiskális föderalizmus. A közös költségvetés hosszabb távon is csak a tagállamok GDP-jének egy százaléka körüli nagyságrendű. Az erőteljes integráció ellenére is jelentősek az eltérések az egyes tagországok intézményeinek minőségében” (110. o.).

A 3. fejezet az európai növekedési potenciál eróziójával foglalkozik. A szerző bevezetésül pontosan definiálja a potenciális kibocsátást, az aktuális kibocsátást és a kibocsátási rést. „A potenciális kibocsátás növekedési üteme a tartósan fenntartható gazdasági dinamikát (másként: a növekedési potenciált) mutatja. Az aktuális növekedés ütemétől eltérően a potenciális növekedés nem tartalmaz ciklikus tényezőket” (111. o.). Halmi Péter művében alapvetően a potenciális növekedés elemzésére összpontosít a növekedési folyamatok és a gazdasági-pénzügyi válság hatásainak bemutatásakor. Rámutat, hogy a potenciális növekedést különböző idődimenziókban lehet vizsgálni. Rövid távon az aktuális kibocsátással történő összehasonlítás megmutatja a keresletbővítésnek az egyensúlyt nem veszélyeztető mértékét, középtávon a hazai kereslet bővülése a beruházások növekedésével együtt a növekedési dinamikát alátámasztó kibocsátási kapacitást teremt. Hosszú távon a kibocsátás a jövőbeli technológiai haladáshoz és a munkapotenenciál növekedési üteméhez kapcsolódik. A potenciális és a tényszerűen megvalósult növekedés múltbeli folyamatainak összehasonlítása fontos tanulságokkal szolgál. Előre tekintve csak becslés lehetséges, amely a növekedési trendek extrapolálásán alapul. A potenciális növekedés számítása nyomán kimutatható a fejlődés strukturális és ciklikus komponense a gazdaságban. A szerző bemutatja a termelési függvény megközelítés alkalmazását a potenciális növekedés kiszámítására. Ezután részletes adatsorokkal elemzi a növekedési potenciál alakulását az USA-ban és az EU-15-ökben. Az Egyesült Államokban a potenciális növekedés üteme tartósan nagyobb, mint az EU-15-ökben. Halmi kimutatja, hogy a teljes tényezőtermelékenység (TFP) kedvezőtlen alakulása a beruházási ráta csökkenéséhez vezetett. A 2008–2009-es válság előtt „átmenetileg 20-22 százalékra emelkedő beruházási rátával egyidejűleg az EU-15 országokban a teljes tényezőtermelékenység csökkent. A kedvezőtlen beruházási környezet a tőkekiáramlás magasabb szintjét, illetve az áru- és szolgáltatásimport arányának jelentős növekedését mozdítja elő” (127. o.). Mindez súlyos negatív következményekkel járt. A szerző részletesen elemzi az EU és az USA közötti termelékenységi rés alakulását.

Európában a termékpiacokon a verseny gyengébb, mint az USA-ban. Ez az innovációra is visszahúzólag hatott. Az egy főre jutó GDP szintje is csökkent 1995 után az EU-országokban az USA-hoz viszonyítva (az 1995. évi 70 százalékról 2007-re 67,5 százalékra). Halmi kimutatja, hogy a divergencia egyetlen oka a munkatermelékenység alakulása. Az innovációs versenyben való szereplés szempontjából az intézmények és a K+F-politikák kulcsfontosságúak. Az USA előnyét biztosító tényezők közé tartozik, hogy a tudásba történő beruházások meghaladják az EU-tagországokét. A munkaerőpiac nagyobb rugalmassága további előny. A jövedelemkülönbségek is az USA-ban nagyobbak, de ez lehetőséget biztosít a kiemelkedő tudósok, kutatók, innovátorok kiemelt fizetésére. A magasabb képzettséget az USA-ban jobban honorálják, mint Európában. A munkát terhelő adók a tengerentúlon szintén alacsonyabbak, viszont a szociális ellátási rendszerek jóval kevésbé kiépültek. A szerző

rámutat, hogy az USA–EU termelékenységi különbség döntő része nem a beruházási rátával magyarázható önmagában, jóllehet az az USA-ban 1993-tól folyamatosan meghaladja az EU-15-ök mutatóját. Lényeges következtetése, hogy „a technológiai élmezőnyben (vagy annak közelében) megkerülhetetlen a politikák és intézmények újraalakítása (refókuszálása) az innováció-alapú gazdasági modellre” (153. o.). Fontosnak tartom a potenciális növekedés hosszú távú irányzatainak árnyalt bemutatását. A mű újdonságai közé tartozik a strukturális tényezők, a munkapotenciál és a teljes tényezőtermelékenység tendenciáinak elemzése. A jövőbeli fejlődés szempontjából kiemelkedő jelentőségű a munkapotenciál várható alakulása, amelyet a szerző részletes adatokkal relevánsan dokumentáltan mutat be.

A 4. fejezet a válságnak a potenciális gazdasági növekedésre gyakorolt hatásával foglalkozik. A válság súlyosan hatott a potenciális növekedés hosszú távú alakulására. A pénzügyi válság transzmissziós mechanizmusait összefüggésrendszerükben mutatja be a szerző. Meggyőzően dokumentálja, hogy a potenciális növekedést ért hatások a 2008–2009-es válság nyomán tartósabbak, mint a korábbi recesszióknál. Egyetértek azzal is, hogy „döntő jelentőségű a szerkezeti alkalmazkodás, az erőforrások szükséges mélyreható reallokációjának jelentősége” (172. o.). A válságkezelés pénzügyi terhei az államháztartási deficittek és az adósságállományok súlyos megugrásához vezettek. Halmai a növekedési tényezők, komponensek részletes modellszámításai alapján bizonyítja a potenciális növekedés középtávon is érvényesülő lassulását az EU-ban. Az EU-tagországok egyes csoportjainak helyzete nagyon különbözik a növekedési tényezők eltérő alakulása miatt. A válság utáni kilábalást is a fennmaradt strukturális problémák jellemzik. A szerző átfogó képet nyújt a mérlegkiigazítások kényszeréről, a fiskális konszolidáció szükségességéről, az európai bankrendszer és pénzpiacok fregmentációjáról. A sérülékenynek minősített országok csoportjában a felzárkózási folyamat megtorpant, sőt a válság nyomán újabb divergencia mutatkozik. Halmai Péter ezt találóan „konvergenciakrízisnek” nevezi. A kedvezőtlen irányzatok mérséklése és ellensúlyozása a gazdaságpolitikák lényeges megváltoztatását igényli.

Az 5. fejezetben újabb kulcsfontosságú témát tárgyal a szerző. A felzárkózás és konvergencia a közép- és kelet-európai országok fejlődésének alapvető kérdése. Halmai rámutat, hogy e két fogalom nem azonos. Tömör megfogalmazása szerint „a felzárkózás az a távolság, amelyet meg kell tenni, a konvergencia pedig a haladás mértékét fejezi ki” (215. o.). A konvergencia a gyengébben fejlett országoknak a fejlettekénél tartósan magasabb ütemű gazdasági növekedését igényli. A „konvergenciaklub” tagságának előfeltétele korunkban a megfelelő humán erőforrás és a jó intézmények. Napjaink problémái közepette nem csak azt állapíthatjuk meg, hogy az integráció megfelelő működése esetén előmozdítja a konvergenciát, hanem azt is, hogy a fenntartható konvergencia elengedhetetlen az integrációs fejlődés szempontjából is. A szerző országcsoportonként részletesen elemzi a felzárkózás irányzatait az EU-ban.

A 2008–2009-es válság új kihívásokat hozott. Az új tagországok közül elsősorban a jelentős belső és külső egyensúlyhiánnyal küzdő országok bizonyultak az átlagnál sebezhetőbbnek. A válságban a fizetési feltételek számukra drámaian romlottak. Fontosnak tartom e fejezetben a felzárkózás minősége és a reálkonvergencia közti összefüggések árnyalt bemutatását. A konvergenciamechanizmus újraélesztése az integráció jövője szempontjából az egyik alapvető kihívás.

A 6. fejezet az új tagállamok növekedési modelljével foglalkozik. Palánkai Tibor találó kifejezésével élve, Európa számunkra „modernizációs horgony”. Csaba László és Halmai Péter is ezt az álláspontot képviselik. Halmai elemzi az EU-10-ek növekedési modelljének fő összetevőit, a nyitottság növekedésének, a tőkebeáramlásnak és a teljes tényezőtermelékenység alakulásának hatásait. A válság előtti növekedési modellhez nem lehetséges visszatérni, ezért új növekedési pályára van szükség. Ehhez növelni kell a hazai megtakarításokat és – hozzáfűzném, – hogy azokat minél gyorsabban hazai rentábilis beruházásokhoz kellene felhasználni a reálszférában.

A könyv utolsó fejezete a strukturális reform és a növekedési potenciál összefüggéseit tárgyalja. Európa gazdasági prosperitásának háromszöge: a gazdasági növekedés, a stabilitás és a méltányosság. A gazdasági-pénzügyi konszolidáció egyszerre igényli a növekedést, annak hatékonyságát és összekapcsolását a méltányossággal. A növekedési potenciál helyreállításában a termék- és munkapiaci reformoknak alapvető szerepük van. A pénzügyi szabályozás megerősítésének a pénzügyi intézetek prudens működésének biztosítását és a reálberuházások tőkeköltségeinek csökkentését kellene szolgálnia. A tudást és az innovációt előmozdító reformok, a munkapiaci és a fiskális reformok rendkívül fontosak. Ezek lényegéről és várt hatásairól is átfogó képet nyújt a szerző. A jövő szempontjából kiemelkedő a tudásháromszög (az oktatás, a K+F és az innováció) integrált rendszerének jelentősége. A kihívásokra adott válaszok minőségétől függ az európai növekedési potenciál helyreállítása és új növekedési modell létrehozása. Halmai Péter mélyreható elemzéséből releváns zárókövetkeztetéseket von le. A végső summázat szerint „csak a gazdasági racionalitás, a nemzetközi versenyképesség és a tudásgazdaság előtérbe helyezésén nyugvó megoldások lehetnek hosszú távon eredményesek. Mindezeknek az erőfeszítéseknek általános célja a méltányos növekedés és a megosztott prosperitás lehet” (342. o.).

