

1

HITELINTÉZETI SZEMLÉ

2015. március

14. évfolyam 1. szám

Egy rossz termékfejlesztésből rendszerszintű piaci kudarc – a hazai lakossági deviza-jelzáloghitelezés

Bethlendi András

Eltérő irányú pénzügyi szabályozások a válság után? Az EU és az Egyesült Államok válaszainak összevetése

Biedermann Zsuzsanna – Orosz Ágnes

Nemzetközi trendek a diákhitelezésben

Vona Máté

A lakossági portfólióátrendezés szerepe az állam finanszírozásában

Kékesi Zsuzsa – Kóczyán Balázs – Sisak Balázs

A kockázatkerülési csapda – az alacsony kockázatú eszközök szűkösségének pénzügyi piaci és makrogazdasági következményei

Horváth Dániel – Szini Róbert

A jegybank által vezérelt BUBOR-reformok legfontosabb lépései nemzetközi összehasonlításban

Erhart Szilárd – Mátrai Róbert

Hány óra a négy óra? – A napközbeni átutalások tényleges időszükséglete

Császár Péter

Hitelintézeti Szemle

A Magyar Nemzeti Bank kiadásában megjelenő tudományos folyóirat

A szerkesztőbizottság elnöke:

BALOG ÁDÁM

A szerkesztőbizottság tagjai:

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

Főszerkesztő: P. KISS GÁBOR

Felelős szerkesztő: PÁSZTOR SZABOLCS

Szerkesztő: PENCZ HELGA

Olvasószerkesztő: KIRÁLY KATALIN

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.

1

HITELINTÉZETI SZEMLE

2015. március
14. évfolyam 1. 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:

P. Kiss Gábor főszerkesztő e-mail címe: kissg@mn.b.hu

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

Pencz Helga szerkesztő e-mail címe: penchz@mn.b.hu

Megjelenik háromhavonta.

HU ISSN 1588 6883

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

Készült a Prospektus – SPL konzorcium nyomdájában

Tartalom

14. évfolyam 1. szám, 2015. március

TANULMÁNYOK

- Bethlendi András:** Egy rossz termékfejlesztésből rendszerszintű piaci kudarc – a hazai lakossági deviza-jelzáloghitelzés 5
- Biedermann Zsuzsanna – Orosz Ágnes:** Eltérő irányú pénzügyi szabályozások a válság után? Az EU és az Egyesült Államok válaszainak összevetése 30
- Vona Máté:** Nemzetközi trendek a diákhitelezésben 57
- Kékesi Zsuzsa – Kóczyán Balázs – Sisak Balázs:** A lakossági portfólióátrendezés szerepe az állam finanszírozásában 80
- Horváth Dániel – Szini Róbert:** A kockázatkerülési csapda – az alacsony kockázatú eszközök szűkösségének pénzügyi piaci és makrogazdasági következményei 111
- Erhart Szilárd – Mátrai Róbert:** A jegybank által vezérelt BUBOR-reformok legfontosabb lépései nemzetközi összehasonlításban 139
- Császár Péter:** Hány óra a négy óra? – A napközbeni átutalások tényleges időszükséglete 166

VITA

- Simonovits András:** Rövid hozzászólás Banyár József OLG-cikkéhez 193

KÖNYVISMERTETÉS

- Bábosik Mária:** Az egységesülő Európa a 21. századi kihívások örvényében (Anthony Giddens: Turbulent and Mighty Continent – What Future for Europe?) . . . 198
- Farkas Sára:** Bankszabályozás újrahangolva (Anat Admati – Martin Hellwig: The Bankers' New Clothes). 202
- Felcser Dániel:** Kelet-ázsiai fejlődés: alapok és stratégiák (Dwight H. Perkins: East Asian Development: Foundations and Strategies) 205
- Gutpintér Júlia:** Egyenlőtlenségek újratöltve (Thomas Piketty: Capital in the Twenty-First Century). 208

Horváth Zoltán: Korunk intézményeinek válsága (Niall Ferguson: The Great Degeneration – How Institutions Decay and Economies Die)	211
Huszi Ernő: Devizahitel-függőség és konszolidáció (Lentner Csaba [Szerk.]: Devizahitelezés nagy kézikönyve)	214
Módos Dániel: A zene véget ért (Alan S. Blinder: After the music stopped: The Financial Crisis, the Response and the Work Ahead)	219
Rékási Róbert: Viselkedéstudományi portfóliókezelés (C. Thomas Howard: Behavioral Portfolio Management)	222
Rózsás Tamás: Profitorientált oktatás a fejlődő országokban (James Tooley: The Beautiful Tree: A Personal Journey Into How the World's Poorest People are Educating Themselves)	225
Vida Orsolya: Világmozgató népességvándorlás (Paul Collier: Exodus – How Migration is Changing Our World)	228

KONFERENCIABESZÁMOLÓ

Ábel István: Új európai monetarizmus felé (Beszámoló a Lámfalussy-konferenciáról)	232
Lencsés Katalin: Merre tartanak a biztosítók? (Beszámoló a MABISZ V. Nemzetközi Biztosítási Konferenciájáról)	236

Egy rossz termékfejlesztésből rendszerszintű piaci kudarc A hazai lakossági deviza- jelzáloghitelezés

Bethlendi András

Jelen cikkben a hazai lakossági deviza-jelzáloghitelezés kínálati oldalára, annak üzletpolitikai szempontjaira, illetve a tágan értelmezett termékfejlesztésre és menedzsmentre fókuszálunk. Bemutatjuk, hogy a hitelintézetek e kockázatos, hosszú lejáratú hiteltermék különböző kockázatait hogyan hárították át a fogyasztókra. A kockázatok áthárításának hosszú távú sikerességét tulajdonképpen annak rendszerkockázata akadályozta meg. A hosszú távon vett fő üzletpolitikai hibákat tíz fő ismérv köré csoportosítottuk. A magyarországi lakossági devizahitelezés egy esettanulmánya annak, hogy a lakossági hitelezés fogyasztóvédelmi és prudenciális szempontból egyaránt teljesen „laissez faire, laissez passer” megközelítése rendszerkockázati szintű kudarchoz vezethet, a piaci önszabályozás nem működik maradéktalanul a hitelpiacokon. Egy rendszerkockázati problémát utólag már nehéz és időigényes orvosolni. A múlt rendezése, illetve a tisztességes hitelezés feltételeinek teljes kialakítása várhatóan 2015 folyamán fog lezárulni.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: G010, G21, G28, G32

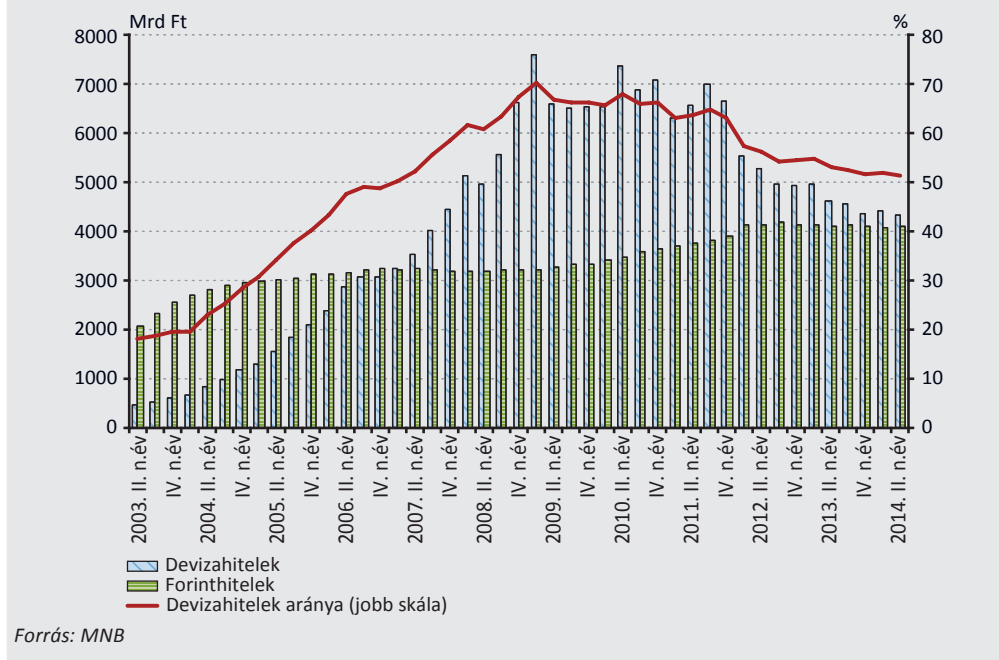
Kulcsszavak: lakossági eladósodás, devizahitelezés, hitelkínálat, rendszerkockázat, szabályozás

1. Bevezetés

A lakossági devizahitelek¹ közül a legösszetettebb termék, a deviza-jelzáloghitel jellemzőin keresztül mutatjuk be a devizahitelezés fogyasztóvédelmi visszasságait és fő makroprudenciális következményeit. Ezáltal jobban megérthető, hogy miért vált 2008-at követően olyan széles társadalmi problémává a túlzott² – elsősorban devizában történő – lakossági eladósodás. 2014 közepén, a korábbi kormányzati intézkedések ellenére, a magyar lakossági hitelek több, mint 50%-a, 4300 Mrd forint még mindig devizában denominált volt. A devizahitelek több mint háromnegyede jelzáloghitel volt. Az állományok lassú leépülésében az árfolyamhatás, az új, forint alapú hitelezés lassú felfutása és a magas bázishatás egyaránt szerepet játszik.

A jelenség kialakulásának hazai és nemzetközi tényezőit a korábbi elemzések már részletesen bemutatták (lásd például *Bethlendi, 2011; Csajbók et al., 2010; Bethlendi et al., 2005*).

1. ábra
A háztartási hitelek devizális szerkezete



- 1 Deviza és devizaalapú között nem teszünk különbséget, mert a gyakorlatban ezek nyújtása fogyasztói szempontból gyakran összemosisódott. Devizahitelek alatt minden devizában nyilvántartott hitelt értünk.
- 2 Túlzottnak tekintjük a következő jellemzői miatt (Bethlendi, 2009a): egyrészt a háztartások törlesztési terhe – nemzetközi összehasonlításban – magasnak számítot már a válság kitörése előtt. Ugyanis a bankok meglehetősen magas jövedelemarányos törlesztési terhel mellett is hiteleztek, ha egyáltalán figyelembe vették ezt a mutatót, ahogyan a későbbiekben be fogjuk mutatni. Másrészt a fejlett országoktól eltérően, az eladósodott háztartások nagy része semmilyen pénzügyi megtakarítással sem rendelkezett.

A jelen cikkben a kínálati oldal üzletpolitikai szempontjaira, a tágan értelmezett termékfejlesztésre és menedzsmentre fókuszálunk. Bemutatjuk, hogy a hitelintézetek e hosszú lejáratú hiteltermék kockázatát hogyan hárították át a fogyasztókra. A kockázatok áthárításának hosszú távú sikerességét tulajdonképpen magából az áthárításból fakadó, megnövekedett hitelkockázatok, illetve azok rendszerkockázata akadályozta meg. A devizahitelezés rendkívül széles körű, negatív társadalmi hatása miatt – amely a pénzügyi közvetítőrendszerbe vetett bizalom megingásához vezetett – a gazdaságpolitika is visszaterelte a bankszektorra a kockázatok költségeinek egy jelentős részét. A lakossági devizahitelezés felfutásának az időszakában a szabályozói és felügyeleti hatósági döntéshozókat egy teljesen „laissez faire, laissez passer” megközelítés jellemezte, a jelenség mérséklésére gyakorlatilag semmilyen lépés – sem prudenciális, sem fogyasztóvédelmi szempontból – nem történt, szemben régióink más országaival.³ (A jelenséghez vezető intézményi hiányosságokat és a régiós összehasonlítást részletesen lásd *Bethlendi et al., 2014* és *Bethlendi, 2011*). Így a hitelezők termékfejlesztésükben és üzletpolitikájukban gyakorlatilag teljes szabadságot élveztek. Célunk egyúttal az, hogy bemutassuk a hosszú távon vett fő üzletpolitikai hibákat, amelyeket tíz fő ismérv köré csoportosítottuk. A következmények alapján azonban láthatjuk, hogy a magyarországi lakossági devizahitelezés egyben esettanulmánynak is tekinthető arra vonatkozóan, hogy a lakossági hitelezés rendszerkockázati szintű kudarchoz vezethet, ha a piaci önszabályozás nem működik.