Halmai Péter könyve a növekedési elméleteknek, a hosszú távú potenciális növekedés tényezőinek kiemelkedően értékes elemzése. Körképe egyszerre kórkép és kórkép. A szerző a nemzetközi szakirodalmi összehasonlításban is sok újat nyújt. Az elméletek komparatív elemzésével, a növekedési potenciál és tényezői modellezésével, a teljes termelékenység összetevőinek hosszú távú idősoros kvantitatív analízisével, az új tagállamok növekedési modelljének elemzésével jelentősen gazdagítja a közgazdaság-tudományt. A gazdaságpolitika számára is rendkívül fontos következtetések sorát nyújtja a felzárkózási potenciál és annak korlátai bemutatásával. Kifejti a strukturális reformok szerepét, hatását a növekedési potenciál hely-

reállítására. A hosszú távú növekedési potenciál 2060-ig történő modellszámításai természetesen a jelenlegi trendek kivetítésén alapulva adnak előrejelzést, a jelenlegi gazdaságpolitikák folytatódása esetén. A kórisme megfogalmazása éppen a változtatások igényével történt, hogy a gazdaságpolitikák új, pozitív trendfordulókat alapozzanak meg. Oswald Spengler „A Nyugat alkonya” című művét azzal az igénnyel fogalmazta meg, hogy az alkony a történelmi sorsát felelősséggel alakító ember és kultúrközösség megújulása nyomán időben messze eltolható legyen.

Halmi Péter könyvének elolvasása nyomán is a megújulás, megújítás lehetősége és szükségessége jut eszünkbe. Műve rendkívül igényes alkotás. Elemzésében összekapcsolja a közgazdaság-tudomány elméleti, módszertani, egzakt modellezési és gazdaságstratégiai szempontjait. Munkája értékes új szintézis abból a szempontból is, hogy egyesíti az egzakt ökonometriai elemzés és a közgazdaságtan humántudományi aspektusait. Kiemelendőnek tartom a mű páratlanul gazdag bibliográfiáját, amely 28 oldalt tesz ki és több mint 900 művet tartalmaz. Halmi Péter könyve az akadémiai kutatásban, az egyetemi oktatásban és a doktori képzésben bizonyosan általánosan használt alapvető irodalomává válik. Kiemelten ajánlom a kutatók, egyetemi tanárok és a hallgatók figyelmébe. Ugyanakkor a döntéshozók, a gazdaságpolitikai döntéseket előkészítő elemzők számára is fontos tanulságokkal szolgál. Tolle et lege!

Új irányok – Az emberi intellektus újradefiniálása a technológiai fejlődés fényében

Henger Éva

Clive Thompson:

Smarter than you think – How technology is changing our minds for the better

Penguin Books, 2013, p. 352

ISBN: 978-0-143-12582-2

Sokan úgy tekintenek a technológiára, a technikai fejlődésre, mint egy eredendően rossz és az emberiség intellektuális képességét és szociális készségeit romba döntő dologra, ami butít és túlzott ráutaltságunk miatt kiszolgáltatottá tesz minket. Ami az előbbit illeti, nem szabad elfeledkeznünk a technikai innovációk azon sikereiről, amik lehetővé tették egy élhetőbb, biztonságosabb világ létrehozását (orvostudomány) és olyan lehetőségek kiaknázását, melyekre az ember évszázadok óta nagy érdeklődéssel tekint (űrutatás-holdraszállás). Tény, hogy a technológia mindig is világformáló, új perspektívára ösztönző hatással volt az emberiség történetében; említhetjük a tűz előnyös használatának felfedezését vagy az írás feltalálását.

Ebből a pozitív-utópisztikus aspektusból közelíti meg ember és gép kapcsolatát Clive Thompson a könyvében. „Főhősei” olyan egyének, akik az elérhető technikai eszközöket maximálisan kihasználják, és alapjában változtatják meg a világról alkotott nézeteinket. Sokszor nem tudatos ez a cselekedet, hanem csak belekerül a szituációba az egyén, ami katalizátorként működik, és a végkifejlet meglepő módon hatalmas tömegekhez ér el. Vagy kísérleti jelleggel a saját céljaikra használják a digitális eszközöket, és olyan előnyeiket fedezik fel, amelyek érdemesek arra, hogy szélesebb közönség számára is elérhetővé váljanak. Thompson meglátása szerint a gépi, mesterséges intelligencia önmagában közel sem olyan felsőbbrendű, mint azt gondolnák, mivel a bemutatott példákban szereplő ember–gép kollaboráció sokkal hatékonyabb és innovatívabb módszereket használ. A szerző továbbá rávilágít arra, hogy a gépekkel való szoros együttműködés (lassan már szimbiózis) milyen mértékben növeli az emberi intellektust azáltal, hogy elősegíti a kreativitás kibontakozását, a jobb problémamegoldó képesség kialakulását, mi több, a világot is teljesen más nézőpontból vehetjük szemügyre.

Henger Éva a Magyar Nemzeti Bank vezetői asszisztense. E-mail: hengere@mnk.hu.

Az eddig a tudományos-fantasztikus irodalomból ismert biológiai–nem biológiai intelligencia keveredése immáron valóság, a könyvben szereplő egyik személy közel 20 éve birtokosa a sokat emlegetett Google Glass elődjének, aminek a létrehozását egy igen egyszerű dolog motivált. Ennek oka az volt, hogy az egyetemen nehezen tudta követni a professzor előadását és közben jegyzetelni is. Említhetjük a könyv azon szereplőjét, akinek specifikus hő- és fény szenzorokkal felszerelt, úgynevezett SenseCam rendszer lóg a nyakában, amivel a napjait kép- és videó formában is rögzíti, így egész élete digitálisan le van mentve egy hardverre, amelyen kedve szerint keresgélhet a személyek és a hozzájuk fűződő rögzített emlékek között.

Az Internet, blogok és szociális média platformok térhódításának kevésbé dokumentált kedvező következménye az íráskészség szintjének emelkedése, mivel a közönségnek történő írás arra sarkallja a szerzőt, hogy véleményalkotáskor megfelelően győzze meg olvasóit a nézeteiről, vagyis az érvelésnek jól strukturálnak kell lennie. A pro vs. kontra jó arányú és egyértelmű megfogalmazása, helyesírás, stilisztikai elemek megfelelő használata, ezek mind kulcsfontosságúak a jó poszt megírásához. Továbbá az a tudat, hogy mások is elolvashatják a bejegyzést, növeli a szerző teljesítménykényszerét, ezáltal sokkal magasabb írói értékkel bíró bejegyzés születik meg.

Thompson széleskörű kutatásának eredményeként olyan összefüggésekre, újításokra mutat rá az ember és technológia áldott-átkozott kapcsolatában, melyek magasabb értelmi szintet képviselnek mind az egyén, mind a társadalom szintjén, illetve eddig nem látott közösség-szervező- és formáló erővel rendelkeznek. Lehet, hogy ember és gép még szorosabban összefűződő kapcsolata lesz az evolúció és a civilizáció fejlődésének következő lépcsőfoka? A szerző enyhén sugallja ezt a jövőképet, mivel a technikai újítások dömpingszerű megjelenésének jóvoltából egy számunkra is érzékelhető folyamat elkezdődött, aminek hatásai alól nem tudjuk kivonni magunkat.

A világ kormányzása – Egy könyv a nemzetközi szervezetek kialakulásáról

Bauer Péter

Mark Mazower:

Governing the World – The History of an Idea

Penguin Books, 2013, p. 496

ISBN: 978-0143123941

A könyv politikatörténeti írás, amely a nemzetközi intézmények kialakulását és hatását követi végig a napóleoni háborúk végétől napjainkig. Az író ezt a történetet különböző történelmi személyiségek politikai vízióin keresztül, az aktuális vezető hatalmak érdekeinek megnyilvánulásaként mutatja be. Fokozatosan megvilágítja, hogy milyen tényezők vezettek a korai nemzetközi intézmények kialakulásához, ezt milyen, a korszakra jellemző ideológiák befolyásolták, milyen vezető személyiségek képviselték ezeket az ideológiákat. A könyvet a szerző két nagy részre osztja, a II. világháború előtti és utáni szakaszra.

Az első részt az Európai Koncert kialakulásával kezdi, amely a napóleoni háborúk győztes nagyhatalmainak együttműködése volt. A Koncert fő célja a status quo fenntartása, és a francia mintájú forradalmak elfojtása volt. Erre ellenreakcióként született meg az internacionalizmus eszméje, amelyet többféle áramlat képviselt. A fontosabbak: a keresztény indíttatású békemozgalom, a szabad kereskedelmet szorgalmazó irányzat, a kezdetben a nemzetközi együttműködés mellett állást foglaló nacionalizmus és a kommunizmus. Az internacionalista gondolkodásra nagy hatást gyakorolt a jogi irányzat, amely a nemzetközi jogi megállapodások és intézmények kialakulását propagálta, valamint a természettudományok is, amelyekben a legintenzívebb volt a nemzetközi együttműködés. Fontos mérföldkő volt az I. világháború után a Népszövetség létrehozása, amelyet a háborúk elkerülése céljából alkottak meg, és az első átfogó nemzetközi szervezet volt. Létrehozása leginkább Woodrow Wilson amerikai elnöknek köszönhető, és egy alapvetően politikai szervezetnek alkották meg, szemben a jogi irányzat törekvéseivel. Diplomáciai szempontból végül a Népszövetség hatalmas kudarcnak bizonyult, azonban jelentősége így sem elhanyagolható. Főleg a humanitárius együttműködésben volt fontos szerepe. Részszervezeteiben a szakértők egy olyan generációja nőtt fel, amely a későbbi ENSZ-ben is meghatározó szerepet játszott.

Bauer Péter a Magyar Nemzeti Bank vezető közgazdasági elemzője. E-mail: bauerp@mnk.hu.

A második rész alapvetően az ENSZ kialakulását, nemzetközi szerepét és a nagyhatalmakhoz való viszonyát mutatja be, majd kitér a világgazdasági rendszer változásaira, ennek okaira és nemzetközi politikai hátterére. Az ENSZ létrehozásának fő célja kezdetben a nagyhatalmak II. világháborús koalíciójának fenntartása volt a békében is, miközben a Népszövetség formális keretei nagyjából fennmaradtak. Az egyes részszervezetek, mint például a WHO és a FAO viszont az új szervezetben jobban finanszírozottá és így hatékonyabbá váltak, mint népszövetségi elődei. Lényeges eltérésnek bizonyult, hogy a témák napirendre tűzését nem lehetett vétőzni, ami előrelépés volt a Népszövetséghez képest. Az ENSZ-hez az idők során változó volt a nagyhatalmak hozzáállása. A kezdeti időkben, a 60-as évekig, az USA-nak volt domináns befolyása az intézményre, amely így kényelmes eszköznek bizonyult az amerikai külpolitika érvényesítésében. Később, a gyarmati rendszer felbomlásával a harmadik világbeli államok kerültek túlsúlyba az ENSZ Közgyűlésében, ezzel párhuzamosan nőtt a Szovjetunió befolyása és csökkent az USA dominanciája. A harmadik világbeli országok új nemzetközi gazdasági rendszer kiépítését kezdték sürgetni, amely egyfelől ezen országok gazdasági védelmét szolgálta volna az erősebb nyugati gazdaságokkal szemben, másfelől a fejlettebb országok piacainak könnyebb elérését célozta. A '70-es évek végétől valóban egy új, azonban a fejlődő országok elképzeléseitől gyökeresen eltérő nemzetközi gazdasági rendszer kezdett kialakulni. Válaszul a fejlett országokban lassuló növekedésre, elkezdődött a neoliberális gazdaságpolitika időszaka. Ez a kormányzati kiadások visszavágását, a kereskedelem liberalizálását, a tőke szabad nemzetközi áramlását, deregulációt és privatizációt jelentett. Ehhez fűződik az IMF megerősödése is, ugyanis a szabad tőkeáramlásokkal egyre gyakoribbá váló árfolyamváltások, szuverén adósságváltások és bankváltások kezelésében kulcsszerepe lett. A könyv megállapítja, hogy az IMF gazdasági receptjei inkább károsnak bizonyultak, ami különösen az ázsiai válság félrekezelésével vált nyilvánvalóvá. Az író az európai gazdasági integráció intézményeit és azok működését is általánosságban elhibázottnak tartja. A globális pénzügyi válságot úgy értékeli, mint ami véget vet a '70-es évek végétől kialakuló új gazdasági rendnek, amely a szabad tőkemozgáson és a piacok deregulációján alapult. Ennek kapcsán a szerző már a globális kormányzás ideájának bukásáról beszél, ezzel zárva a kötetet.

A legokosabb gyermekek a világon

Zakar Csilla

Amanda Ripley:

The Smartest Kids in the World: And how they got that way

New York: Simon & Schuster, 2014, p. 320

ISBN-13: 978-1451654431

Amanda Ripley könyvében arra keresi a választ, hogy az iskolás gyerekek egyes országokban hogyan lehetnek okosabbak, mint más országokban, illetve, milyen érzés gyerekek lenni a világ egyik új oktatási szuperhatalmában. A könyv a csillogó felszín alá merül, bemutatja néhány ország oktatási kultúráját, és új megvilágításba helyezi az amerikai oktatási rendszert.

Az író nő hónapokat töltött gyerekekkel, tanárokkal, szülőkkel és olyan emberekkel, akik kreatívan próbálták az oktatást új irányba terelni. Ekkor merült fel benne a kérdés, hogy egyes gyerekek miért tanulnak olyan sokat, míg mások olyan keveset? Könyvében három ország – Dél-Korea, Finnország és Lengyelország – oktatási rendszerét hasonlítja össze az amerikai rendszerrel három amerikai cserediák tapasztalatain keresztül, akik ezekben az országokban töltöttek egy tanévet. Dél-Koreára és Finnországra azért esett a választása, mivel a világ élvonalába tartoznak a tanulmányi eredményeket tekintve, míg Lengyelországot azért választotta, mert nemrég javította magas szintre a tanulmányi eredményeit, annak ellenére, hogy az ország hasonló kihívásokkal küzd, mint az USA többek között nagyarányú a gyermekszegénység.

Néhány országban hihetetlen dolgot sikerült megvalósítani. Gyakorlatilag minden gyereket logikus, kritikai gondolkodásra tanítottak a matematikában, tudományokban és az olvasás témakörében. Nem kizárólag memorizálni tanulták meg a tényeket, hanem megtanulták megoldani a problémát, és alkalmazni a megtanultakat. Azaz arra készültek fel, hogyan éljenek egy modern gazdaságban.

Amerikában a matematika meghatározza a gyerekek jövőjét. Azok a gyerekek, akik magas szintű matematikai osztályba jártak, nagyobb eséllyel diplomáztak főiskolán, az összes egyéb tényezőt figyelmen kívül hagyva, úgymint a származás vagy a jövedelem. Magasabb jövedelemre számíthattak a munkahelyükön a főiskola után. Miért teljesítenek rosszul matematikából az amerikai diákok? A felmérések alapján az amerikai harmadik osztályosok könnyebb matematikai kérdéseket kapnak, mint

Zakar Csilla a Magyar Nemzeti Bank pénzügyi auditora. E-mail: zakarcs@mn.b.hu.

például a korukbeli hongkongi diákok. Ha egy amerikai diák megbukik, akkor az az ő személyes traumája. Nem tudják kezelni sem a diákok, sem a szülők a bukást. Ilyenkor a diák megpróbálja elkerülni azt a tantárgyat, amennyire csak lehet. Az alsóbb osztályosok életében az olvasást, a művészeteket és a magatartást tartják fontosabb készségeknek.

Lengyelország 1997-től kezdődően megreformálta az oktatási rendszerét. Meghatározták az alapvető célokat, az irányvonalat, a részleteket azonban az iskolákra bízták. A tanárok negyedét visszaültették az iskolapadba, hogy fejlesszék a tudásukat. A diákok fejlődésének mérhetővé tételére egységesített vizsgákat írtak elő meghatározott időközönként – ha nem is olyan gyakoriakat, mint az amerikai diákok méréséhez –, az általános iskola végén, a középiskola elején és a középiskola végén.

A finn tanárképzés magas színvonalú és tekintélyes hivatás. Ezzel ellentétben az amerikai főiskolákon a tanári képzés a legkönnyebb szakirány. Az Egyesült Államokban majdnem két és félszer több tanárt képeznek évente, mint amennyire szükség van. Finnországban a tanárok egyenlő félként kezelik a diákokat, nem tanúsítanak túl sok empátiát, és nem skatulyázzák be őket. Az USA-ban ez másképp működik. A tanároknak figyelembe kell venniük a diák családi hátterét, hovatartozását.

Koreában az egész oktatás egyetlen számra redukálódott: ha a teszteredményed jó, akkor ez biztosítja a jó jövőt számodra. Magas pontszámmal felvételt nyersz Korea három legkiemelkedőbb egyetemére, így jó állásod lehet, szép házád és könnyebb életed. Mindenki tisztelni fog. A végzősöknek azonban mindössze 2%-a juthat be ebbe a top 3 intézménybe. Így a koreai gyerekek napjaik nagy részét kemény tanulással töltik.

Az alacsony elvárások és a magas kínálat kombinációja az oktatási rendszert és a tanári szakmát világszerte leértékeli. A legfőbb tanulság abban fogalmazható meg, hogy minden diáknak egy szigorú és magasabb rendű gondolkodásmódot kell elsajátítania ahhoz, hogy boldogulni tudjon a modern világban.

A hátrányok előnyei – sikerek nehéz helyzetekben

Bábosik Mária

Malcolm Gladwell:

David & Goliath – Underdogs, Misfits and the Art of Battling Giants

USA: ALLEN LANE an imprint of Penguin Books, 2013, p. 303

ISBN: 978-1-846-14582-7

A „Dávid és Góliát” című könyv azt mutatja be, hogyan lehet az „óriásokkal” szembeállni. „Óriások” az erős ellenfelek, hadseregek, a rokkantság, szerencsétlenség és az elnyomatás. Minden fejezet egy-egy külön történet, amelyben valaki embert próbáló feladattal szembesül. A kérdés az, hogy a megszokott módon járjon-e el, vagy tudásában és ösztöneiben bízjon? Álljon ellent, vagy adja fel?

A történetek két gondolatot járnak körül. Az egyik az, hogy a szinte kilátástalan helyzetekből is lehet nyerni, mert a túlerővel való sikeres szembenézés felemel. A másik, hogy ezeket az egyenlőtlen helyzeteket sorozatosan félreértjük, rosszul kezeljük. Nem minden és mindenki valódi „óriás”, aki annak látszik! Erejük gyakran egyben gyengeségük is. Az előnytelen helyzet pedig ajtókat nyithat ki, lehetőségeket teremthet, taníthat és megvilágosíthat, lehetővé teheti a lehetetlennek tűnőt is. Ahhoz, hogy sikerrel szállhassunk szembe „óriásainkkal”, útmutatásra van szükségünk, és mi szolgálhatna erre jobb példával, mint Dávid és Góliát küzdelmének tanulságai.

A kötet interdiszciplináris módon, a történettudomány, a közgazdaságtan, a szociológia és a politikatudomány eszközeinek segítségével egy sor nehéz helyzetet, konfliktusszituációt ismertet és elemez, rámutatva arra, hogy a gyengék is kikerülhetnek belőlük győztesen, az erősek pedig veszíthetnek. Gladwell heurisztikus modelljében új megvilágításba kerülnek az ismert vagy kevésbé ismert „sztorik”, elsősorban a 20–21. századi USA és Nyugat-Európa példáiból válogatva. A szerző e történetek révén élvezetes, olvasmányos stílusban fejleszti olvasóinak stratégiai tudását és fogalmaz meg történeti és társadalmi tanulságokat. A könyv elolvasását ezért fenntartások nélkül javaslom, azt alkalmasnak tartom az egyéni- és kollektív problémák megoldásának elősegítésére. A kötet tankönyvként is használható, nem annyira annak egésze, mint inkább egyes oktatási célokhoz kapcsolódó esettanulmányai és elemzései, valamint az azokból levonható tanulságok révén.

Bábosik Mária a Magyar Nemzeti Bank vezető szakértője. E-mail: babosikm@mnb.hu.

A könyv a Dávid és Góliát történetét értelmező bevezetésből, valamint három nagyobb egységből áll, amelyek a hátrányok előnyeit (illetve az előnyök hátrányait), a kívánatos nehézségek elméletét, valamint a hatalom korlátait mutatják meg, összesen kilenc történeten keresztül. A bevezetésben Dávid és Góliát küzdelme elevenedik meg számunkra, melyet a szerző a hagyományostól eltérően értelmez. Nem a látszólag esélytelen szinte hihetetlen győzelmét ábrázolja, hanem bemutatja az erő „hátlütőit” és az erre alapozott stratégia fontosságát, ami végül is Dávid győzelméhez vezetett.

Az első rész három története is arra világít rá, hogy az előnyök egy része az erőforrások meglétéből, másik része pedig éppen hiányukból származik. A gyengébbek azért tudnak bizonyos esetekben győzni, mert valaminek a hiánya néha előnyösebb annak meglétéénél. Úgy tűnik azonban, hogy ezt nehezen tanuljuk meg. Mereven értelmezzük az erősségeket, sok mindenről azt hisszük, hogy segítségünkre van, pedig nem, másokat ellenben hátrányosnak vélünk, holott erősebbé és bölcsébbé tesznek bennünket. Miért gondoljuk önkéntelenül azt, hogy Góliát fog győzni? És mit jelent az, ha valaki nem a megszokott módon válaszol a kihívásra, mint tette azt Dávid? Az első történet kosárcsapata is azért lett sikeres, mert azt a pontot támadta meg, ahol erős ellenfele éppolyan sebezhető, mint a gyengébbek. A második történetben szereplő nagy létszámú osztály sem ért el rosszabb eredményeket, mint ahol kevesebben tanultak, pedig mindenhol általában az osztálylétszámok leszorítására töreksenek. És van, aki azzal, hogy bejut a legjobb egyetemre, le is mond álmai karrierjének megvalósításától, mert a többiekkel összehasonlítva nem érzi „elég jónak” magát. Az első rész tehát arról szól, hogy a látszólagos előnyök nem mindig valódiak.