2. Kizárólag volumenalapú, gyors növekedési tervek

A háztartási hitelpiacon jelentős strukturális változásokat figyelhettünk meg az elmúlt két évtized során. Magyarországon a rendszerváltást követően, egészen az 1990-es évek végéig a bankok a nagyvállalati hitelezést tekintették fő piacuknak. A háztartási hitelpiacot gyenge hitelkínálat és nagyon alacsony szintű verseny jellemezte. A háztartási hitelkínálat és ennek kapcsán a hitelállomány nagyon alacsony bázisról az 1998–1999-es időszaktól kezdett növekedni. Ennek egyik oka az volt, hogy a nagyvállalati piac telítődésével, az elérhető jövedelmezőség csökkenésével a bankok a kockázatosabb, nagyobb tőkeigényű, de várakozásaik szerint magasabb jövedelmezőséget biztosító háztartási szolgáltatások felé fordultak. A háztartási hitelezés magasabb infrastrukturális (fiókhálózat, IT, személyzet, stb.) költségei miatt a megtérülés érdekében a bankokra egyfajta *volumennövelési kényszer* nehezedett, amely a kínálati verseny gyors erősödésével járt.

³ Ez azért is érdekes, mert a hitelintézeti szektor hagyományosan egy erősen szabályozott iparág. A konkrét hazai esetben a devizaalapú jelzáloghitelek többletkockázatait az állományok felépülésekor a prudenciális szabályozás nem vette figyelembe, a támogatott hitelekkel megegyező – alacsony – kockázatúnak tekintette ezeket is. Ezenkívül semmilyen, a jelenséget korlátozó fogyasztóvédelmi szabály sem volt érvényben.

A volumennövelési kényszer nagyon nagy volt Magyarországon, mivel a hitelezés nagyon alacsony bázisról indult, és a méretgazdaságossági szint eléréséhez jelentős bővülésre volt szükség. Ezzel egyidejűleg a fejlett országokban (az anyabankok piacain) is jelentős háztartási hitelbővülés történt, amely egyfajta viszonyítási alapot szolgáltatott a leánybankok bővüléséhez. Az EU-csatlakozás is eufóriát váltott ki, a pénz szinte nem is számított a külföldi befektetőknek a közép-kelet-európai pénzügyi szférába történő beruházásainál. Igen magas növekedési kilátásokkal árazták a pénzintézeteket, ennek aztán a helyi menedzsmentnek meg kellett felelnie.

Az egyik fő problémát az jelentette, hogy csak a rövid távú volumennövelési célok jelentek meg a banki vezetők teljesítménykiírásaiban, a termékek kockázati szempontjait (kockázati költségeket) nem vették figyelembe (1. ismerv).

A banki vezetők teljesítményét általában a versenytársakhoz mérték, így a laza hitelezési feltételek széleskörű elterjedését erősítette a pénzügyi szektorban tapasztalható racionális, ún. „nyájhatás”. Ha egy banki vezető óvatosabb volt, lemaradt a piacrészesedésért folytatott versenyben, s ez már rövid távon az állásába került, így a hosszabb távú kockázati szempontok figyelembevételében nem volt érdekelt.⁴ Mivel a felsővezetői ösztönzőrendszerek üzleti titoknak számítottak a devizahitelezés felfutása idején, ezért ezt nem lehet dokumentálni, ám a fenti jelenség mégis köztudott volt a piacon. Jellemzően rövid távú ösztönzőkről volt szó, amelyek alapvetően csak volumenalapúak lehettek, hiszen a kockázatok csak évek múlva jelennek meg. Egyébként ez nem hazai sajátosság – az egész Európai Unió bankszektorára jellemzőek volt a csak rövid távú, volumenalapú felsővezetői teljesítménykiírások. Éppen a válság hatására vezették be uniós szinten a vezetői jutalmakra vonatkozó új, hosszabb távú ösztönzőket erősítő szabályozói követelményeket.

A lakáshitelek piacának fejlődését jelentősen felgyorsította az állami támogatású konstrukciók megjelenése és gyors térnyerése. Az állami támogatás 2003. évi szigorítását követően a bankok volumennövelési kényszerüket a devizaalapú jelzáloghitelezés kialakításával és erős kínálatával tudták fenntartani.⁵

A termékinnovációk mind a volumennövekedést szolgálták, amely a nemzetközi tendenciákat követve, Magyarországon is az alábbiakban ismertetett eszközökkel történt (Bethlendi, 2006). A fejlett országok lakossági eladósodásához képest a hazai eladósodás specifikuságát a devizahitelezés jelentette.⁶

4 Ezért a hazai tulajdonú bankok gyorsan belekényszerültek – piacvesztésük miatt – a devizaalapú termékek nyújtásába.

5 Ahogyan a bevezetőben említettük, az egész cikk a kínálati oldalra – a tágan értelmezett termékfejlesztésre – koncentrált. A (deviza)hitelfelfutásban természetesen más tényezők – makrogazdasági helyzet, monetáris politika –, illetve a keresleti oldal is fontos szerepet játszottak.

6 A fejlett országok közül az egyedi kivételt Ausztria jelentette, ahol szintén megjelent a lakossági devizahitelezés, mint ahogyan azt később említeni fogjuk. Bár Ausztriában a hatóságok fellépésének a következtében a jelenség terjedését sikerült korlátok közé szorítani.

*A hitelezők minden eszközzel oldották a lakosság likviditási korlátját, ami egyben jelentős subprime⁷ jellegű hitelezést is jelentett (2. ismértv.). (i) KKE-specifikusan: az alacsony kamatozású devizában nyújtott hitel jelentős mértékben képes volt oldani a háztartások likviditási korlátját; a bankok sokkal nagyobb összeget és több ügyfélnek voltak képesek kihelyezni. (ii) A kisebb pénzügyi megtakarítással rendelkező ügyfelek elérése magas hitel/hitelbiztosíték értékű termékekkel.⁸ (iii) Az ügyfél jövedelmi korlátjának oldása: a hitel lejáratának nyújtásával (30–35 évre), rugalmasabb törlesztési lehetőségekkel, illetve a kevésbé szigorú jövedelemvizsgálattal, vagy úgy, hogy gyakorlatilag teljesen eltekintettek a jövedelemvizsgálattól (*tisztán fedezetalapú hitelezés*). Ezen hiteljellemzők használatával az alacsonyabb, illetve volatilisabb jövedelmű rétegek is viszonylag nagy hitelösszegekhez juthatnak. (iv) Az évek során az értékesítés is egyre agresszívebbé vált. A hitelezési *felfutás csúcán az ügynöki értékesítés dübörgött.*⁹*

A fentiek eredményeként erősen kockázatalapú verseny jött létre, méghozzá a gyakorlatban *olyan ügyfélkör meghitelezésével, amelynek jelentős (a jövedelmi korlátok oldása miatt subprime jellegű) része forintban valószínűleg nem is, vagy csak sokkal kisebb hitelösszeghez juthatott volna. Magyarországon a devizahitelezés egyben subprime válsággá is vált. 2008-at megelőzően a kockázati verseny erősödését jól mutatja az LTV-arányok növekedése az új hiteleknél. A hitelezési túlfutás csúcspontján – 2007–2008 során – az új hitelek közel kétharmadánál az induló LTV-arány meghaladta a 70%-ot, ami már nagyon erősen subprime hitelezésre utal. Ezek a hitelek a svájci frank erősödésének időszakában azt okozták, hogy az adósok nettó lakásvagyonra negatívvá vált, vagyis a hiteltartozásuk sok esetben szignifikánsan meghaladja a fedezetül szolgáló ingatlan értékét.*

A devizahitelezés subprime jellegét (terméktulajdonság- és ügyfélszinten is) jól mutatja a forint- és devizakonstrukciók közötti hitel-nemteljesítésben materializálódott kockázatai különbsége. A forint támogatott lakáshitel kedvező kockázati jellemzőiben fontos szerepet játszott, hogy az államilag támogatott konstrukciót szigorú hitelezési feltételekkel (például alacsonyabb maximális LTV-arány) és konzervatív hitelcélal (lakásszerzés) nyújtották. A deviza-lakáshitelek esetében a hitelezési feltételek már lazábbak voltak, de a hitelcél még konzervatívnak volt tekinthető. A szabad felhasználású hitelek jelentős része pedig már teljesen subprime jellemzőkkel bírt (magas LTV, csak fedezet alapú hitelezés, stb.).

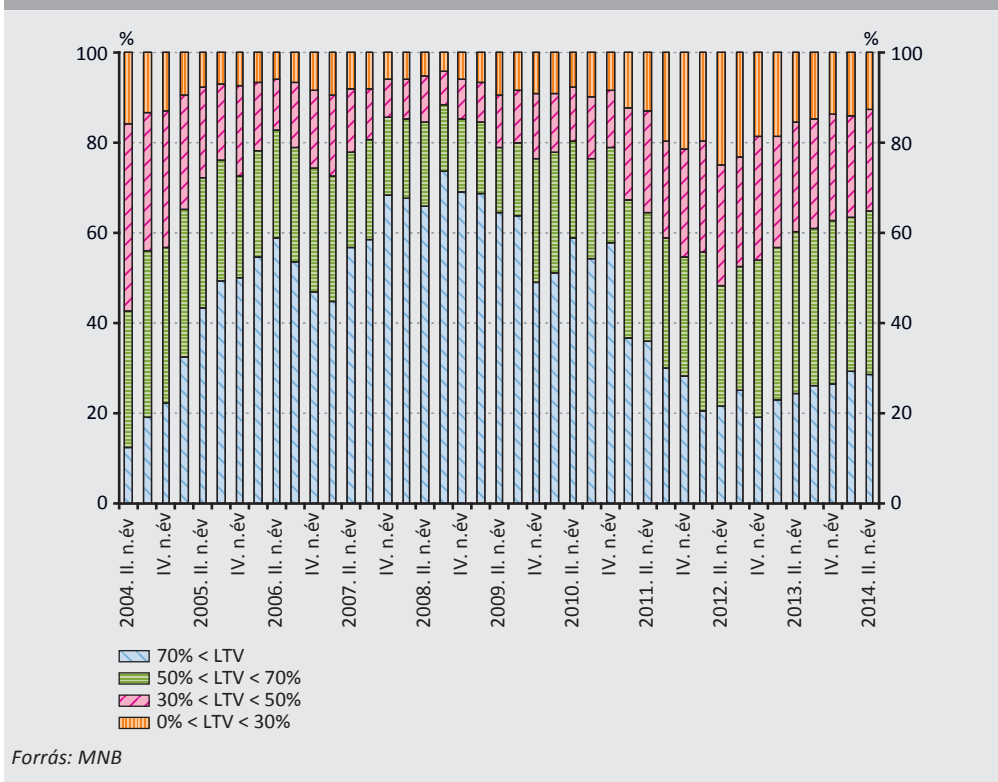
7 Az Egyesült Államokban használt kifejezés, a subprime, azaz másodrendű – kevésbé hitelképes – adósoknak nyújtott hitel, melynek nincs pontos definíciója, határa. A subprime jelzáloghitelek jellemzője a magas jövedelemarányos törlesztési teher és a magas LTV melletti hitelezés. A bedőlési valószínűségek ezen hiteleknél szignifikánsan magasabbak, mint a normális jelzáloghitelekénél.

8 Loan-to-value ratio – LTV; a hitelnek a fedezetül szolgáló ingatlan értékéhez viszonyított aránya.

9 Az ügynöki értékesítés szerepe a devizahitelezés nagy játékosainál meghatározó volt. Ehhez később még az alapvetően fióki értékesítésre építő bankok is csatlakoztak. Az ügynökök által összehozott portfóliók szinte minden hitelintézet esetén szignifikánsan magasabb hitelezési veszteséggel jártak a fiókban történt értékesítéshez képest. A közvetítőkön keresztül hitelek és a devizahitel két olyan jellemző, mely magasabb nemteljesítési valószínűséget okoz a közvetlen forint bankhitelekhez képest (Balás et al., 2015).

2. ábra

A háztartások új folyósítású bankrendszeri lakáshiteleinek LTV szerinti megbontása



A kockázatalapú verseny erősödésére, a hitelezés subprime jellegére az MNB Stabilitási jelentései és egyes szerzők is felhívták a figyelmet (például Király *et al.*, 2008).