A második rész három története a hátrányokat veszi számba, olyan fogyatékoságokat vagy nehézségeket, amelyek az ember helyzetét az átlagnál kedvezőtlenebbé teszik. A józanész azt diktálja, hogy meneküljünk előlük, de ez nem mindig lehetséges. Hogyan kovácsolhatnánk akkor belőlük előnyöket? Az „áhított nehézségek” elmélete azt sugallja, hogy nem minden nehézség negatív. A sokakat érintő diszlexia egyeseket deviánssá tesz, másokat ellenben megedz és sikerhez segít. A sikeres vállalkozók mintegy harmada diszlexiás! Az ötödik történetben a kreatívokat, újítókat, művészeket, vállalkozókat és a politikusokat vizsgálva a szerző azt találta, hogy közülük nagyon sokan korán félárvaságra jutottak. De a traumából nyerhető életerőt történelmi példák is igazolják. London bombázásakor például a távolabbról érintettek erőt merítettek a megpróbáltatásokból, ami megerősítette ellenállásukat. A fekete polgárjogi mozgalom és később Nobel-békedíjas vezetője, Martin Luther King is fegyvertelen volt és elnyomott, és olyan közösségből származott, amely évszázadokon át mindig is hátrányos helyzetben volt. Ezalatt azonban volt alkalmunk megtanulni, hogyan küzdjön meg – sikerrel – az „óriásokkal”! De a világon sok helyütt az elnyomottak kultúrájának középpontjában álló „furfangos hős” történetei

is ezt példázzák. Tapsifüles és Róka koma történeteire mindannyian jól emlékszünk. Ezek a mesék a túlélés és az ellenséges környezetben kivívott győzelem művészetére tanítanak!

A harmadik rész a hatalom korlátaira hívja fel a figyelmet. A hatalmi játszmák és konfliktusok politikatudományi elemzésének alapkategóriája az uralom és a hatalom elfogadását igazoló legitimáció. A hetedik történet az ír szabadságharc első nagy konfliktusának elemzéséből bontja ki a legitimációs problémát. A legitimációhoz három dolog szükséges: először is az, hogy azok, akiktől elvárják az engedelmességet, azt érezzék, hogy elmondhatják véleményüket, amit figyelembe is vesznek, másodsor, hogy a szabályok előre ismertek és kiszámíthatóak legyenek, harmadszor pedig, hogy a hatalom igazságos legyen, ne részesítsen előnyben egyes csoportokat másokkal szemben. A nyolcadik történet azt mutatja be, hogy ugyanezek a szabályok érvényesek a közrend fenntartásában is! Kaliforniában a bűnök elkövetéséért járó büntetési tételeket túl alacsonyaknak tartották, ezért bevezették a „három csapás törvényét”. Hatására megduplázódott a bebörtönzöttek száma, és jelentősen javult a bűnügyi statisztika. De célra vezetett-e a szigorúbb büntetőpolitika? A büntetés alkalmazása ugyanis egy bizonyos pontig valóban csökkenti a bűnözést, de azon túl már nem! Húsz év után, 2012-ben Kalifornia végül eltörölte az Egyesült Államok legnagyobb igazságszolgáltatási kísérletét, népszavazás útján a büntetési tételeket ismét mérsékeltek. A könyv utolsó, kilencedik története a zsidómentő munka tanulságait összegzi Franciaország német megszállása idején. Eszerint a hatalom eltúlzott, elnyomó használata legitimációs, igazolási problémát okoz, a legitimáció nélküli hatalom pedig engedelmesség helyett ellenállást szül. Ha az ellenállót a hatalmasok elpusztítják, akkor újabb és újabb ellenállók lépnek a helyére!

A szerző a történeteken keresztül újszerűen értelmezi a hatalom kérdéseit. Bemutatja, hogy a hatalom forrásai nem egyformák és nem homogének. Adott hatalmi szituációban, konfliktusban különböző hatalmi források erői csapnak össze. Az egyik felülkerekedhet a másikon, fölülírva a kiinduló helyzetek látszólag kiáltó egyenlőtlenségét. Azt azonban az abban hátrányos helyzetűek egy másik típusú hatalmi forrással, jól átgondolt, vagy spontánul adódó stratégiai döntéseikkel a saját előnyükre tudják fordítani. A könyvnek számunkra, mint egyének és közösségek, illetve társadalmi hálózatok tagjai, szereplői számára ez a legfontosabb tanulsága. Ezt kell megtanulni – ha lehetséges – ebből a kötetből!

A neoliberalizmus története: a születéstől a tündöklésig

Pellényi Gábor

Daniel Stedman Jones:

Masters of the Universe: Hayek, Friedman, and the Birth of Neoliberal Politics

USA & UK: Princeton University Press, 2012, p. 418

ISBN: 978-0-691-15157-1

A 2008-as globális pénzügyi válság kitöréséért sokan a neoliberális gazdaságpolitikát, a piaci önszabályozásba vetett túlzott bizalmat hibáztatják. Bár a válságra adott első válasz keynesi ihletésű, erőteljes keresletélénkítés volt, a 2009-es recesszió elmúltával visszatértek a korábbi reflexek. Néhány évvel később a gazdaságpolitikai diskurzusokat ismét a költségvetési hiány csökkentése és a piaci mechanizmusokat erősítő kínálati oldali reformok dominálták. A jelek szerint a neoliberális megközelítés túlélte a válságot.

Kik azok a neoliberálisok, és hogyan váltak ennyire meghatározóvá a gazdaságpolitikában? Daniel Stedman Jones könyve ezekre a kérdésekre ad választ. A könyv a szerző PhD-értekezésének kibővített változata, melyet a pennsylvaniai egyetem politikatudományi doktori programjában írt. A könyv kiterjedt könyvtári kutatómunkán alapul, emellett a szerző több mint húsz interjút készített a neoliberalizmus történetében fontos szerepet játszó személyekkel. A személyes visszaemlékezések és a magánlevelezések teszik izgalmassá az egyébként mély és alapos elemzést. Például Friedrich von Hayek, a neoliberalizmus egyik „alapító atyja” szoros barátságot kötött fő vitapartnerével, Keynes-szel, sőt egy ideig albérlője is volt.

A könyv jól rávilágít a neoliberalizmus eredetére és kialakulásának hátterére. A neoliberalizmus a két világháború között eredeztethető. Részben Európából származik, főként osztrák társadalomtudósok (Hayek, valamint Karl Popper és Ludwig von Mises) rakták le elméleti alapjait. Az Egyesült Államokban a chicagói egyetem vált a neoliberalizmus központjává, Milton Friedman pedig az első számú képviselőjévé.

A neoliberálisok a klasszikus liberalizmus újraértelmezőinek tekintették magukat. A neo- előtag arra utalt, hogy nem a *laissez faire* közgazdasági gondolkodáshoz kívántak visszatérni, hanem elfogadták az állam szerepvállalását a modern gazda-

ságban. Ugyanakkor az állam szerepét szigorú keretek, szabályok közé kívánták szorítani, hogy ne veszélyeztesse az egyén szabadságát, a piacok működését. Az egyén szabadságának hangsúlyozásában nagy szerepet játszott az ezt tagadó totalitárius rendszerek előretörése a két világháború között. A neoliberais eszméket az angolszász országokban elsősorban a konzervatív pártok tették magukévá. Az 1980-as években a republikánus Ronald Reagan, illetve a tory Margaret Thatcher volt a két legismertebb, neoliberais elveket valló politikus.

Vajon történelmi szükségszerűség volt-e a neoliberais gazdaságpolitika, és az ezt képviselő konzervatív pártok előretörése? Vagy a neoliberalizmus az amerikai hatalom nemzetközi kiterjesztésének eszköze volt, mint azt egyes kritikusok állítják? Amint a könyv bemutatja, a valóság ennél sokkal árnyaltabb.

Egyfelől a neoliberalis gazdaságpolitika egyes elemeit (pl. a rugalmas árfolyamrendszert, a pénzmennyiség szabályozásán keresztüli antiinflációs politikát) már az 1970-es évek baloldali kormányai elkezdtek alkalmazni. Például az Egyesült Államokban a demokrata párti Carter elnök nevezte ki a Federal Reserve elnökévé Paul Volckert. Az ő elnöksége és demokrata többségű törvényhozás alatt indult meg számos iparág, például az áruszállítás, a légiközlekedés és a pénzügyi rendszer deregulációja. (Még a sörgyártás liberalizálására is sor került, ami hozzájárult a kézműves sörfőzés későbbi felvirágzásához.) A neoliberalis gazdaságpolitika egyes elemei tehát pártfüggetlenek voltak. Emellett a neoliberalizmus sikerében a véletlen is szerepet játszott. Carter elnök újraválasztását az iráni túszdráma is nehezítette, míg Margaret Thatcher újraválasztásához nagyban hozzájárult a falklandi háború.

Másfelől a neoliberalizmus nem amerikai, hanem transzatlanti jelenség. Gyökerei Európába nyúlnak vissza, és az Egyesült Államok mellett Nagy-Britannia is jelentős szerepet játszott a neoliberalis eszme kiteljesedésében és elterjedésében. Emellett az ordoliberalis hagyományok révén a német közgazdasági gondolkodást – és ezen keresztül az Európai Unió intézményeit is – mélyen átítatták a neoliberalis eszmék.

Ugyanakkor a neoliberalizmus elterjedése semmiképp sem a véletlen műve. Hayek, majd Friedman is tudatosan törekedett a neoliberalis gondolatok népszerűsítésére. Elsősorban a véleményformáló elitet (pl. újságírók, tudósok, vállalatvezetők) igyekeztek saját oldalukra állítani. A meggyőzés lassan ment. A neoliberalisokat kezdetben különcnek tekintették, hiszen a korabeli konszenzustól merőben eltérő gazdaságpolitikai üzeneteket fogalmaztak meg. Ám a kitaró építkezés az 1970-es évekre meghozta az eredményt. Amikor a korábbi két évtized gazdasági modellje kifulladt, a neoliberalis tanácsadók kész recepteket tudtak kínálni a döntéshozóknak a stagfláció ellen. A korábbi gazdaságpolitikai eszköztár eredménytelensége miatt ekkor már meg is kapták a figyelmet.

A könyv mély és árnyalt képet ad a neoliberalizmus történetéről. Azonban néhol érződik, hol fejeződik be a doktori értekezés, és hol kezdődnek a később hozzárt fejezetek. A kezdeti fejezetek tudományos stílusúak, a gondolatmenet mindig jól megalapozott, az érvelés kiegyensúlyozott. Néhány fejezetben azonban elnagyoltabbá válnak az érvek, és gyakoribbak az értékítéletek.

A mű fontos tanulsága, hogy egy eszme elterjedése nem a véletlen műve, hanem tudatos szellemi építkezés eredménye. A neoliberálisok évtizedekig marginális szereplőnek tűntek, de az 1970-es évek válságai felkészülten érték őket. A 2008–09-es globális válság ellenben váratlanul érte a neoliberalizmus kritikusait. Stedman Jones hiányolja a jól megalapozott és kellő támogatottsággal bíró (baloldali) alternatívát a neoliberális eszme meghaladására. Sőt, az Egyesült Államokban egyelőre a túloldalon erősebb a fenyegetés: a republikánus tea party mozgalom az extrémizmus viszi a neoliberális gondolatokat, és észérvek helyett egyre inkább az ideológiai meggyőződésre épít.

A neoliberalizmus tehát még jó ideig meghatározó szerepet játszhat a közgazdasági és politikai párbeszédben. Így a könyv is időszerű olvasmány marad e viták résztvevői számára.

A Bibliát, ha nem későn olvassuk, a Korán is érthetőbb lesz

Duray Miklós

Varga Norbert:

A Biblia és a Korán politika- és gazdaságképe

Kolozsvár – Budapest, Exit Kiadó – Marczibányi Téri Művelődési Központ, 2013, p. 168

ISBN: 9789737803023

Varga Norbert könyvének olvasatán eszembe jutottak a sivatagi atyák humoros történetei. Az egyik szerzetes atya hosszú életének egy történetzilánkja arról a számára emlékezetes eseményről szól, amikor meglátogatta őt egy, a világban élő bölcs szerzetes társa, aki látván, hogy az öreg mily' szegénységben él, mert a Biblián kívül semmije sincs, megajándékozta őt egy bibliamagyarázattal. Amikor egy év múlva ismét hozzá látogatott, megkérdezte az öreget „Atya, segített-e a könyvem, hogy jobban megértsd a Bibliát?” Az öreg szerzetes meglepődve válaszolt. „Pontosan az ellenkezője történt. A Bibliához kellett nyúlnom, hogy megértsem a könyvedet.”

Az idézett, régen, feltehetően megesett történetnek azonban pontosan az ellentétjét éreztem, amikor Varga Norbertnek a doktori disszertációján alapuló nagylélegzetű tanulmányát olvastam. Nem a Bibliát vagy a Koránt kell újraolvasnom következtetéseinek megértéséhez, hanem megállapításaiból további értelmezésekre juthatunk.

Varga Norbert tanulmánya megírásának indokoltsága vitathatatlan, hiszen jelenleg a Földünk lakóinak mintegy fele három monoteista vallás – a zsidó, a keresztény és a muszlim egyházak – vonzáskörébe, illetve kultúrkörébe, valamint értékrendjének befolyása alá tartozik. A három egyistenhívő vallás a Biblia ószövetségi részének elfogadása által közös szellemi gyökérről fakad. Közülük az utóbbi kettő térítő jellegű, tehát befogadó, míg a zsidó, az elmúlt több mint két évezredben kevésbé volt befogadó, ezért is maradt a legkisebb és a világot saját viszonylatában minősítő felekezet.

Az ókori felfogás szerint a zsidósághoz való tartozást az apai leszármazás jelentette, ami racionális népcsoport politikára utal – asszonyt rabolni lehet, apát aligha. Ugyanakkor az eredendő zsidó nép, különböző tragikus, népfogyatkozási, szolgasági és fogsági megpróbáltatásai során kétfajta belátásra jutott. A kezdeti évszázadokban a befogadást fontosnak tartotta – be kell fogadni a hozzánk idomítható idegen

Duray Miklós a Nyugat-magyarországi Egyetem címzetes egyetemi docense. E-mail: duray.miklos@gmail.com.

népeket. Később a megkülönböztetésre és az elhatárolódásra helyezte a hangsúlyt. Ma, a rabbinikus hagyomány, a halacha okán anyai ágon öröklődik a zsidó származás, ami inkább a kizáródást és egyben a bezárkózást eredményezi – Izrael állam törvényei is eszerint igazodnak.

Nyilván ezzel az egyensúlytalansági állapottal függ össze részben a felvilágosodás korától jelenvaló, a számbelileg legkisebb monoteista felekezet számára leginkább elfogadható liberális igény, hogy legyen elválasztva egymástól az egyház és az állam, de az is nyilvánvaló, hogy ennek más oka is van: az izraelita egyház Európában a huszadik századig nem tudott összefonódni az állammal. Sajátos, hogy az 1947 óta az államok közötti jog alapján létező Izrael Államban nem történt meg az állam és az egyház szétválása. A muszlim államoknak csak egy részében következett be ez a szétválás, azonban ott is erősödik a fundamentalizmus, míg a keresztény hagyományú államokban mindenütt megtörtént az egyház és az államhatalom különválása, sőt az elhatárolódás egyre fokozódik. Van egy európai gyökerű nagy állam, az Amerikai Egyesült Államok, ahol soha sem kapcsolódott össze az állam és az egyház, noha az államot európai keresztények hozták létre. Igaz, éppen akkor, amikor az európai kultúrkörben a 18. század vége felé nem csak az egyház és az állam különválasztása vált igénnyé, hanem Európából áramlott ki egy új pénzügyi—szellemi—hatalmi összefonódást megalapozó szervezkedés, a szabadkőművesség, ami szabad térre lelt az önmagát kereső Új Világban. Washington D.C várostérképe is erről tanúskodik.

A három monoteista világvallásnak az egy-gyökerűségét bizonyító, a mezopotámiai Ábrahám ősapára utaló eredete inkább legenda mintsem valóság, noha az egyistenhívés és az Ószövetség elfogadása több mint tény. Ezeknek a vallásoknak a vonzókörében kialakult kultúrák, értékrendek, eszmék, még ha egy televényen is indultak szaporodásnak, mégis, a napi valóság tükrében olyan távol állnak egymástól, mint élővilágunkban a majom az embertől, mert a hasonlóság inkább látszólagos a közös gyökerek ellenére: mindegyik más-más törzspejlődési irány eredménye. A viselkedés és a magatartás, de még a hasonlítható hagyományok is a gyakorlat alapján sokszor ellentmondóak. Akárcsak az egymással kapcsolatos tapasztalatok is.

Mindez nem azt jelenti, hogy nem kell keresni a közös gyökérről való szétszármazást. Ez a természettudományos megközelítése a társadalmi és kulturális azonosságok és különbözőségek tanulmányozásának. Varga Norbertnek a monoteista vallások ősgyökereihez visszanyúló vizsgálódása a társadalom és a gazdaság (a közélet) szervezésével kapcsolatban arról szól: lássuk, milyen alapokról indult el a 20. és a 21. századi értékválság, hátha találunk az együtt létrehozott katyvasz megtisztítására közös megoldást.

Ha nem tudnám, hogy Varga Norbert teológiát, történelmet és politológiát tanult, akkor vakon mondhatnám, hogy természettudományi tanulmányokat folytatott, hiszen a térben és időben való tájékozódási készsége erre utal – hacsak nem te-

kintjük a teológiát minden tudományok atyjának, versengve azokkal, akik ugyanezt állítják a matematikáról.

Teljesen világos a szerzőnek az a megállapítása, hogy az idő múlása a cselekvés tereként érzékelhető. Ezért logikus és fontos annak a hangsúlyozása az Ószövetség időtéri függvényrendszerében, hogy a múlt a ma tükrében válik a holnap valóságává. Még ha ennek teleologikus felfogása a predesztináltságra utal, ami ebben az esetben nem tétlenségre buzdít, hanem tevékenységre: tegyük meg mindent annak érdekében, hogy a jövőért a Feljebbvalóval kötött szerződésünk beteljesedhessen – tehát ne a tétlenségünk, hanem a tevékeny létünk legyen a beteljesülés meghatározója az Úr döntésében.

Ennek a vetületében kell értelmeznünk a szabadságot és a szabad akaratot is, ami különbözően jelenik meg a három egyistenhívő vallásban.

A zsidók szabad akaratát az Isten engedékenysége határolja be, mert Ő jeleníti meg az igazságot és a hatalmat, ami egyike a Szerződés alapelveinek. Az emberi cselekedet minősítése, akár bűnné nyilvánítása is ennek a függvénye – a Szerződés (magyarázott) szellemében és beteljesedése érdekében el lehet követni bármit, az nem bűn.

A muszlimok úgy vélik, csak a mindenható Isten birtokolja az örökkévalóság ismeretét, az embernek kell felismernie tetteinek felelősségét, de a Korán tanítása szerint senki sem hordozza mások tetteinek terhét, így akár az elkövető bűne is a bűnre vezetőt terhelheti. Ennek a vélelemnek akár felekezetek fölötti példamondata is lehetne „az ellenfél hibák elkövetésére kényszerít bennünket – I am sorry”.

A keresztények viszonyulnak a legbonyolultabban és leginkább körmönfontan a szabadsághoz és a szabad akaratához. Ha minden az isteni akarat szerint történne, nem létezne bűn. Az ember azonban szabad akaratából válik bűnössé. Emiatt van értelme a bűnbocsátnak és a megtérésnek, mert az ember esendő. Luther szerint azonban az embernek nincs szabad akarata, mert minden előre elrendelt – ebből akár az is következhet, hogy bűne sincs, az eredendően kívül, amit a keresztség lemos.

Az unitárius tanítás ezzel ellentétes: az ember szabad akaratával egyenes arányban növekszik a felelőssége is. Az ember tehát azért rendelkezik szabad akaratral, hogy felelősen hozhasson döntéseket.

Ezek alapvető különbségek a három monoteista vallás között, amelyek szellemi letéteményeiből egyértelműen kiolvashatók. Ezekre vezet rá bennünket Varga Norbert munkája, noha ezt a szentenciát nem mondja ki egyértelműen. Viszont fontos maga az érzékeltetés, a sorok közötti képzelt szövegek olvasása, mert így válik láthatóvá mindazon valós vagy kikövetkeztetett hagyomány, ami befolyásolja, sőt meghatározza mai értékrendünket, magatartásunkat.

A három monoteista vallás ősi, akár közösnek mondható gyökereinek tanulmányozása szempontjából érzékletesen mutat rá Varga Norbert, hogy az első nagy törés az Ószövetségi történelem során a babilóniai fogsággal következett be, ami nemcsak a zsidó nép magatartását befolyásolta, hanem megalapozta az idegengyűlöletként felfogható elhatárolódást is az idegen népektől. Ami végül is a felebaráti szeretetet ásta alá. Ez után több mint fél évezrednek kellett eltelnie, hogy ismét megjelenhessen a szeretet, mint érték és mérték – ez azonban már az Újszövetség hajnala. Bölcséletileg talán ebben a két értékrendben gyökereznek Szent István intelmeinek azon sorai is, amelyek különbséget tesznek az idegenek és a jövevények (vendégek) között.