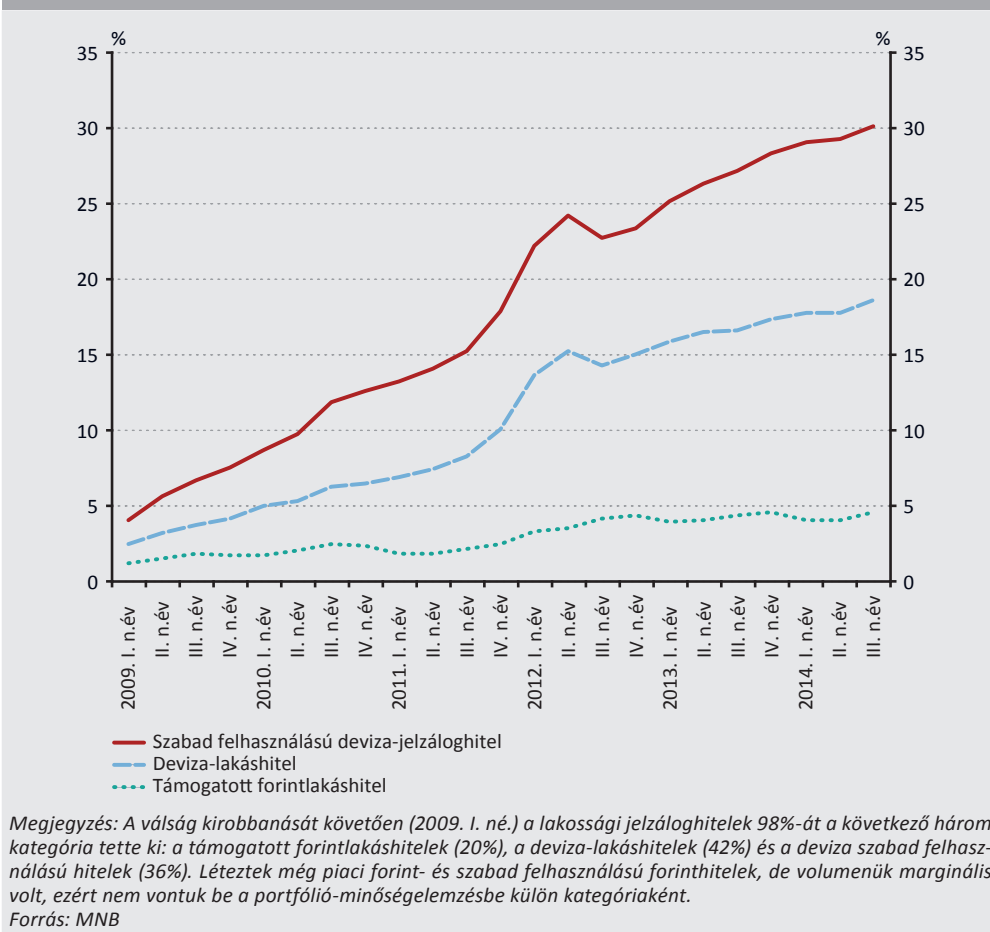
A hitelcélok széles körű bővítése is az állomány bővülését szolgálta (3. ismerv).

A termékfejlesztések a klasszikus jelzálog-hitelcélokon túl (lakásépítés és -vásárlás) újakat hoztak létre: ilyen a befektetési célú lakásvásárlás, a hitelfelvétellel kombinált megtakarítási lehetőségek (lásd később az ún. kombi hiteleket), ingatlanfedezet mellett nyújtott fogyasztási hitel. Ezeket összefoglalóan szabad felhasználású jelzáloghiteleknek hívták, amelyek egy idő után már a hitelállomány-növekedés motorját adták.

A többletkockázatoknak az ügyfelekre hártása csak rövid távon lehet sikeres, hosszú távon a hitelkockázatok szignifikáns növekedésével jár (4. ismerv).

A hitelezési korlátok feloldása és a hitelcélok bővítése mind a kockázatok növekedésének irányába hatott. Ezeket azonban a hitelezők már nem vállalták magukra. A termékek össze-

3. ábra
A háztartási nemteljesítő hitelarány fő termékcsopontonként

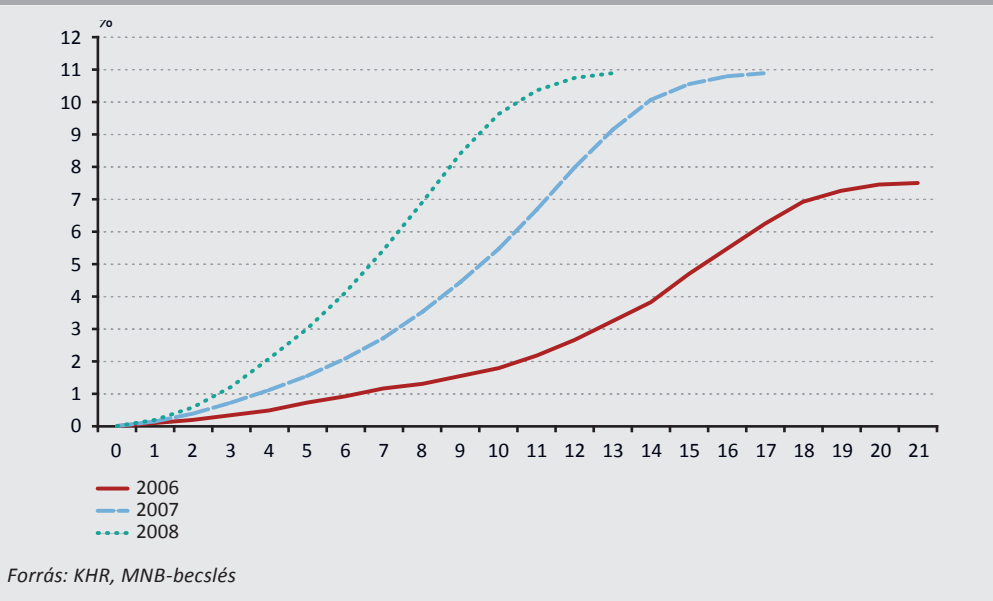


állításakor, illetve a refinanszírozás módjának megválasztásakor kockázataikat igyekeztek elsősorban az ügyfeleikre hárítani. Ezt a kérdést részletesen tárgyalja a következő fejezet.

A devizaalapú jelzáloghiteleket rendkívüli változatosság jellemezte. A bankok sokat változtattak a termékjellemzőkön az évek során; ennek eredményeként nemcsak bankonként, hanem egy bankon belül az egyes folyósítási „évjáratok” is jelentős kockázati eltérést mutatnak. *A kockázati verseny eredményeként az egyes hitelezési évjáratok kockázati jellemzői folyamatosan romlottak.* Az időben sokat változó termékjellemzők ugyanakkor jelentősen megnehezítették és bonyolultabbá tették a devizahitelezéses probléma utólagos rendezését.

4. ábra

A nemteljesítő hitelek aránya a különböző időszakokban felvett háztartási devizajelzáloghiteleknél



3. A termékkockázatok áthárítása az ügyfelekre

A legtipikusabb devizajelzáloghitel-termék svájcifrank-alapú, a bank által egyoldalúan változtatható kamatozású volt. A hitelek döntően annuitásos jellegűek voltak, maximális futamidejük pedig meghaladta a 20 évet.

Egy hiteltermék kamatlábát, árazását a következő elemek alkotják. A jövőbeli értékük körüli bizonytalanság egyben kockázati típust is jelent (a kamatkockázat összetevői): (i) A banki forrásszerzés (refinanszírozási) költsége; (ii) a hitelkockázati költség: a bank hitelezési veszteségét hivatott fedezni; (iii) a működésiköltség-rész, amely a bank működésének költségeit ragadja meg; (iv) a profitrés, amely egyfajta maradványként is felfogható.

Mivel a vizsgált termék esetében az árfolyamkockázatot teljes mértékben az ügyfél viseli, így a termék árazásában ez nem jelenik meg.

A fenti négy elem határozza meg az ügyleti kamatlábat.¹⁰ Egy hosszú lejáratú ügyletnél ezen tényezők nehezen becsülhetőek, nagy a várt értékük körüli bizonytalanság (kockázat). A devizahiteleknél ezt a bizonytalanságot tovább növelték az alkalmazott banki refinanszírozási technikák, illetve a folyamatosan enyhülő hitelezési standardok.

3.1. Árfolyamkockázat

A devizahiteleknél az árfolyamkockázatot teljes egészében a hitelfelvevő viseli. A termékek kialakításánál olyan deviza választása volt a cél, amely a legkisebb rövid lejáratú kamatozással járt, ezáltal a legkisebb kezdő törlesztőrészletet eredményezte egy adott hitelösszeg mellett. Így alkalmas volt a lakosság nagyon széles (subprime jellegű körének is) a meghitelezésére. A svájcifrank-alapú hitelezés Ausztriából indult ki, és az osztrák bankokon keresztül jelent meg először Magyarországon, amit a már említett, felfokozott piaci versenyhelyzetben a többi piaci szereplő is gyorsan bevezetett (*Bethlendi, 2011*).

*A svájci frank használata – a rövid távú kamatelőny ellenére – sokkal kockázatosabbnak bizonyult egy euróalapú hitelezéshez képest (5. ismértv): (i) a forint árfolyam-politikája az euróhoz kötődik, az euró-svájci frank keresztárfolyamra semmilyen ráhatással sincs. (ii) A svájci frank jól ismert menekülő deviza, tehát a korábbi évtizedek tapasztalatai alapján egy nemzetközi gazdasági válság esetén az erősödésére lehet számítani; (iii) az ún. carry trade-del¹¹ kapcsolatos irodalomban egyértelműen megjelenik, hogy a magas kamatozású devizák gyakran hosszú felértékelődési periódusokon mennek keresztül, amelyeket hirtelen nagy gyengülések szakítanak meg. Egy hosszú lejáratú hitel esetén ez azt jelenti, hogy az alacsony kamatozású, „kemény” devizában eladósodó személy nagyon nagy valószínűséggel akkora árfolyamvesztést fog elszenvedni, amely az összes addig keletkezett kamatnyereségét felemészti (*Kisgergely, 2010*).*

Az euróhitelezés is megjelent, a hitelintézetek kínálatában azonban a svájcifrank-termékek játszottak kiemelt szerepet. Az árfolyamkockázat kezelésére két részleges lehetőséget kínáltak a bankok az ügyfeleknek, de ezek a folyósításoknak csak kis részéhez kötődtek. Az egyik módszer az volt, hogy az árfolyamváltozás hatása nem a havi törlesztőrészletben jelenik meg, hanem a hitel hátralévő futamidejének módosulásában. A másik pedig az, hogy az árfolyamkockázattal szemben – többnyire csak az első két évre – a bank biztosította, hogy ha az árfolyam egy előre meghatározott sávon kívülre kerül, a bank a sávszéli árfolyamot fogja alkalmazni a törlesztőrészlet számítása során.

2007-ben a kockázati verseny további erősödését, a hitelezési túlfűtöttségét mutatta a svájci franknál is magasabb árfolyamkockázatú, de alacsonyabb kamatozású (ezáltal alacso-

¹⁰ A költségek, díjak egy része megjelenhet csak folyósításkor, vagy havi fix összegként. Ugyanakkor ezek kamatként is kifejezhetők, ami a THM-számítás megközelítésének a módja.

¹¹ A carry trade egy jól definiált devizapiaci kereskedési stratégiát jelent: a befektető hitelt vesz fel alacsony kamatozású devizákban, és magas kamatozású devizákba fektet.

nyabb induló törlesztőrészletű), japánjen-alapú vagy erre átváltható hitelek megjelenése.¹² A japánjen-termékek végül csak három nagybank termékpalettájában jelentek meg, bár ebben az időszakban az új folyósításoknak a 10%-át is elérték. A Felügyelet a svájcifrank-hitelekkel ellentétben ebben az esetben (az erőteljes MNB-nyomásnak köszönhetően) már lépett, és 2008 májusától a jenalapú hitelek tőkekövetelményét lényegesen megemelte.¹³ A felügyeleti fellépés és a válság együttes hatására 2008 folyamán a bankok leállították a japánjen-alapú termékek értékesítését.

Ahogy a bevezetőben említettük, a lakossági hitelezés zömét adó svájcifrank-hitelekkel szemben azonban semmilyen érdemi szabályozói, vagy hatósági lépés sem történt. A különböző hatóságok megosztottsága, intézményi hiányosságok eredőjeként csupán a kockázatok észlelésének dokumentálása történt és ez is inkább csak az MNB részéről (Bethlendi et al., 2014). Az üzleti oldal pedig – lásd például az Magyar Bankszövetség erre vonatkozó, „Bankszövetség: nem kell félni a devizaalapú konstrukcióktól” című közleményét (MTI, 2006) – az árfolyamkockázat nem túl magas jellegét kommunikálta.¹⁴

A devizahitelezés folyamatának teljes leállítása érdekében a 2010-ben felállt, új kormány adminisztratív eszközkhöz nyúlt. A Ptk. módosítása alapján¹⁵ – 2010. augusztustól megtiltotta a devizaalapú kölcsönszerződések fedezeteként a magánszemélyek ingatlanára jelzálogjog alapítását. Ez a rendelkezés az árfolyamgát rendszerének és a kényszerértékesítési kvótáknak a bevezetésével¹⁶ ugyan hatályát veszítette 2011 júliusától, de a jelzálogalapú devizahitelezés már nem indult újra. Míg az árfolyamgát rendszere¹⁷ a még teljesíteni képes deviza-ingatlanhitelek fizetőképességének fenntartását szolgálja, addig a kényszerértékesítési kvóta¹⁸ bevezetése, valamint a 2012. január 1-jétől induló NET Zrt. programja¹⁹ a nemteljesítő lakáshitelek lakhatásának fenntartását kívánja biztosítani.