A Jézusról szóló történetek egyike az eltévelyedett bárányról szól, amit a keresztények, azaz a Jézust követők mindnyájan jelképes üzenetnek tekintenek, noha lehet, hogy gyökere nagyon is anyagi jellegű és ószövetségi eredetű. Talán még Dávid Király idejéből származtatható, hiszen az akkori felfogás szerint, ahogy arra Varga Norbert is felhívja a figyelmet az Exegézis alapján, „a bajba jutott állat megmentése fontosabb legyen minden izraelita számára, mint az állat gazdájának ellenséges viselkedése”.

Az állat, a haszonállat nem csak gazdagságot jelentett, hanem életet is, és nem csak akkor, hanem kétezer évvel később is. Nem véletlen, hogy a magyar nyelvben a marha nem csak lábasjószágot jelentett, hanem vagyont is. Ez nem csupán gazdaságszemléleti kérdés, hanem annak idején (és a mai gazdálkodó esetében is) az életben maradás egyik feltétele is volt. Nem véletlen, hogy a fáraónak az álmában megjelenő hét kövér és az őket felfaló hét sovány tehén jelképét a hét bőséges esztendőre következő hét szűk esztendőként, József (Jákok fia) fejtette meg, akit a Korán is említ. A hét bő esztendőre elrendelt takarékosági program már-már a tervezett gazdálkodást juttatja eszünkbe, de gazdasági, sőt államszervezési stratégiai gondolkodást is, ami nem kizárt, hogy ugyancsak Józsefhez köthető.

Ha a mából tekintünk a múlt felé, sokszor úgy tűnik, hogy mást tartunk elhanyagolhatónak vagy fontosnak a múltban, mint azt, amit akkor fontosnak, elhanyagolhatónak vagy akár elintézt, esetleg meghaladott ügynek tekintettek.

Egyik ilyen esemény a Templom lerombolása volt, aminek a gazdasági élethez csupán annyi köze van, hogy pénzbe kerül az újjáépítése – sokkal súlyosabb az identitással és a zsidó társadalom egyben tartásával kapcsolatos vonatkozása. Sajátos, hogy az Ószövetség Krisztus előtti időszakában templomrombolás már egyszer megtörtént, a babilóniai fogság kezdetén. De midőn kiszabadultak a zsidók a (mai Irak területén lévő) fogságból, újjáépítették a templomot. Regenerálódott, de egyúttal összeczárttá és bezárttá vált a zsidó társadalom. A Szentély második lerombolása Krisztus után 70-ben azonban sok évszázadra megpecsételte a zsidók sorsát. A második templomot a mai napig nem építették újra.

A Krisztus előtt mintegy 130 évvel kezdődő szétszóratás Bár Kochba király idején, akit Ákivá rabbi messiásnak kiáltott ki, több mint kétezer évre meghatározta a zsidóság életét. A zsidóság szempontjából ennek a szörnyűséges korszaknak az elejére tehető egy olyan esemény, aminek hatása meghatározó volt a világtörténelem szempontjából is.

Jézus, aki Betlehembben született, és amikor felnőttként először látogatott Jeruzsálembe, elment az akkor még álló (második) Templomba. A jeruzsálemi zsidók vallási és gazdasági vezetői kiegyensúlyozott viszonyban álltak a római helytartóval, amit mai nyelven úgy mondanánk, hogy alkuhelyzetben voltak elsősorban saját érdekeik védelme érdekében. Ezt a helyzetet újkori magyar viszonylatban 1920 óta ismerjük, amióta az elszakított magyar nemzetrészek politikusai tojástáncot járnak a cseh, szlovák, román, szerb stb. hatóság képviselői előtt, hogy egyszerre igyekezzenek közösségi és egyéni érdeket érvényesíteni.

De mit tesz „Isten”! Megérkezik Jeruzsálembe, születése után mintegy 30 évvel az a Jézusnak nevezett zélóta, aki azonnal botrányba keveredik a helyi zsidókkal, ráadásul a Templomban. Erről a kereszténység kétezer éves történelmének hajnalán lejátszódott eseményről akkor még nem gondolták, hogy világtörténelmi következménye lesz. Azt még kevésbé gondolták, hogy innentől számítható majd az Ószövetséget felváltó, egyesek szerint leváltó Újszövetség. Az ádáz versenyfutás a két szövetség között a mai napig tart.

Mi történt valójában? Sem több, sem kevesebb, mint hogy Jézust megdöbbsentette, hogy a legszentebb helyen, a Templomban pénzváltók, állatkereskedők és mindenféle kufárok üzletelnek, akikről a zsidók ottani előljárói nyilván nagy hasznot kaszáltak, és ezt elnézte nekik Róma helytartója.

Jézusról a zsidó közösség előljárói már tudtak korábról is, hiszen az isteni törvény beteljesítőjeként jött Jeruzsálembe, ami valójában messiást jelentett. A helyi megtépzott zsidó közösség vezetőinek pont ilyen emberre nem volt szüksége, azért sem, mert a kb. 150 évvel korábban messiásnak kikiáltott királyuk csak szenvedést hozott a nyakukba. Az ilyen nyughatatlan ember zavarta a köreiket, ők már csak kereskedni akartak, kapcsolatokat építeni, pozíciókat teremteni, túlélni. Ismerős a helyzet, 1990 februárjában, a prágai parlamentben három magyar képviselő betერjesztette a komáromi Jókai Egyetem megalapítását kezdeményező törvénytervezetet. Akik ez ellen a legádázabb harcot folytatták, szintén magyarok voltak – ma még a nevüket is felsorolhatnánk, de minek. Húsz év múlva reméljük senki sem fog rájuk emlékezni. Pedig akkor ők voltak (lettek valami okán) a rendszerváltoztatók, akik a kommunista hatalom bukása után az új helyzetben hasonló pozícióba akartak jutni, mint a bukkott rendszerben helyezkedő magyar kommunisták. Ők voltak a helytartó emberei.

Az nyilvánvaló, hogy Jézus további sorsát a kufárok kiűzése a templomból alapvetően meghatározta. Ettől az embertől meg kell szabadulni a rómaiak segítségével – jutottak döntésre a helyi zsidók vezetői. Azt nem tudhatták, hogy ez a döntésük egy új világ megszületéséhez vezet majd.

A döntés ugyan megpecsételte Jézus sorsát, egyúttal, az addigi életfelfogásokon választóvonalként átfutva, új értékrendet teremtett. A kufároknak a templomból való kiűzése az igazi választóvonal az Ó-szövetség és az Új-szövetség kora, valamint a kirekesztő és a befogadó felfogás között is.

Itt kezdődik abbéli bizonytalanságunk, hogy a lokalitás és az univerzalitás ellentmondásban állnak-e, vagy egymást kiegészítik. A kiűzés az Isteni univerzalitást szolgálta-e, ugyanakkor sértette-e a lokalitás érdekét, vagy a kufárok kereskedői univerzalitását vont-e kétségbe a lokalitás, a Szentély védelme? Noha számunkra nem kétséges, hogy a lokalitás (a helyi) és az univerzalitás (az egyetemes) csakúgy, mint az egyén (individuum) és a közösség (kollektíva) csak harmonikus egységben létezhet. Ebben a vonatkozásban nem árt arra is figyelni, hogy az univerzalitást ne cseréljük fel a globalitással és az egyetemességet az egységgel. Az univerzalitás ugyanis a különböző egyedek vagy csoportok laza, esetleg szorosabb együttműködését, együttes mozgását, összhangzását jelenti. A globalitás parttalan, amelynek keretnélküliségében a kozmopolita elemek tömege találkozik vagy nem találkozik egymással.

Varga Norbert tanulmányának vége felé többek között arra figyelmeztet, hogy a társadalomszervezésben és a vezetésben, illetve a kiválasztásban vagy kiválasztódásban is egyre több bizonytalanság jelenik meg, mert eltűnően van a kiszámíthatóságba vetett hit. Ez nyilvánvalóan és áttételesen is a szabad akarral (vagy annak rosszul értelmezett megjelenésével), de mint emberi tényezővel és ennek következtében társadalomalakító tényezővel függ össze. Tanulmányának vonalvezetéséhez híven a szent könyvekben keresi a választ. Leszögezi, hogy a Biblia és a Korán emberképének ismerete nélkül nem adható válasz arra a kérdésre, hogy milyen a helyes, hagyományos vezetői magatartás. Az Ószövetség szerint az ember a független Isten képmása. A Korán viszont ezt elveti, helyette az embert Allah helyetteseként jeleníti meg. Mindkét szentkönyv Ádám révén nyilvánvalóvá teszi a bűnbeesést, amely állapotból inkább a Korán mutat kiutat, mert nem tekinti ezt az állapotot visszafordíthatatlannak. Viszont Pál apostol fogalmazza meg a rómaiakhoz írt levelében a kegyelem elnyerésének a lehetőségét, ami Jézus kereszthalála által adatik az ember számára.

Varga Norbert a modern ember szempontjából is értelmezhetően írja le, hogy az áteredő bűn az embernek olyan életteret teremt, amelyben megnyilvánulhat az isteni értékrend elleni lázadás. Tulajdonképpen ebben a térben jelenik meg a szuverén ember, akinek az egyénisége már nem csupán a szent könyvek szerint értel-

mezhető, mert beleépülnek a hellenisztikus, az ógörög és római szellemi és erkölcsi hagyományok is.

A tanulmányban tárgyalt szent könyvek mindegyike mind az államhatalom, mind a gazdasági hatalom forrásának Istent tartja. Varga Norbert Bubert idézi a Próféták hite c. könyve alapján, aki szerint a politika tulajdonképpen párbeszéd a politikus és az Isten között. A vezető soha sem élhet vissza hatalmával, az elit tagjainak a nép szolgájává kell válniuk. Az Istent ebben az esetben azonban nem a legfelsőbb Feljebbvalónak kell tekinteni, hanem egyszerre az igazságosság, a közjó és a természetes korlátok képviselőjének. Ennek azonban érvényesnek kell lennie a közéleti és közpolitikai áttételek miatt az egész gazdasági életre is. Ami azt jelenti, hogy a gazdaság, ha kilép ebből az egyezményrendszerből, akkor társadalmi válságot idézhet elő. Ne felejtjük, minden eddigi hódítás (területi, hatalmi, gazdasági), ami túllépte a természetes társadalmi kereteket, előbb-utóbb természetes ellenállásba ütközött, ami az ellenállók, a természetes törvények védelmezői számára üldöztetést jelentett. Mind az Újszövetség, mind a Korán azt a vélelmet közvetíti, hogy az üldöztetés akkor nyer értelmet, ha igaz cél érdekében történik, végkicsengéssel: a nép, a közösség szolgálatában.