12 A jenalapú hitelek megjelenését egyértelműen az alacsonyabb nominális kamatszintnek lehetett tulajdonítani, amellyel az ügyfelek alacsonyabb törlesztőrészletet érthettek el, miközben a bankok kamatmarzsa sem csökkent. Korábban az euróhiteleket ugyanezen ok miatt szorították ki a svájcifrank-alapú hitelek. A japán jennek a forinttal szembeni árfolyama a svájci frankhoz és az euróhoz képest lényegesen nagyobb árfolyam-volatilitást mutatott. Ugyanis a japán és az európai gazdaságok fundamentumai között nincs szoros kapcsolat, valamint a japán jen a devizák közötti kamatkülönböztetésekre alapozott, ún. „carry trade” ügyletek egyik fontos finanszírozó devizája volt (MNB, 2008).

13 Az előírt többlettőke nagysága az érintett portfólió 1. pillér alatti tőkeigényletének 50–100%-a.

14 A 2006. januári közleményükben a következő állt: a „Bankszövetség szerint nemcsak a reálértelemben vett tartós forintgyengülést zárhatjuk ki a lehetséges jövőbeni forgatókönyvek közül, hanem a forint jelentős és tartós nominális gyengülését is”.

15 A 2010. évi XC. törvény 81. §-a alapján.

16 A devizakölcsönök törlesztési árfolyamának rögzítéséről és a lakóingatlanok kényszerértékesítésének rendjéről szóló 2011. évi LXXV. törvény alapján.

17 A tényleges és a rögzített (körülbelül az átlagos hitelfelvételkor) árfolyamon számolt törlesztőrészletek közötti különbséget az árfolyamrögzítés időszakában ún. gyűjtőszámlahitelként tartják nyilván a hitelintézetek. A havi törlesztőrészlet kamattartamának a fix árfolyam feletti részét 50–50%-ban megosztva az állam és a bank fizeti. A rögzített árfolyamon történő törlesztés maximálisan 5 év lehet.

18 A nemfizető lakáshitelek ingatlanjai kényszerértékesítési darabszámának negyedéves maximalizálását jelenti.

19 A Nemzeti Eszközkezelő Zrt. (NET) feladata azoknak a szociálisan rászorult hiteladósoknak a megsegítése, akiknek jelzáloghitelük van, de fizetési kötelezettségeiknek tartósan nem tudnak eleget tenni. A NET bizonyos feltételek fennállása esetén ezen adósok lakóingatlanát megvásárolja, biztosítva egyúttal, hogy az adós bérlőként a lakásban maradhasson.

A meglévő állományok jelentős rendszerkockázatot jelentettek, az ország sérülékenységéhez nagymértékben hozzájárultak és a gazdaságpolitika mozgásterét beszűkítették. Az állományok a hosszú futamidő és a forint leértékelődése következtében csak nagyon lassan futottak volna ki, hosszú ideig fenntartva az előbbi kockázatot.

A lakossági devizahitelek forintosításának az ötlete először 2011-ben merült fel (lásd például *Barta et al. (2011)* javaslatát). Ugyanakkor az ország akkori gazdasági helyzete és befektetői megítélése miatt ez akkor kockázatos lépésnek tűnt (EU-túlzottdeficit-eljárás alatt állt az ország, leminősítették befektetésre nem javasolt adóskategóriába, zajlott az euró-zóna-periféria válsága). Mivel 2011-ben a potenciálisan érintett állományok is jelentősebbek voltak, annak érdekében, hogy a forintosított hitelek törlesztőrésze ne emelkedjen (akkor mintegy 4%-ponttal magasabbak voltak a hozamok, illetve a jegybanki alapkamat, mint 2014-ben), a futamidő-hosszabbítás mellett elkerülhetetlen lett volna valamennyi költségvetési kamattámogatás bevezetése. Az akkori költségvetési helyzet ugyanakkor nagyon korlátozott volt. A forintosításhoz a forrást – tartalékjának terhére – az MNB-nek kellett volna biztosítania. Az említett gazdasági környezetben a tartalék nagyságának szintje egyrészt alacsonyabb volt, másrészt a külföldi befektetők általi megítélése is hangsúlyosabb volt, mint 2014-ben.

Az állományok leépítése érdekében 2011–2012 fordulóján – a fentiek miatt – a devizaadósok szűkebb körét célzó lépés született: a deviza-jelzáloghiteladósoknak lehetősége nyílt a kedvezményes árfolyamon történő végtörlesztésre.²⁰ Ennek során a jelzálogfedezetű devizahitel-állomány közel negyedét – 1355 milliárd forintot – végtörlesztették. A kedvezményes árfolyam és a piaci hitel közötti árfolyam-különbséget a hitelező pénzintézeteknek kellett állniuk (*PSZÁF, 2012*). Így a válság hatására bekövetkezett árfolyamvesztés egy részét a kormányzat az adósoktól visszaterelte a hitelezőkre. A végtörlesztés mellett a lakossági devizahitel-állomány továbbra is jelentős maradt.

Annak érdekében, hogy a lakhatást a jövőben ne veszélyeztesse rendszerszinten az árfolyamkockázat, illetve a devizahitel-állományok szignifikánsan csökkenjenek, a kormány 2014 novemberében döntött a deviza-jelzáloghitelek piaci árfolyamon történő forintosításáról.²¹ A forintosításhoz szükséges, közel 9 milliárd euró devizaforrást az MNB 2014 év végén el is adta a hazai a bankszektorban, a hitelintézetek pedig forintra konvertálták a devizaadósok hiteleit. Az erről szóló értesítést a fogyasztók a későbbi ismertetésre kerülő, ún. elszámolással együtt 2015 márciusától kapják meg. Az MNB ezzel biztosította, hogy a lakossági devizahitelek kivezetése gyorsan, a pénzügyi rendszer stabilitásának megőrzése mellett és a forint árfolyamára gyakorolt érdemi hatás nélkül menjen végbe. 2015. január 15-én a svájci jegybank elengedte az euróval szembeni árfolyamküszöbét, vagyis hagyta, hogy elszabaduljon a felértékelő erő a piacon; ennek következtében a forint közel 20%-al

20 Az otthonvédelemmel összefüggő egyes törvények módosításáról a 2011. évi CXXI. törvény alapján.

21 Az egyes fogyasztói kölcsönszerződések devizanemének módosulásával és a kamatszabályokkal kapcsolatos kérdések rendezéséről szóló 2014. évi LXXVII. törvény alapján a forintosítás nem kötelező, a fogyasztók kezdeményezhetik a forintra átváltás alkalmazásának mellőzését bizonyos feltételek fennállása esetén.

gyengült a svájci frankkal szemben. A forintosítás következtében a hazai jelzáloghitel-adósok mentesültek ettől a negatív árfolyam-elmozdulástól. Ezt követően már a Bankszövetség is elismerte, hogy helyes döntés az árfolyamkockázat kivezetése a lakossági jelzáloghitelezési piacról (MTI, 2015).

2015 elején – a később bemutatásra kerülő elszámolási jogszabályokat hatását is figyelembe véve – nagyságrendileg 3300 milliárd forinttal csökken a lakossági devizahitel-állomány. Így várhatóan 2015 közepére a devizahitelek állománya 500 milliárd forint alá, a teljes lakossági hitelállományon belül pedig 8% alá csökken, tehát a devizahiteleket gyakorlatilag kivezetik.²² A forintosítással egyidejűleg pedig a később ismertetésre kerülő, tisztességes árazásra való áttérés is meg fog valósulni.

3.2. Forrásbevonás kockázata, tisztességtelen árazási feltételek

A kamatmeghatározás módja sem a fix, sem a változó kamatozással tisztán nem volt jellemezhető, ezért használjuk a bank által egyoldalúan változtatható kamatozás kifejezését.²³ Ez egy fontos termékjellemző volt, mert a tisztességtelen, egyoldalú kamatemelés lehetőségét hordozta magában (6. ismerv).

A deviza-jelzáloghiteleket kétfajta kamatozással értékesítették. Az egyik az volt, hogy egy fix kamatlábat határoztak meg. A kölcsönszerződés értelmében azonban a fix kamatláb megváltoztatására tág lehetősége adódott a bankoknak. A másik termék indexált jellegű volt. A bankok valamilyen pénzüpiaci benchmarkhozam (3, 6 vagy 12 hónapos EURIBOR/CHF-LIBOR) felett alkalmaztak egy marzsot. A pénzüpiaci helyzet függvényében a termék rögtön átárazódott. Ugyanakkor a bankoknak tág lehetősége volt a marzs megváltoztatására is. A fentiek miatt használjuk a bank által egyoldalúan változtatható kamatozás kifejezését. A szerződéskötéskor meghatározott teljeshitelidj-mutató (THM) így összehasonlíthatatlanná vált, hisz az árajánlat maximum csak az első évre szólt, míg a hitel futamideje általában 15-20 év volt. A gyakorlat nem volt transzparens, a fogyasztó nem láthatta át, hogy a bank által kezdeményezett átárazást a valós költségeinek változása vagy profitnövelési szándékok okozták.

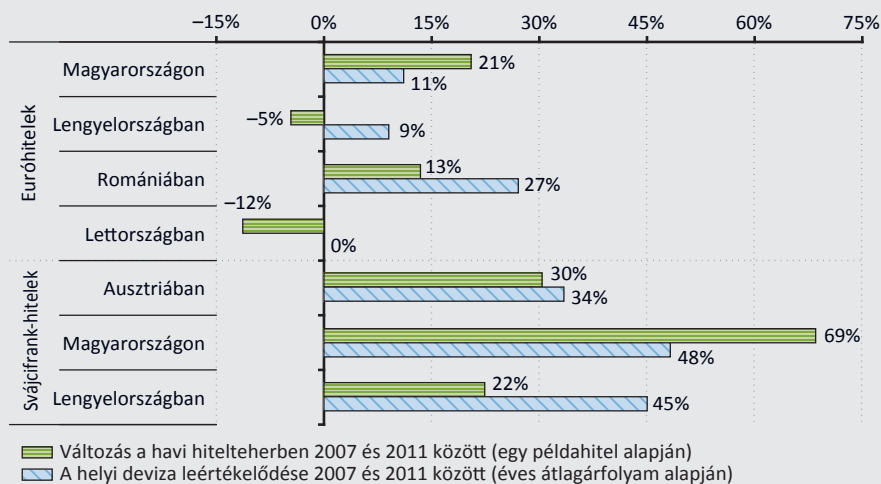
A lakossági devizahitelezés nem volt egyedülálló jelenség a régióban. Ugyanakkor a termékjellemzők tekintetében fogyasztói szempontból jelentős különbséget találunk. Lengyelországban, Romániában és a Baltikumban a hitelek jelentős része valóban változó kamatozású devizahitel volt. Ezeket gyakorlatilag ugyanazok a bankcsoportok nyújtották, amelyek Magyarországon is jelen vannak. Kiemelendő ugyanakkor, hogy vélhetően az

²² A fennmaradó devizahitelek döntően autó- és részben személyi hitelek lesznek, amelyeknek az átlagos futamideje már alacsony, így ez a portfólió is gyorsan ki fog futni.

²³ A lakossági devizahitelezés problematikájával foglalkozó országgyűlési, ún. Papcsák-jelentés is ezt a kifejezést használja (OGY, 2012).

5. ábra

Egy átlagos lakáshitel törlesztőrészletének, illetve a helyi devizák árfolyamának a változása 2007 és 2011 között



Forrás: Szigel (2012), MNB

ottani hatóságok erélyesebb fellépésének a következtében a transzparencia és egyben a tisztességes átárzás az ottani szerződésekben sokkal jobban megvalósult. A hitelek valóban indexált kamatozásúak, azaz egy meghatározott pénzügyi hozamhoz kötött tartalmazznak egy előre meghatározott, fix marzsot (például EURIBOR + 5 százalék). A banknak nem volt lehetősége a marzs ilyen mértékű, egyoldalú módosítására. Tehát az ugyanazon bankcsoporthoz tartozó, ottani bankok bevállalták az ügynevezett marzsokkockázat is. Amennyiben romlott az adott bank megítélése vagy az ország kockázati felár, azt nem tudták az ügyfélre terhelni (Bethlendi, 2009b). A fentiek miatt egyedül Magyarországon történt meg az, hogy az árfolyamsokk mellett kamatsokk is érte az adósokat, ami együtt a törlesztőrészletek szignifikáns emelkedésével járt. A devizaalapú jelzáloghiteleken alkalmazott kamatemelések mértéke átlagosan 2 százalékpont volt a válságot követően. Ezalatt a környező érintett országokban a kamatváltozás (csökkenés) jelentősen ellensúlyozni tudta a negatív árfolyamhatást, sőt bizonyos esetekben a törlesztőrészletek még csökkentek is.

A bankok alapvetően rövid és szintetikus forrásból refinanszírozták hosszú lejáratú deviza-jelzáloghitelezésüket. Ez a technika nem elhanyagolható megújítási kockázattal járt, amely elsősorban költségként realizálódott az ügyfelek számára (7. ismerv).

A magyar bankrendszer a svájcifrank-hitelezéshez szükséges svájcifrank-forrást nem tradicionális módon – svájcifrank-devizabetét gyűjtéséből, illetve hosszú lejáratú devizakötvény-kibocsátásból – vonta be, hanem a mérlegén belül forint- vagy euróbetétekből finanszírozta meg. Az ebből adódó, mérlegen belüli nyitott devizapozíciót a bankok jellemzően

külföldiekkel kötött, mérlegen kívüli (származtatott) ügyletekkel fedezik.²⁴ Ennek elsősorban két típusát használják: rövid lejáratú FX-swapot és a hosszabb lejáratú cross-currency basis swapot (CBS). Mindkét derivatíva lényege, hogy döntően külföldiekkel kötött ügyletek keretében devizahitelt vesznek fel a hazai bankok és ezzel egy időben forinthitelt nyújtanak az ügyfeleknek, majd egy későbbi időpontban visszacserélik ezeket a pénzeket. Itt kiemelendő, hogy a tradicionális megoldás – például CHF-kötvény kibocsátása – rövid távon magasabb költséggel járt volna, de a stabil refinanszírozási struktúra hosszabb távon előnyösebb lett volna.

Mivel a hazai bankszektor jelentős devizahitelezést produkált, erősen rá volt utalva a bemutatott finanszírozási technikára. A 2008 szeptemberében Magyarországot is elérő pénzügyi sokk következtében azonban a hazai bankok nem vagy csak nagyon drágán tudták megújítani derivatív pozícióikat. Ezen a helyzeten csak az MNB és a külföldi jegybankok összehangolt akciója tudott segíteni.

A fentiek bemutatott refinanszírozási költség-kockázatot jelentős mértékben az adósok viselték, *ráadásul aszimmetrikusan: a csökkenő refinanszírozási, országkockázati és bankkockázati prémiumok nem vonták maguk után az ügyfélköltségek automatikus csökkenését.*²⁵

2008 során még jelentős devizahitel-folyósítás történt. 2008 végén, 2009 elején a meglévő állományok kamatát megemelték. A megugró törlesztőrészek tömeges problémájára adott válaszul a deviza-jelzáloghitel 2004-es indulásához képest meglehetősen későn – a nagy állományok felépülését követően –, csak 2009 októberében jelent meg a piac első önszabályozása, az ún. magatartási kódex²⁶. A kódex preambuluma kimondja a transzparencia (a lakossági hitelyújtás körében fokozottan érvényesítik a közérthetőséget és átláthatóságot, a szükséges információk hozzáférhetőségét) és a szimmetria elvét. Ugyanakkor a kódex egy igen hosszú listában sorolja fel azokat az okokat, amelyek miatt a kódexhez csatlakozó pénzintézetek kamatot emelhetnek. Így valójában a kódex intézményesített formában meghagyta a hitelezők tág mozgásterét a kamatemelésre, illetve a szimmetria elve sem tudott érvényesülni, mert az esetek jelentős részében a hitelező mindig talált olyan okot a hosszú listából, amely miatt nem érvényesítette a kamatcsökkentést.

A hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról szóló törvény (Hpt.) 2010. január 1-jétől hatályos módosításai gyakorlatilag törvényi erőre emelték a magatartási kódex előírásait.

24 Tipikusan két ügylettel: HUF-EUR és EUR-CHF. Ha az anyabanktól devizaforrást vontak be, az tipikusan euró volt, s ebben az esetben csak egy CBS-t kell kötniük.

25 A CBS-ügyletek költsége a válság előtti éves 15 bázispont (0,15 százalékpont) értékről a válság alatt 250-300 bázispontra növekedett. Ugyanakkor a svájci pénzügyi kamatláb megközelítőleg ugyanilyen mértékben csökkent. A hazai banki marzsra nézve a két hatás átlagosan közel kiegyenlítette egymást. Ennek ellenére a bankok – az emelkedő forrásköltségekre hivatkozva – megemelték a hitelek kamatait. 2009 második negyedévében aztán a derivatív költségek már jelentős csökkenésnek indultak. Összességében az elérhető piaci adatok és árjegyzések alapján 2009 nyarán a hazai bankok átlagos refinanszírozási költsége már a válság előtti szint alá került. A THM-szintek ugyanakkor nem csökkentek, sőt a 2008 nyara előtti hitelek esetén a THM átlagosan 1 százalékponttal emelkedett (Bethlendi, 2009).

26 Magatartási kódex a lakosság részére hitelt nyújtó pénzügyi szervezeteknek az ügyfelekkel szembeni tisztességes magatartásáról.

A törvény minden fogyasztóval kötött hitel-, kölcsön- és pénzügyilízing-szerződés esetében előírta az egyoldalú szerződésmódosításra vonatkozó szabályokat. Ezentúl fel kellett sorolni az általános szerződési feltételekben a fogyasztó számára kedvezőtlen, egyoldalú kamatemelés okait. A díjakat és költségeket pedig csak a KSH éves fogyasztói árindexével lehetett emelni, illetve a szerződések nem módosíthatóak új díj, illetve költségek bevezetésével. A törvénymódosítás azonban nem szüntette meg a magatartási kódexnél jelzett problémákat, a hitelezők tág mozgástere a kamatemelésre megmaradt, de ezentúl ezt jobban kellett dokumentálniuk. A Hpt. 2010. november 27-étől hatályos változata a fogyasztóval kötött lakáscélú hitel és kölcsönszerződés vagy pénzügyilízing-szerződés esetében szűkítette az okok listájának körét.

Azt a gyakorlatot, amely a bankok marzskockázatát tisztességtelenül áthárítja a fogyasztókra, a jelzáloghitelek esetében a Hpt. 2012. április 1-től hatályos változtatása szűkítette, de nem szüntette meg teljesen. Az ezen túl folyósított, vagy újraserződött hiteleket már csak fix kamatozással, vagy a törvényben nevesített referencia-kamatlábakhoz kötődő, fix kamatfelárral lehetett nyújtani. Ugyanakkor a fix kamat és a kamatfelár átárazásának a szabályai önmagában még nem garantálták az ügyfelek számára az átláthatóságot és az arányosságot.²⁷ A kamaton felül rendszeresen fizetendő díjat és költséget pedig csak az éves infláció mértékével lehetett emelni. A nem jelzálog típusú hitelekre azonban a 2010. január 1-ji előírások maradtak érvényben.

A meglévő állományok és az öt éven belül megszűnt szerződések esetében az egyoldalú kamatemeléseket tisztességtelennek lehet tekinteni minden hitel esetében (a forintalapú és fogyasztási hiteleknel²⁸ is) – a Kúria 2014-es jogegységi döntése²⁹ alapján 2014 júliusában hatályba lépő törvény³⁰ szerint –, ha az adós számára nem világos és transzparens, hogy az egyes körülmények változása milyen mértékben hat ki az adós fizetési kötelezettségeire. Ez a törvényi vélelem minden 2014. július 26-ig nyújtott devizaalapú hitelre kiterjedt. A forintalapú és a devizában folyósított és törlesztett hitelek esetén pedig a 2010. november 27-e előtti általános szerződési feltételek esetén él a törvényi tisztességtelenségi vélelem.³¹ A vélelem ellen a bankok bírósághoz fordultak. A jelen cikk írásakor a perek még nem zárultak le teljesen, azonban azok döntő részét első- és másodfokon már elvesztették

27 A referenciakamatozású hitelnél csak két esetben engedte meg a szabályozás a kamatfelár változtatását (nemteljesítés; lakásbiztosítás nem fizetése), de itt is kiemelendő, hogy a törvény a feltételek változásának a felárakra gyakorolt hatását a pénzügyi intézmény belső szabályzatára bízta, így nem garantálja annak átláthatóságát az ügyfél számára való. Ugyanakkor a fix kamatozású hiteleknel fennmaradt a 275/2010. Korm. rendelet, amely széles körben biztosít egyoldalú emelésre lehetőséget a kamatperiódus lejártával (piaci környezet, hitelkockázat, jogszabályi környezet változása).

28 Kivéve a hitelkártya-, folyószámla- és az államilag támogatott lakáshiteleket.

29 2/2014. számú PJE-határozat. Az egyoldalú szerződésmódosítást lehetővé tevő szerződéses rendelkezés akkor tisztességtelen, ha az nem felel meg a következő hét elvnek: egyértelmű és érthető megfogalmazás; tételek meghatározás; objektivitás; ténylegesség és arányosság; átláthatóság; felmondhatóság; szimmetria.

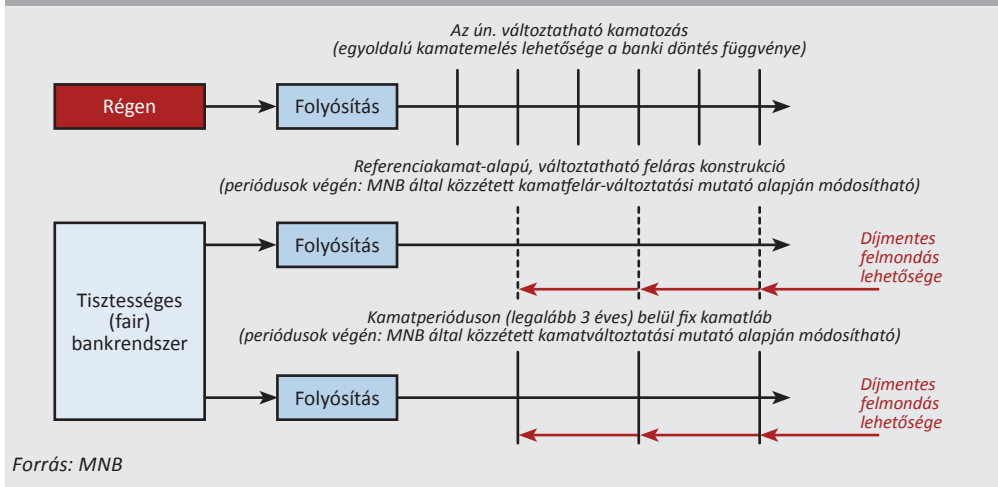
30 A Kúriának a pénzügyi intézmények fogyasztói kölcsönszerződéseire vonatkozó jogegységi határozatával kapcsolatos egyes kérdések rendezéséről szóló 2014. évi XXXVIII. törvény.

31 Az ezt követő időszakra vonatkozóan az MNB közérdekű pert indíthat a tisztességtelenség kimondása érdekében. A hitelezők 2010-től feltételezhetően bizonyos esetekben megvalósították a tisztességes árazás feltételeit.

a pénzintézetek. A tisztességtelen kamatemelésből (és a később bemutatandó árfolyamrés alkalmazásából) származó pénzügyi előnyt a hitelintézetek a 2014. évi XXXVIII. törvény alapján kötelesek tőketörlesztésként értelmezni és az adósok részére visszafizetni, vagy annak a mértékével a meglévő adósságot csökkenteni. Ezt nevezzük röviden elszámolásnak.³²

A meglévő hitelek széles körére a tisztességtelenség várhatóan jogerősen megállapításra kerül; ez maga után vonja ezen szerződések előrettekintő rendezésének a szükségességét. Ennek érdekében az országgyűlés elfogadta a 2014. évi LXXVIII. törvényt, amely a fogyasztónak nyújtott hitelről szóló 2009. évi CLXII. törvény és egyes kapcsolódó törvények módosításáról szólott annak érdekében, hogy a tisztességes árazás követelményei minden háztartási hitelterméknél megvalósuljanak. *A tisztességes árazásra való áttérés 2015. februárjától fog megvalósulni mind az új folyósítási, mind a meglévő állományok tekintetében.* A törvény értelmében az egyoldalú kamat-, költség- és díjemelések lehetősége nagyban leszűkül, és csak objektíven mérhető okokból és transzparensten következhet be. Amennyiben a kamatfelár mértéke az újabb kamatperiódusban a fogyasztóra hátrányosan változik, a fogyasztó a hitelszerződés költség- és díjmentes felmondására jogosult. Az alkalmazható díjak körét és maximális mértékét is korlátozzák. Ezen kívül sokat bővültek a fogyasztók tájékoztatásának javítását szolgáló szabályok is.

6. ábra
Áttérés a tisztességes árazási gyakorlatra



A túlzott növekedési hajszá miatt a hitelintézetek likviditási kockázata megnőtt, a hitel/betét arány felborult, aminek a hatása szintén megjelent a forrás-, ezáltal az ügyfélköltségekben (8. ismerv).