Az Ószövetség az emberi együttélést, az eltérő közösségek együttélését a hűség szempontjából ítéli meg. Varga Norbert, Izajás Könyvére utalva írja: a politikusnak távol kell tartania magát a szélsőséges eszméktől és a szélsőséges nemzeti kitörésektől. De mi lesz a szabadpiaccal, a közösségi érdekektől elszabadult gazdasággal? Ha visszatérnénk az Ószövetség szabályaihoz, csak a közösség érdekében végzett gazdasági tevékenységet lehetne elfogadni. A szabadpiac képvisel-e közösségi érdeket? Lehet, hogy ez a legmélyebb ellentét az Ószövetség és az Újszövetség között. Erről szól egy 19. századi keletközép-európai zsidó vicc: A gazdag kereskedő felesége rémülten mondja a férjének, hogy „a városban azt híresztelik, közeledik a Messiás”. „Éppen ez hiányzott” sóhajtott a férje, aki éppen gazdasági gyarapodásukat tervezgette. Az asszony, látván férje kétségbeesését a kétezer évvel előtről visszaköszönő hír hallatán, vigasztalni kezdte őt. „Ne vedd a szívedre! Mi mindenen ment keresztül a mi népünk – szolgaságon, rabszolgaságon, pogromokon – és mindent túlélünk. Isten segítségével majd csak túléljük a Messiást is.”

Összegezve: Varga Norbert tanulmányának utolsó (IV.) fejezete tulajdonképpen egy politikai ars poetica, akár önmagára vonatkoztatva, akár ajánlva kezdő és gyakorló közpolitikusoknak és gazdaságpolitikusoknak. Viszont ismerve a történelmet akár a tárgyalt szent könyvekből, akár az egyéb történelemkönyvekből, vagy a jelenből is, eléggé egyértelmű kép tárulkozik elénk: kevés a példaérték, annál több az azt semmibe vevők serege.

Varga Norbert nagyszerű tanulmányáról végezetül elmondható: nagy kísérlet annak bemutatására, hogy az emberiség ismert történelme során mindig megvolt a törek-

vés az abszolútumnak való megfelelésre, amely törekvés az egy istent hívó vallások esetében szerencsére pontosan dokumentálható. Nos, ha ezek a dokumentumok rendelkezésünkre állnak, akkor szinte érthetetlen, hogy mégsem okulunk belőlük. Mindig csak utólagosan állapítjuk meg, mennyire tértünk el a szent könyvekben fellelhető, Istennek tetsző magatartási normáktól.

Zárómondatként abbéli óhajomat fejezem ki, utalva a tanulmány egyik megállapítására, hogy a közéletben tevékenykedő ember legalább a közösségével folytasson párbeszédet, ha már az Istennel nem is sikerül/sikerült kapcsolatot teremtenie.

A helyes út – Tanítani fogják...

Parragh Bianka

Matolcsy György:

Egyensúly és növekedés – Konszolidáció és stabilizáció Magyarországon 2010–2014
Kairosz Kiadó, Magyar Nemzeti Bank Könyvsorozata, 2015, p. 644

ISBN: 979-963-662-7348

Az Egyensúly és növekedés című szakkönyv közgazdasági és gazdaságpolitikai aspektusból világítja meg s értelmezi a mai közgazdasági- és közgondolkodás valós dilemmáit azokkal a gazdaságtörténeti mérföldkövet jelentő állomásokkal összevetve, amelyek évtizedekre determinálták a magyar gazdaság fejlődési útjait. A szerző gondolatmenete során választ ad számos, a múltban megválaszolás nélkül hagyott kérdésre, s egyúttal újabb, gyakran tudományos szempontból is további dimenziókat nyitó kérdést fogalmaz meg jövőnk tekintetében. Matolcsy György a Magyar Nemzeti Bank elnökeként 2013 márciusában kezdte meg munkáját, azt megelőzően 2010-től nemzetgazdasági miniszterként és 2000-től 2002-ig gazdasági miniszterként töltött be meghatározó szerepet a nemzeti gazdaságpolitikában.

Az Egyensúly és növekedés magas szakmai színvonalat képviselő szakkönyv értéket teremt, hasznos, s szükség esetén segítséget nyújt gazdaságpolitikai vezetők, nemzetgazdasági és gazdaságpolitikai vetülettel foglalkozó közgazdászok, jegybankár szakemberek, politikusok számára, hiszen a múlt közgazdasági és gazdaságpolitikai összefüggéseiben keresendők a 2010-re kedvezőnek nem mondható nemzetgazdasági helyzet és versenyképesség kialakulásához vezető okok. A szakkönyv továbbá az államtudományi és közigazgatás-tudományi szakterületen tanuló mesterszakos hallgatók tudásanyagát gazdagítja mély összefüggéseket megvilágító, részletező formában.

A kiadvány gondolati bevezető szerepét betöltő gazdaságtörténeti visszatekintéssel kezdődik, és négy fő (önálló) gondolati egységet alkotó részből tevődik össze. A részek egyenként hat fejezetet tartalmaznak. A bevezetésben (Gazdaságtörténeti áttérés) a szerző a gazdasági növekedés és pénzügyi egyensúly fókuszából tárja az olvasó elé annak a jelentős méretű és sokkhatások sorát eredményező hármis nemzetközi válságsorozatnak a lényegi elemeit, beleértve a két világháborút is, melyek a XX. században erőteljesen gátolták a magyar gazdaság növekedését és fejlődését. A folyó

Parragh Bianka a Nemzeti Közszolgálati Egyetem Közigazgatás-tudományi Kar, Közpénzügyi Tanszékének egyetemi adjunktusa. E-mail: parragh.bianka@uni-nke.hu.

fizetési mérlegben 2010–2014 között bekövetkező tartós többlet és az egyensúlyi szintet jelentő államháztartási hiány összefüggéseinek értelmezése gyakorlatilag az egész könyvet áthatja. Az első fő rész (1–6. fejezet) mind globális, mind európai kiterjedésben – különös tekintettel az eurozóna országaira – vizsgálja a pénzügyi és gazdasági recesszióval, válsággal terhelt időszak Magyarországot érintő negatív hatásait, beleértve a válságkezelési kísérletek eredményességét vagy eredménytelenségét. A második fő rész (7–12. fejezet) kronológiáját tekintve a 2010 utáni időszakot jellemző újszerű válságkezelési stratégiát alkalmazó, új értékekre építő nemzeti gazdaságpolitika kihívásait és a szerkezeti reformok tekintetében prioritást képező területeket veszi górcső alá. A harmadik fő rész (13–18. fejezet) a stabilizáció első szakaszát elemzi, beleértve a költségvetés és konszolidáció, foglalkoztatás, infláció, külső adósság és államadósság terén bekövetkezett trendfordulatokat. A negyedik fő rész (19–24. fejezet) az eredmények jövőbeli megszilárdítása érdekében szükséges tartós gazdasági és pénzügyi stabilizáció alapelemeit szemlélteti és magyarázza, részterületekre bontva, mégis egységben kezelve 2014-ig terjedően. A közép- és hosszú távra is koncentrálnó monetáris politika, a hitelezés területén megvalósított, hitelbefagyasztást is feloldó trendforduló, a fogyasztás és beruházás területén megmutatkozó további trendforduló, valamint a növekedési fordulat következtében bekövetkezett felzárkózás a régió viszonylatában a 2010 óta alkalmazott kormányzati gazdaságpolitika szükségességét, sikerességét és eredményességét támasztja alá, s ez a közgazdasági gondolkodásba is egyre inkább beépülhet. A szakkönyv világos és érthető módon, részletesen, kronológiai sorrendben vezeti végig az olvasót a gazdaságpolitikai változásokon, a magyar nemzetgazdaság hatékony, versenyképes, és sikeres, ám egyben költséghatékony működésének összetevőit rendre bemutató, egyszerre oktató jellegű megfogalmazásban. A könyvet a tudományos rendszerezettség jellemzi, valamint az olvasó figyelmét felkeltő, érdeklődését mindvégig fenntartó olvasható forma.

Matolcsy György fogalmazásában a könyv címéből kiindulva egyaránt az Egyensúly és növekedés képletéből mint alaptételből levezetve kerül bemutatásra a magyar gazdaságpolitikai-, közpénzügyi-, azon belül monetáris-, fiskális-, hitelezési-, valamint reálgazdasági vetületeket is tárgyaló, irányokat kijelölő, egységes nemzeti közgazdasági koncepció. A kormányzati gazdaságpolitikát támogató, társadalmi hasznosságot adó, közjó szolgálatára fókuszáló, mindemellett függetlenségét megőrző új értékeken alapuló jegybanki filozófia, szerepvállalás, valamint gyakorlat gyökerei, elemei és jövőbe mutató céljai kerülnek részletezésre.

A könyv az Éllovasból sereghajtó című szakkönyv folytatásának is tekinthető, amely Magyarország 2002–2008 közötti időszakában, arra jellemző gazdaságpolitikai viszonyrendszeréből és ebből következő lehetőségeiből kiindulva tartalmazza főként a régió gazdasági karakterisztikáját adó gazdaságtörténeti előzményeket. Az Egyensúly és növekedés című szakkönyv megerősíti és hitelesíti Matolcsy György 2008-ban

kifejtett gondolatmenetének ma is helytálló megállapításait arra vonatkozóan, hogy milyen ok-okozati összefüggésben maradtunk le a régió országaitól. A strukturális reformok halaszthatatlanná válása és a neoliberais eszmék által áthatott gazdaságpolitikai modell bukása 2010-re nyilvánvalóvá tette a változás szükségességét. A nemzeti kormányzati gazdaságpolitika és jegybanki politika összehangolt működése, annak nemzetgazdasági versenyképességhez való hozzájárulása vitathatatlan.

Az Egyensúly és növekedés című szakkönyv közgazdasági tartalma szerint újszerű módon közelíti meg napjaink közgazdasági kihívásait. Matolcsy György gondolatébresztő szerepe mindvégig jelen volt a rendszerváltás óta eltelt 25 évben, elméleti megállapításait – miként a szerző kitartását is – a valós élet és a mai makrogazdasági adatok is igazolják.

A szakkönyv a közgazdasági gondolkodásmód megújulási folyamatában teremt értéket és ad eligazodást Magyarország valós erőforrásaira építve a jövő generációi számára. Az Egyensúly és növekedés című munkát minden érdeklődőnek tisztelettel ajánlom.

A jegybanki kormányzás mesterfogásai – Beszámoló a Central Banking központi bankok kormányzásáról szóló konferenciájáról

Rózsás Tamás

A központi bankok kormányzása témában szervezett négynapos konferenciát a Central Banking Publications 2015. április 28 és május 1. között az angliai Windsorban. A központi bankok kormányzása: az igazgatóság szerepe címmel tartott előadásokon és azok megvitatásán alapuló konferencia a Central Banking Publications évente megrendezésre kerülő rendezvénysorozatának egyik eseménye. A konferencia a jegybankok kormányzására és az igazgatóság felelősségi területeire és feladataira összpontosítva tárgyalta a jegybankok változó szerepét és funkcióit, az igazgatóság működését és struktúráját, az ezzel kapcsolatos különböző gyakorlatokat, a jegybankok felügyeleti feladatait, illetve az érintettekkel való kapcsolattartás javításának lehetőségeit, fontosságát.