32 Az elszámolás részletszabályait MNB-rendeletek határozzák meg.

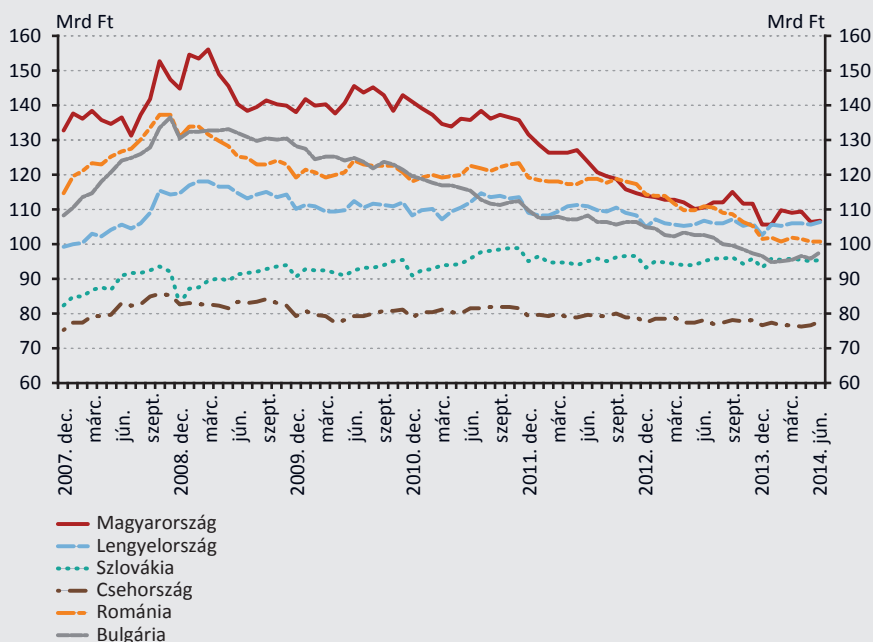
A túlzott növekedési hajszja következtében a hazai bankrendszer – zömében az anyabankokon keresztül – jelentős mértékben vont be külföldi forrást. Ennek eredményeként a hazai bankszektor nemzetközi mértékben is erősen ráutaltta vált a rövid devizaforrásokra, a hitel/betét arány a régió más országaihoz képest is nagyon megnőtt, messze eltávolodott az egészségesnek tekinthető, 100% körüli értéktől. Az olcsó külföldi források így növelték a kockázatvállalási hajlandóságot és táplálták a prociklikus hitelezést.

A hazai bankrendszerben – jelentős részben a devizahitelezés miatt – túlzott devizapozícióbeli lejáratú eltérés alakult ki. Ennek kezelése érdekében 2012 júliusában bevezetésre került az ún. devizafinanszírozás-megfelelési mutató (DMM). A mutató elsődleges célja az volt, hogy közelebb hozza a bankrendszer mérlegen belüli és mérlegen kívüli devizapozícióbeli lejáratú eltérését, ezzel is mérsékelve a bankrendszer és az ország külső sérülékenységét (Fáykiss, 2014).

Szintén a fenti tapasztalatok alapján – az előbbi likviditási cél mellett – az MNB 2014 tavaszán meghirdetett, a bankrendszerre vonatkozó programjában fontos célként jelölte meg, hogy a hazai bankrendszer hitel/betét mutatója ne térjen el tartósan és számottevően a 100%-tól (Nagy–Vonák, 2014).

7.ábra

A hitel/betét mutató alakulása nemzetközi összehasonlításban



Megjegyzés: a fentiek bankrendszeri átlagszámok, egyedi banki arányok nagy szóródást, jelentős kiugró értékeket mutatnak.

Forrás: MNB

3.3. Hitelkockázat

Már a konstrukció kialakításakor jól lehetett tudni, hogy ezen termékek hitelkockázata magasabb, mint a forinthiteleké. Erre már a deviza-jelzáloghitelezés megjelenésekor – 2004-ben – felhívta a figyelmet az MNB. A devizahitelek törlesztőrészelei a forinthitelekénél nagyobb mértékben és gyakrabban változhatnak a rövid átárazódási periódus és az árfolyamkockázat azonnali, fogyasztóra történő áthárítása miatt. A hazai háztartások védtelenek az ilyen változásokkal szemben, mivel nem rendelkeznek természetes fedezettel (svájcifrank-bevétellel, illetve -megtakarítással). A háztartásokra terhelt kockázatok hitelkockázattá transzformálódásának mértéke függ az adott kamat- és árfolyamváltozás mértékétől, illetve tartosságától. A fizetéseképtelenség esélye nagyobb azoknál a hitelekénél, ahol az adós hitelfelvételkor az aktuális kamat- és árfolyamszint alapján maximalizálja a felveendő hitelösszeget (MNB, 2004). A devizahitelekénél fellépő, magasabb hitelkockázatot a magasabb hitelkockázati marzsszal, az alacsonyabb LTV-aránnyal és szigorúbb jövedelemvizsgálattal lehet ellensúlyozni. A kezdeti devizahitelezési feltételek – ahogyan már említettük – gyorsan fellazultak, és a fenti kockázatokat csökkentő tényezők éppen az ellentétes irányba mozdultak el. Ezenkívül a jelentős volumenek és a fedezetek viszonylagos homogenitása miatt a fedezetértékesítési nehézség kockázata is szignifikánsan megnőtt.

Az LTV-arányok szabályozói maximalizálása csak 2010. január 1-jétől történt meg a 361/2009-es Kormányrendelet alapján. A rendelet egyben megtiltotta a tisztán fedezetalapú hitelezést. Ugyanakkor a jövedelemvizsgálatra csak általános elveket írt elő, ami a gyakorlatban tág mozgásteret hagyott ezen a téren a hitelezőknek. Az igazi megoldást – nemzetközi tapasztalatok alapján – a jövedelemarányos törlesztőrészlet maximalizálása jelenti. Ez az MNB-rendelete³³ által, 2015. január 1-jétől került bevezetésre, ami egyben szigorítja a 2010-es maximális LTV-szabályokat is. Ha önmagában csak ezt a szabályozást (hasonló paraméterek mellett) 2004-ben bevezetik, akkor a túlzott hitelezés, de leginkább annak a subprime jellege megelőzhető lett volna.

A fentiek mellett az ún. halasztott tőketörlesztésű termékek is megjelentek, amelyek további kockázatokat hordoztak. Ezeknek az egyik típusa azok a bizonyos tőketörlesztési türelmi idővel induló hitelek voltak, amelyeknél a türelmi időszakban csak a kamatot kellett a hitel után fizetni. A választható türelmi idő többnyire egy és öt év közötti volt. A másik türelmi idő konstrukciónak tekinthetőek a befektetéssel kombinált hitelek (kombi hitelek), amelyeknél az ügyfél a tőketörlesztésnek megfelelő összeget egy befektetési termékbe fektette be. A befektetés (hagyományos vegyes vagy unit-linked típusú életbiztosítás, lakás-takarékpénztár) a hitelhez volt kötve, és lejártakor a tőketörlesztésre kellett fordítani.

33 32/2014. (IX. 10.) MNB-rendelete.

Ezek az átmeneti fizetési könnyítést, illetve a halasztott tőkefizetést nyújtó konstrukciók kifejezetten magas kockázatúnak tekinthetőek, fölerősítették a normál jelzálog-hitelezés rizikófaktorait és újakat is létrehozak.³⁴

A Felügyelet 2013 márciusától – a jenalapú hitelekhez hasonlóan – lényegesen megemelte a kombi hitelek tőkekövetelményét, bár ebben az időszakban az ilyen típusú hitelek folyósítása már igen csekély mértékű volt, ezt követően értékesítésük gyakorlatilag megszűnt.³⁵

Az alkalmazott kockázatkezelési módszertanok és eredmények csak hamis biztonságot sugalltak, a kockázatok valós mérésére nem voltak alkalmasak (9. ismerv).

A 2000-es évek elején megjelentek a háztartási kockázatkezelésben is a kvantitatív módszertanok, amelyek az ügyfelek közötti differenciálást, illetve a bankok várható veszteségeinek becslését³⁶ próbálták szolgálani. A nem várt veszteségekre pedig a tőke volt hivatott fedezetet nyújtani. A bankok a modellek paramétereinek becsléséhez nem rendelkeztek saját tapasztalatokkal (adatokkal). Ráadásul, ahogy a fentiekben bemutattuk, az egyes folyósítási „évjáratok” hitelezési kockázatai is nagyban különböztek. A fejlett országok tapasztalatai pedig csak korlátozottan voltak relevánsak a hazai piacon annak jellemzői (például a devizahitelezés) miatt. Ráadásul az egyes paraméterek közötti korrelációk és nem lineáris kapcsolatok közötti mérés nem is nagyon próbálkoztak.³⁷ Az alkalmazott sokk-szenáriók utólag igen mérsékelt veszteséget mutattak.

A banki kockázatkezelés nemcsak a korábban említett rossz ösztönző rendszer miatt, hanem az alkalmazott módszertanok, termékjellemzők és a rendszerszintű kockázat kialakulása miatt is megbukott. Ugyanakkor ezt nagyon későn ismerték fel az érintettek, amit jól mutat, hogy például a Lehmann-eseményt megelőző, 2008. májusi „*Portfolio.hu Jelzáloghitelezés és Lakásfinanszírozás Magyarországon 2008*” elnevezésű konferencián az előadók csak a jelzáloghitelezés kockázatainak növekedéséről beszéltek, de igazi veszélyhelyzetről szinte senki sem nyilatkozott, sőt az amerikai subprime válsággal összevetve, még pozitívabbnak is tekintették a hazai helyzetet.³⁸

A fentiekben leírt kockázatok sajnos azóta mind materializálódtak. A prudens kockázatkezelés egyik alaptétele – nem a magas kockázat, hanem a nem mérhető kockázat jelenti a legnagyobb veszélyt – újból beigazolódott.

34 Nehezebbé válik a jövedelemalapú hitelezés; az eszközárkockázat növekszik, új kockázati elemekkel bővül (kombihiteleknél a fedezetek köre kiegészül pénzügyi instrumentumokkal).

35 A forintalapú hitellel kombinált lakástakarék-pénztári termékekre nem vonatkozik a többlettőke-előírás.

36 A nemfizetés valószínűségének (probability of default – PD), a nemteljesítéskori veszteségráta (loss given default – LGD) és a nemteljesítés időpontjában fennálló kockázati kitettséghez (exposure at default – EAD) szorzata adja ki a várható veszteséget.

37 Például az árfolyam–PD–LGD közötti kapcsolat vizsgálatával.

38 „A növekvő LTV-arány ellenére összességében még mindig konzervatív magyar szint...”, „jelentős eltérés a hitel/GDP szintjében...”, „lényegesen jobb magyar portfólióminőség...”, stb. hangzott el.

A kockázatok endogén jellege és a sok szereplő nagy volumenben történő, azonos viselkedésének következtében a devizahitelezés kiemelt makroprudenciális – rendszer – kockázattá vált.³⁹

Az ismertetett intézkedések – kiemelten az elszámolási, forintosítási és tisztességes bankolási szabályok – összességükben várhatóan jelentős pozitív hatást gyakorolnak az ügyfelekre és ezen keresztül a portfólióminőségre. A csökkenő és kevésbé volatilis törlesztőrészleteknek köszönhetően alacsonyabb nemteljesítési valószínűséggel lehet számolni a jövőben. A hitelkockázatokat érdemben tovább mérsékli a forintosítás miatt megszűnő árfolyamkockázat is. Ugyanakkor a már nemteljesítő adósoknál nem várható érdemi javulás, az ő esetükben ugyanis a túlfizetés a kamat- és díjhátralékokat csökkenti, így náluk azonos feltételek esetén kisebb arányban csökken a hitelállomány, mint a teljesítőknél. Mindent összevetve, a nemteljesítő állomány továbbra is jelentős maradhat. Ennek kezelésére további intézkedések szükségesek 2015 során; egyik fontos eszköz lehetne a nemteljesítő adósok problémájának átfogó kezelésére alkalmas magáncsőd intézményének hazai bevezetése, illetve a NET programjának kibővítése.

3.4. Költségkockázat

Korábban említettük, hogy a hazai hitelintézetek jelentős része mérethatékonysági problémákkal küzd a hazai lakossági hitelpiacon. Így az általános banki költségek, illetve az állományok alakulására érzékenyek a szereplők. A termékek általános szerződési feltételei lehetővé tették, hogy a hitelezők a költségeikre hivatkozva – az ügyfelek számára nem transzparens módon – megemelhessék a hitelezéshez kapcsolódó díjakat és költségeiket. 2008-at követően – az új folyósítások elmaradásával – a meglévő állományokon igyekeztek a relatíve növekvő költségeiket fedezni.

³⁹ A devizahitelezés kockázatait többségében ugyanis endogénnek tekinthetjük, azaz a pénzügyi rendszer, annak szereplői – hitelezők, felügyelet, közvetítők, szabályozók, stb. – maguk hozták létre őket, nem egy külső körülményre vezethetőek vissza. A mikroszinten egy időben fellépő endogén kockázatok azonban nem egyszerűen összeadódnak, főleg akkor nem, ha a szereplők hasonlóan viselkednek, hanem felerősítik egymást, ezáltal rendszerkockázattá válnak.

4. Kisebb tisztességtelenségek: árfolyamrész és a forintban felmerülő költségek

Az egyoldalú kamatemelés lehetősége mellett a termékek a profítcél érdekében egyéb tisztességtelen – utólag bíróság, illetve a törvény által megállapított – termékjellemzőkkel is éltek (10. ismértv).

A devizahitelek többségénél a bankok vételi és eladási árfolyamot használtak a hitelek folyósításakor és törlesztésekor. Az alkalmazott árfolyamrész mértéke (a középárfolyamtól vett eltérés) a bankokra volt bízva, mértéke általában (hét nagybank devizahitel-állományával súlyozva) a válság előtt 1,25% volt, amelyet 2008 után átlagosan 1,7%-ra emeltek. A bankoknak így a deviza-, illetve valutaváltáshoz hasonló profitabilitása származott a folyósításhoz és a törlesztéshez kapcsolódó fizetésekből. A jelzáloghitelek⁴⁰ esetében 2010. november 27-től a Hpt. megtiltotta az árfolyamrész használatát, és a pénzügyi intézményeknek vagy a maguk által megállapított és közzétett, saját deviza-középárfolyamukat, vagy az MNB által megállapított és közzétett hivatalos devizaárfolyamot kell használniuk.

2014-ben a Kúria a már említett, jogegységi döntése alapján tisztességtelennek és semmisnek nevezte az árfolyamrész alkalmazásának gyakorlatát. Az ennek az alapján született – már ismertetett – 2014. évi XXXVIII. számú törvény megtiltja az árfolyamrész további alkalmazását, és az egyoldalú kamatemeléssel azonos módon számítva, azzal egy időben utólag vissza kell ezeket téríteni az adósok részére. A jogszabályt a sajtóban a visszamenőleges jogalkotás kritikája érte. Enélkül azonban nem lehetett volna kezelni az e tárgyban folyamatban lévő, nagyszámú bírósági eljárást, valamint az e mögött meghúzódó társadalmi problémát. A másik ellenérv az volt, hogy az árfolyamrész a korabeli THM-számítás része volt. Ez azonban nem jelenti a jelenség jogi értelemben vett igazolását, és nem teszi tisztességgé az intézményt, csupán kezelni akarta a termék-összehasonlítás szempontjából. Attól még, hogy valamit kifejezetten nem tilt a jogalkotás, az még nem válik tisztességgé. Ezt utólagosan a bíróság hivatott eldönteni, és ez meg is történt 2014-ben a Kúria döntésével.

A devizahitelekhez különböző költségek és díjak is kapcsolódtak. Ezek jelentőse része⁴¹ a hitelintézetek számára forintban merült fel, az ügyfelektől mégis devizaalapon kérték el. Egyrészt így alkalmazni tudták rá az árfolyamrést, másrészt 2008-tól a forint a svájci

40 Kezdetben csak a lakáscélú hitelekre és pénzügyi lízingre terjedt ki, később bővítették ki minden jelzáloghitel-termékre.

41 Például a szerződéskötéssel, a levelezéssel, a kimutatások és igazolások előállításával, az ügyfelek látogatásával, a hitelmonitoringgal, a felmondással, a fedezet értékbecslésével és cseréjével, a szerződés módosításával, hitelfedezeti biztosítási szolgáltatással, továbbá a hitelszerződés ügyintézésével és a kapcsolódó hitelszámla lezárásával kapcsolatos díj és költség.

frankhoz képest jelentősen leértékelődött, így az ügyfelektől beszedett költségek forintban megemelkedtek, míg a hitelintézetek valós költségkifizetései forintban változatlanok maradtak. Ezt a gyakorlatot szüntette meg a Hpt. módosításának 2011. szeptember 29-től hatályos változtatása. Innentől kezdve a hitelezők csak a számukra is valóban devizában felmerülő költségeket hárítanak át devizában a fogyasztókra.

5. Összefoglaló

A 2004 és 2008 közötti háztartási deviza-jelzáloghitelezési felfutással kapcsolatban tíz olyan termékfejlesztésre és menedzsmentre jellemző ismérvet találtuk, amelyek együttesen rendszerkockázathoz vezettek. A kockázatok azóta materializálódtak, ennek következtében a pénzügyi közvetítőrendszerbe vetett bizalom nagymértékben megingott, és a devizahitelezés nagyon széles körű társadalmi problémává vált.

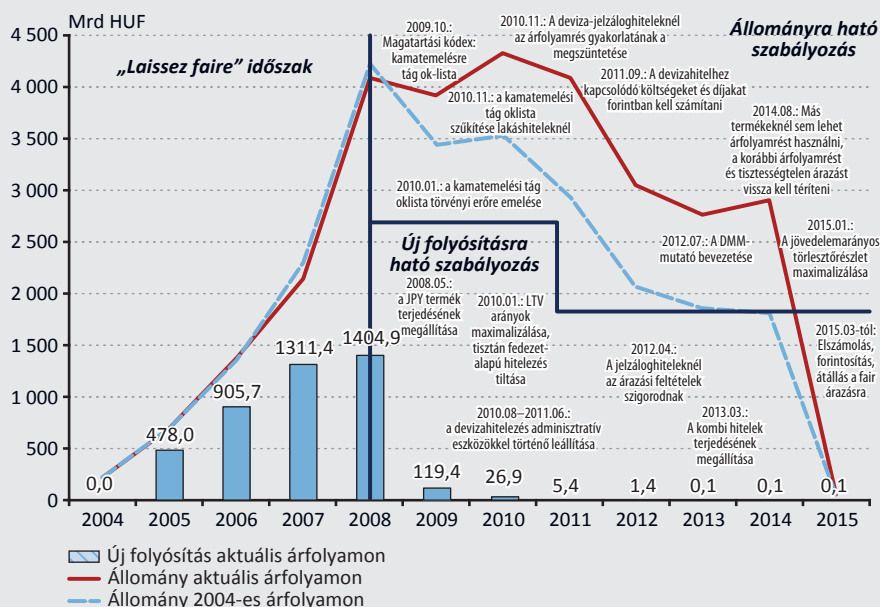
1. A banki vezetők teljesítménykiírásaiban csak a rövid távú volumennövelési célok jelentek meg, a termékek kockázati szempontjait (a kockázati költségeket) nem vették figyelembe.
2. A fenti kockázati megfontolást háttérbe szorító volumenövelési kényszerből adódott, hogy devizahitelek esetében a hitelezők a lakosság likviditási korlátjának bármilyen eszközzel történő oldására törekedtek, ez egyben jelentős mértékű subprime jellegű hitelezés kialakulásához vezetett.
3. A hitelezési célok jelentősen kibővültek, ami szintén a kockázatok bővülését segítette elő.
4. A hitelezők a konstrukciókból fakadó többletkockázatokat az ügyfelekre hárították át, ez azonban hosszabb távon a hitelkockázatok szignifikáns emelkedését eredményezte.
5. A svájci frank használata rövid távon a háztartások likviditási korlátját jobban tudta oldani, ugyanakkor hosszabb távon sokkal kockázatosabbnak bizonyult az euróalapú hitelezéshez képest.
6. A kamatmeghatározás módjára a bank által egyoldalúan változtatható kamatozás kifejezés a helyes. Ez a termékjellemző a tisztességtelen, egyoldalú kamatemelés lehetőségét hordozta.
7. A termékek a profitlel érdekében más, mint utólag a bíróság, illetve a törvény is megállapította, tisztességtelen termékjellemzőkkel is éltek.
8. A bankok alapvetően rövid és szintetikus forrásból refinanszírozták a hosszú lejáratú deviza-jelzáloghitelezésüket. Ez a technika nem elhanyagolható megújítási kockázattal járt, amely elsősorban költségként realizálódott az ügyfelek számára.

9. A túlzott növekedési hajsza miatt a hitelintézetek likviditási kockázata megnőtt, ennek a hatása szintén megjelent a forrás-, és ezáltal az ügyfélköltségekben.
10. Az alkalmazott kockázatkezelési módszertanok és eredmények csak hamis biztonságot sugalltak, a kockázatok valós mérésére nem voltak alkalmasak.

8. ábra

A hitelintézetek svájci frankban denominált, háztartási jelzáloghiteleinek folyóáras és árfolyamszűrt állománya, folyóáras új folyósításai, valamint az ezekre ható szabályozási lépések

(2004–2015)



Forrás: MNB

A tanulmány egyben azt is bemutatta, hogy a lakossági hitelezés területén a szabályozói és a felügyeleti hatóságok mind prudenciális, mind fogyasztóvédelmi szempontból teljesen „laissez faire, laissez passer” megközelítése milyen rendszerkockázati szintű kudarchoz vezetett, hiszen a piaci önszabályozás nem működik ezen a téren. A másik tanulság az, hogy ha egy tevékenység szabályozását sokáig a fenti „laissez faire” elvek határozzák meg, akkor annak körültekintőbb, piaci kudarcot korrigáló és újbóli kialakulását megakadályozó szabályozása időigényes folyamat. Egy rendszerkockázati problémát utólag már nehéz és időigényes orvosolni. A devizahitelezés példája azt mutatja, hogy egy bonyolult rendszerszintű probléma kezelése ugyanannyi ideig is eltarthat, mint maga a probléma felépülése. A múlt rendezése, illetve a tisztességes hitelezés feltételeinek teljes kialakítása várhatóan 2015 folyamán fog lezárulni.

Felhasznált irodalom

BALÁS, T. – BANAI, Á. – HOSSZÚ, Zs. (2015): A nemteljesítési valószínűség és az optimális PTI-szint modellezése egy háztartási kérdőíves felmérés felhasználásával. *MNB-tanulmányok*, 117.

BARTA, GY. – SPURNY, T. – SURÁNYI, GY. (2011): Radikális terv a lakossági devizahitelek kezelésére. *Figyelő*, http://fn.hir24.hu/gazdasag/2011/04/06/egy_radikalis_terv_lakossagi (letöltés dátuma: 2015.01.20.).

BETHLENDI, A. – FÁYKISS, P. – GYURA, G. – SZOMBATI, A. (2014): *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.* Budapest, Nemzeti Közszerződési és Tankönyv Kiadó.

BETHLENDI, A. (2011): Policy measures and failures on foreign currency household lending in Central- and Eastern Europe. *Acta Oeconomica* 61:2, June

BETHLENDI, A. (2009b): Olcsóbb pénzből nagyobb profit. *Figyelő*, 2009:38.

BETHLENDI, A. (2009a): A hazai hitelpiac empirikus vizsgálata. Fejlődési irányok, makrogazdasági és pénzügyi stabilitási következmények. PhD-értekezés.

BETHLENDI, A. (2006): Maximálttól az indexáltig, innovációk a lakossági jelzálog-hitelezésben. *Bank & Tőzsde*, 2006:11–12.

BETHLENDI, A. – CZETI, T. – KREKÓ, J. – NAGY, M. – PALOTAI, D. (2005): A magánszektor devizahitelezésének mozgatórugói. *MNB HT* 2005:2.

CSAJBÓK, A. – HUDECZ, A. – TAMÁSI, B. (2010): Foreign currency borrowing of households in new EU member states. *MNB OP* 87.

FÁYKISS, P. (2014): A bank „veszélyes üzem” – Miért van szükség a banki likviditás szabályozására? http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/a-bankrendszer-jovoje/Faykiss_Peter_Likviditasi_eloirasok_szakmai_cikk.pdf (letöltés dátuma: 2015.01.20.).

HOFFMANN, M. – KOLOZSI, P.P. – NAGY, M. (2014): A forintosítás időben elnyújtva csökkenti a jegybank mérlegét és így a forintlikviditást. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/Devizahitel/A_forintositas_idoben_elnyujtva_a_jegybank_merleget_es_igy_a_forintlikviditast.pdf (letöltés dátuma: 2015.01.20.)

KIRÁLY, J. – NAGY, M. (2008): Jelzálogpiacok válságban: kockázatalapú verseny és tanulságok. *Hitelintézeti Szemle* 7:5.

KISGERGELY, K. (2010): A carry trade. *MNB-szemle*, June.

MNB (2004): A devizahitelezés addicionális kockázatai. Jelentés a pénzügyi stabilitásról. 2004. június. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_stabil/mnbhu_stab_jel_0406/stab_jel_0406_hu.pdf (letöltés dátuma: 2015.01.20.)