Grace Koshie, az Indiai Tartalékbank korábbi főigazgatója és igazgatósági titkára előadásában rámutatott, hogy a központi bankok és a központi banki tevékenység gyors ütemben változnak, a felelősségi kör bővül, miközben növekszik az igény a jegybankok elszámoltathatósága iránt. A központi bankok kormányzási struktúrájának láthatóan lépést kell tartania ezzel a változással, ami magával vonja a minden érintettel folytatott szorosabb konzultációra és a döntéshozatali folyamat átláthatóságára nagyobb hangsúlyt fektető kormányzás szükségességét. *Koshie* rámutatott, hogy a központi bankok mandátuma időben folyamatosan fejlődött, arra minden jelentős gazdasági esemény rányomta a bélyegét. Az Indiai Tartalékbank példáján bemutatva ezeket a változásokat, azzal zárta előadását, hogy a korábbi jelentős eseményekhez hasonlóan a mai válság is hatott a központi bankok kormányzására és szerepükre, amire az igazgatóságoknak reagálniuk kell.

Neil Whoriskey, az Ír Központi Bank kommunikációért és tervezésért is felelős igazgatósági titkárságának vezetője, az Ír Központi Bank tapasztalatain keresztül arról számolt be, hogy mi készíti a központi bankokat változásra a kereskedelmi szektorra jellemző versengés nélkül. *Whoriskey* bemutatta, hogyan vezetett a válság és a központi bank bővülő felelősségi köre egy olyan új kormányzási struktúra kialakításához, amely egyszerre javította a teljesítményt és segítette helyreállítani a Bank reputációját. Az előadó szólt az új struktúra bevezetésének folyamatáról és az Ír

Központi Bankban együtt élő két kultúra, a szabályozói és a jegybanki kultúra jobb összeillesztéséről is.

A két előadást a résztvevők által képviselt központi bankok változó felelősségi körrel és bővülő mandátummal kapcsolatos tapasztalatainak megvitatása követte *John Jussup*, a Kanadai Bank korábbi jogtanácsosa és igazgatósági titkára, és a konferencia levezető elnöke moderálásával.

Kenneth C. Montgomery, a bostoni FED első alelnöke és működési vezérigazgató-helyettese a második nap első előadójaként az informatikai kormányzásról és a technológia szerepéről beszélt. *Montgomery* elmondta, hogy a központi bankok kiadásai között az egyik legnagyobb tétel 2015-ben világszerte a technológiai kiadásoké lesz, amelyek a pénzügyi piacok új informatikai fejlesztéseinek és az egyre kifinomultabb kibertámadásoknak köszönhetően a jövőben csak tovább emelkednek. Mivel a technológia ma már a jegybankok alapfunkcióitól a napi munkafolyamatokig mindent átsző, tarthatatlan az a korábbi gyakorlat, hogy az informatikai rendszerkövetelményeket kizárólag az informatikai szakemberek határozzák meg. *Montgomery* előadásában bemutatta az informatikai beruházások kézben tartásával kapcsolatos igazgatósági teendőket, valamint a FED informatikai kormányzással foglalkozó felsővezetői bizottságait, testületeit.

Az előadást *John Jussup* moderálásával és *Jeremy Farr*, a Kanadai Bank jogtanácsosa és igazgatósági titkára, valamint *Grace Koshie* részvételével az igazgatósági tagok képzését tárgyaló panelbeszélgetés követte. A központi bankoknak rendszerint nincs beleszólásuk a külső igazgatósági tagok kiválasztásába, feladatkörük meghatározásába, a rájuk vonatkozó szakmai követelmények előírásába. Éppen ezért kulcsfontosságú az új külső igazgatósági tagok orientációs és folyamatos képzése a központi bank szerepét, funkcióit, működését és adminisztrációját illetően. A panelbeszélgetés résztvevői ennek aktuális kérdéseit tárgyalták egy olyan környezetben, amely a jegybankokkal szemben egyre szigorúbb követelményeket támaszt.

Atila Arda, az IMF vezető pénzügyiszektor-szakértője a jegybanki kormányzás kereteivel, az igazgatóság-típusokkal és a bizottsági struktúrákkal kapcsolatban elmondta, hogy a kereskedelmi szektorral szemben a központi bankok számára nem létezik kész kormányzási sablon, ezért az igazgatóságok és bizottságok szerkezete a jegybankok körében sokkal változatosabb. Az előadó a jegybankok kialakult gyakorlata alapján beszélt a különböző szerkezeti megoldások előnyeiről és hátrányairól a döntéshozatal hatékonysága és a lehetséges érdekütközések szempontjából. *Jeremy Farr* az igazgatóság működéséről szóló előadásában a Kanadai Bank példáján mutatta be az igazgatóság működési eljárásait, kormányzási struktúráját, szerepét és felelősségi körét. Szó volt emellett arról, hogyan monitorozza az igazgatóság az elnök teljesítményét, és az igazgatóság tagjai milyen tevékenységekről és funkciókról, mikor és kinek a részéről kapnak tájékoztatást. Ezt *Atila Arda* újabb előadása

követte az igazgatóság jogi és megfelelési kockázatokkal kapcsolatos felelősségi területeiről. Egy a jogi kormányzás, kockázatkezelés és megfelelés (LGRC¹) területre vonatkozó felmérés alapján az előadó beszámolt arról, hogy a terület a legtöbb jegybankban még gyerekcipőben jár, beépítése a központi bankok döntéshozatalába segíti a kormányzás kulcsfontosságú funkciójának jobb ellátását. *John Jussup* a harmadik nap első előadójaként az igazgatósági titkár információáramlást elősegítő szerepéről beszélt a központi bank felső vezetése és az igazgatóság tagjai között. Ezt követően *Simon Webley*, a londoni székhelyű Institute of Business Ethics kutatási igazgatója tárgyalta az etikai kockázatokkal kapcsolatos kérdéseket. *Webley* hangsúlyozta az alapvető etikai értékek rögzítésének, egy explicit etikai politika és kódex lefektetésének és egy etikai program létének fontosságát, továbbá a belső ellenőrzés szerepét az etikai normák érvényre juttatásában. *Kenneth Sullivan*, a Sullivan Consulting igazgatója és az IMF korábbi vezető pénzügyi szakértője az igazgatóság kockázatkezelésben betöltött szerepéről beszélt. *Sullivan* szerint az igazgatóság fő feladata a kockázatkezeléssel kapcsolatban a szervezet kockázatkezelési kultúrájának kialakítása. *José Miguel García*, a Spanyol Bank belső ügyekért felelős általános társigazgatója a központi bankok társadalmi felelősségvállalásának fontosságáról szólt. A központi bankok elismert közintézményként nemcsak mandátumuk teljesítéséért felelősek, hanem a társadalomra és a környezetükre gyakorolt hatásukért is. Végül a konferencia utolsó előadásában *Mirela Roman*, a Román Nemzeti Bank kommunikációs igazgatója a kommunikáció fontosságáról beszélt, kiemelve annak átláthatósággal és elszámoltathatósággal való összefüggéseit, az átláthatóság jegybanki feladatköréből és működésből eredő határait.

Az előadásokat a résztvevők reflexióinak és tapasztalatainak összegzése követte. A hozzászólásokból kirajzolódott, hogy míg a központi bankok világszerte hasonló kihívásokkal néznek szembe a bővülő felelősségi kör, magasabb követelmények, és az átláthatóság és elszámoltathatóság iránti, fokozódó igény terén, azokra eltérő környezetben és eltérő történelmi előzmények mentén többféle jó válasz is adható. A jegybanki kormányzás és az igazgatóság felelőssége az adott központi bank és környezete számára legjobb megoldások feltárása, kiválasztása és implementálásuknak felügyelete.

¹ Legal governance, risk management and compliance.

TISZTELT (LEENDŐ) SZERZŐINK!

Kérjük, hogy a kéziratukat a következő előírások szerint nyújtsák be:

- Folyóiratunkban a tanulmányok átlagos hossza 1 ív (40 000 leütés szóközzel), ettől legfeljebb ± 50 százalékkal lehet eltérni. A kéziratokat magyar és/vagy angol nyelven is el lehet küldeni.
- A tanulmányok minden esetben körülbelül 800–1000 karakteres tartalmi összefoglalóval kezdődnek, amelyben a főbb hipotéziseket és állításokat kell ismertetni.
- Az összefoglalót követő lábjegyzet tartalmazza a tanulmány elkészítésével kapcsolatos információkat és köszönetnyilvánításokat. Ezután következik a szerző foglalkozása (beosztása), munkahelye és e-mail címe magyar és angol nyelven is.
- Az összefoglalót követően kérjük megjelölni a tanulmány JEL-kódját (minimum három szükséges).
- A főszöveg legyen jól strukturált. A fejezetek élén vastag betűs címek álljanak!
- A tanulmánynak minden esetben tartalmaznia kell a hivatkozási listát a szerzők teljes nevével (külföldiek esetében elegendő a keresztnév monogramja), a megjelenés évszámával, a mű pontos címével, kiadójával, kiadási helyével, illetve a folyóirat pontos címével, évszámával, kötetszámával, oldalszámmal. A szövegben elegendő a vezetéknevvel, évszámmal és oldalszámmal hivatkozni. Szó szerinti hivatkozás esetén az oldalszám feltüntetése nélkülözhetetlen.
- A táblázatokat és az ábrákat a tanulmányban folyamatosan kell számozni (a számozás az új alfejezetekben, alpontokban nem kezdődik újra). Mindegyik táblázatnak és ábrának címet kell adni, és a bennük szereplő mennyiségi értékek mértékegységét fel kell tüntetni. A táblázatokat és az ábrákat a Word és az Excel program segítségével el kell készíteni magyar és angol nyelven is. A táblázathoz és az ábrához tartozó megjegyzéseket és az adatok forrását közvetlenül a táblázat alatt kell elhelyezni.
- A képleteket a jobb oldalon, zárójelben folyamatosan kérjük számozni (tehát az egyes alfejezetekben ne kezdődjön újra a számozás).
- Fel kívánjuk hívni továbbá a szerzőink figyelmét, hogy csak olyan kéziratot küldjenek, amelyet más szerkesztőségnek egyidejűleg nem nyújtottak be közlésre. A tanulmányt minden esetben két független, anonim lektor bírálja el.
- A tanulmányokat e-mailben kérjük eljuttatni a szerkesztőségbe Word for Windows formátumban. A közölni kívánt ábrákat és táblázatokat Excel-fájlban is kérjük magyar és angol nyelven.
- Kérjük, hogy a további szerkesztési szabályokkal kapcsolatosan tájékozódjanak az alábbi oldalon: http://www.hitelintezetiszemle.hu/szerzoknek/Szerzoi_utmutato.pdf

Köszönettel:

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



www.hitelintezetiszemle.hu