MNB (2009): Jelentés a pénzügyi stabilitásról. 2009. április. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_stabil/mnbhu_stab_jel_20090406/stabjel_2009_aprilis_hu.pdf (letöltés dátuma: 2015.01.20.)

MNB (2014a): Pénzügyi stabilitási jelentés. 2014. november. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_stabil/mnbhu_stab_jel_201411/Penzugyi_stabilitasi_jelentes_2014_november.pdf (letöltés dátuma: 2015.01.20.)

MNB (2014b): Pénzügyi fogyasztóvédelmi és piacfelügyeleti jelentés 2014.

http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/penzgyi-fogyasztovedelmi-es-piacfelgyeleti-jelentes/Penzugyi_fogyasztovedelmi_es_piacfelgyeleti_jelentes_2014_publikalasa_20141204_digitalis.pdf (letöltés dátuma: 2015.01.20.)

MTI (2006): Bankszövetség: nem kell félni a devizaalapú konstrukcióktól. MTI-közlemény, 2006. január 31. MTI hírárchívum 1988–2014. (letöltés dátuma: 2015.01.20.)

MTI (2015): Bankszövetség: az autóhitelek terheit is csökkenti az elszámolás. MTI-közlemény, 2015. január 19. MTI hírárchívum 1988–2014. (letöltés dátuma: 2015.01.20.)

NAGY, M. – VONÁK, B. (2014): Egy jól működő magyar bankrendszer 10 ismérve http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/a-bankrendszer-jovoje/Egy_jol_mukodo_magyar_bankrendszer_10_ismerve.pdf (letöltés dátuma: 2015.01.20.)

OGY (2012): Az Országgyűlés Alkotmányügyi, igazságügyi és ügyrendi bizottságának jelentése a 2002-2010. közötti lakossági deviza-eladósodás okainak feltárásáról, valamint az esetleges kormányzati felelősség vizsgálatáról. J/5881.

PSZÁF (2012): Gyorselemzés a végtörlesztésről. http://felugyelet.mnb.hu/data/cms2334451/gyorselemzes_vegtorlesztes_120312j.pdf (letöltés dátuma: 2015.01.20.)

SZIGEL, G. (2012): Kevésbé közismert (?) tények a magyarországi lakossági devizahitelezésről. Lakossági devizahitelezés Közép- és Kelet-Európában, SZRI-konferencia.

Eltérő irányú pénzügyi szabályozások a válság után? Az EU és az Egyesült Államok válaszáinak összevetése

Biedermann Zsuzsánna – Orosz Ágnes

Ennek a tanulmánynak a célja az Atlanti-óceán két oldalán adott szabályozói változások összevetése. A nem megfelelő szabályozói környezet a pénzügyi és gazdasági válság kialakulásának egyik oka volt, ezért a válság utáni szabályozás célja a korábbi hiányosságok kiküszöbölése és a válság során kialakult problémák kezelése. A tanulmány az Atlanti-óceán két oldalán nemrégiben elfogadott pénzügyi szabályozói kezdeményezéseket hasonlítja össze, és értékeli az EU-ban illetve az Egyesült Államokban tapasztalható, egymástól eltérő irányú szabályozói megközelítéseket hat kiemelt területen: javadalmazás, a banki tőkekövetelmények, származtatott eszközök, hitelminősítő ügynökségek, a fedezeti alapok szabályozása és fogyasztóvédelem. A szabályozásban meglévő alapvető különbségek kihívást jelentenek azoknak a cégeknek, amelyek mindkét környezetben működnek, a harmonizálás pedig továbbra is nehezen megoldható. Ugyanakkor bizonyos területeken a szabályozó hatóságok az Atlanti-óceán mindkét oldalán hajlandónak mutatkoznak arra, hogy széles körben elfogadják a külföldi joghatóság szabályait a sajátjaik helyett. Az Egyesült Államok és az Európai Unió közötti rendszeres párbeszéd a helyes irányba mutatnak, de ahogyan a cikk kiemeli, még nagyon sok téren kell módosítani a szabályokat ahhoz, hogy olyan konszenzust lehessen elérni, amely a pénzügyi résztvevők és a szabályozó hatóságok számára egyaránt elfogadható.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: G28, G29

Kulcsszavak: pénzügyi szabályozás, javadalmazás, tőkekövetelmény, hitelminősítő ügynökségek szabályozása, származtatott eszközök szabályozása

Az eredeti tanulmány angol nyelven íródott, a magyar nyelvű változat a Hitelintézeti Szemle által készített fordítás. Biedermann Zsuzsánna és Orosz Ágnes tudományos munkatársak a Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Világgazdasági Intézeténél.
E-mail: biedermann.zsuzsanna@krtk.mta.hu; orosz.agnes@krtk.mta.hu.

1. Bevezetés

A visszatérő válságokra adandó megfelelő szabályozói válaszok a kapitalizmus egyik makacs problémáját jelentik. A mostani válságot megelőző gazdasági fellendülés során a fejlett országok pénzügyi látszólag hihetetlen hatékonysággal működtek. Ez teremtette meg a dereguláció morális alapját. A recesszió réme nem tűnt reálisnak, a szabályozási környezet szigorúsága pedig enyhülni kezdett az általános optimizmus közepette. Ugyanakkor a válság bebizonyította, hogy az elmúlt évtizedek folyamatai, a pénzügyi piacok egyre fokozódó összetettsége nem hozta el a csökkenő kockázatok melletti növekvő profitokat, ahogyan a pénzügyi szakértők jóslata nyomán elvártuk. A válság két fő oka a piacok átláthatatlanná válása a pénzügyi innovációk elszaporodása miatt és a nem megfelelő szabályozási környezet (*Biedermann, 2012a*).

A válság utáni szabályozás alapvetően különbözik attól, amely egy kiegyensúlyozottabb pénzügyi és gazdasági korszakot jellemez. Mivel 2007 után a pénzügyi intézményekben és a piacokban vetett közbizalom gyorsan apadni kezdett, a politikai döntéshozóknak újra kellett értékelniük a globális gazdasági zavarokban játszott szerepüket. Bár a globális pénzügyi piacoknak más, egyre fontosabbá váló szereplői is vannak, ebben a cikkben különös figyelmet szentelünk az Európai Unió (EU) és az Egyesült Államok (USA) szabályozási változásainak. A mostani pénzügyi válságra adott válaszként számos joghatóságban, így főként az USA-ban és az EU-ban, illetve nemzetközi szinten általánosságban jogalkotási kezdeményezéseket dolgoztak ki. Ez gyakran együtt járt a meglévő intézmények, például a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság (BCBS) átszervezésével vagy olyan új szervezetek létrehozásával, mint a Pénzügyi Stabilitási Bizottság (*Chatzistavrou et al., 2013*).

A pénzügyi piacok összefonódását a mostani pénzügyi és gazdasági válság fényében vizsgálták, ezért számos, a pénzügyi piacokra vonatkozó szabályozói kezdeményezés került előtérbe a globális gazdasági együttműködési programokban (G20, Nemzetközi Fizetések Bankja vagy a Pénzügyi Akciócsoport) a politikai alapelvek szintjén (*Véron, 2014*). A gazdasági válság globális pénzügyi szabályozásra gyakorolt hatása arra kényszerítette az Egyesült Államok és az Európai Unió szabályozó hatóságait és politikai döntéshozóit, hogy módosítsák a szerepüket az eddigieknél jobban összefonódó globális gazdasági színtéren. Ugyanakkor ezek a korrekciók nem voltak kiegyensúlyozottak. Az Atlanti-óceán két oldalán tevékenykedő politikai döntéshozók kénytelenek voltak újragondolni a pénzügyi szabályozás eszközeit, és megállapítani, hogy „a nemzeti érdekek már nem dominálhatnak, sokkal inkább arra van szükség, hogy harmonizáljuk azokat” (*Stoltenberg et al., 2011:578–579*). Nem elegendő azonban levonni ezt az elméleti következtetést, gyakorlati intézkedésekre és jogi folyamatok elindítására van szükség, hogy harmonizált környezetet hozzanak létre az EU-ban és az USA-ban működő pénzügyi vállalkozások számára.

A szabályozó testületek úgy próbálják meg elkerülni a szabályozási arbitrázst, hogy következetességet sürgetnek a G20 reformjának végrehajtásában és egyéb területeken is.

Ugyanakkor azonos vagy hasonló követelmények bevezetése a különböző joghatóságokban azt eredményezheti, hogy bizonyos szereplők több egymást átfedő szabályozási rendszer hatálya alá kerülnek. Ez a következő hatásokkal járhat: a szabályozó hatóságok rendelkezésére álló információ minőségének vagy hasznosíthatóságának csökkenése; szükségtelenül megkettőzött követelmények bevezetése és a verseny torzulása; a gazdasági szereplők ösztönzése arra, hogy a tevékenységüket oda helyezték, ahol el tudják kerülni a bonyolult adminisztrációt; valamint a megfelelési teher, vagy a megfelelési költségek emelkedése a szabályozás alá eső szereplőknél bármilyen többletelőny nélkül (GFMA, 2012).

A cikk az Atlanti-óceán két oldalán nemrégiben elfogadott pénzügyi szabályozási kezdeményezéseket hasonlítja össze, és bemutatja az EU és az Egyesült Államok egymástól eltérő szabályozói megközelítéseit. A szabályozásban megmutatkozó alapvető különbségek kihívást jelentenek azon cégek számára, amelyek mindkét környezetben működnek, és bár a mostani átalakítás egyedülálló lehetőséget kínálna egy egységes globális pénzügyi szabályozás megteremtésére, ez egyelőre elérhetetlen.

2. A pénzügyi szabályozás elméleti keretrendszere

A pénzügyi szabályozás vizsgálatához mindenképpen szükséges az elméleti keret megértése, feltérképezése, így ebben a részben röviden bemutatjuk a téma elméleti hátterét. A pénzügyi szabályozás heves viták tárgya, többek között a tőkekövetelmények szabályozásával kapcsolatban (Dewatripont–Tirole, 1994; Goodhart et al., 1998; vagy Acharya et al., 2010). Acharya és szerzőtársai (2010) bemutatják, hogy a túlzott mértékű szabályozásnak vannak költségei, ugyanakkor a hatásait, okozzanak bármilyen súlyos katasztrófát is, csak utólag lehet megfigyelni. „Az optimális szabályozás a mérhetetlen és a megismerhetetlen közötti egyensúlyozás művészetét jelenti. Ennek következtében a hatékony pénzügyi szabályozás alapvetően egy „lehetetlen küldetés”, és visszatérő válságokra a jövőben is számítanunk kell” (Šútorová–Teplý, 2014). A pénzügyi szabályozás fontosságát hangsúlyozva ugyanakkor ki kell emelni azt is, hogy a globális szabályozási erőfeszítések önmagukban nem lesznek képesek megóvni a pénzügyi piacokat a jövőbeli válságoktól és pénzügyi zavaroktól (Reinhart–Rogoff, 2009; Acharya et al., 2010).

Céljait tekintve a szabályozásnak egyrészt biztosítania kell a pénzügyi rendszer biztonságát és stabilitását (beleértve a fogyasztóvédelem erősítését is), másrészt elő kell mozdítania a pénzügyi piacok növekedését és fejlődését. Ebből következik, hogy a pénzügyi szabályozás legyen „célzott, elsősorban szabályokon alapuló, és időhöz és helyzethez igazodó (lazább a normál időszakokban, és szigorúbb, amikor rendszerszintű fenyegetettség alakul ki)” (Brunnermeier et al., 2009:59). A pénzügyi piacok globalizációja a pénzügyi szolgáltatók egyre

magasabb szintű összefonódásában és hasonlóságában is tetten érhető, ez pedig az egységes pénzügyi szabályozást még nehezebben megvalósíthatóvá teszi (*Pan, 2011*). Pénzügyi szabályokat sokkal inkább valamilyen korábbi válságra adott válaszként vezetnek be, ahelyett, hogy azokat valamilyen következetes elméleti keretrendszerre építenék. Az aktuális szabályozás mindig is a „gyakorlatias tisztviselők és aggódó politikusok pragmatikus válasza volt az azonnal megoldandó problémákra, ami a 'Nem hagyhatjuk, hogy ilyesmi még egyszer megtörténjen' kijelentést követte.” (*Goodhart, 2010:165*).

A válság hatására a globális pénzügyi szabályozás sarkalatos pontjait is át kell formálni. Úgy tűnik, hogy a politikai döntéshozók a válságot követő időszakban jobban aggódtak a stabilitásért, mint a pénzpiacok versenyképességéért. Ehhez képest a lassú gazdasági fellendüléssel szembesülő kormányok most már próbálnak ügyelni arra is, hogy az egyik cél elérése ne a másik rovására történjen (*Pan, 2011*).

Rendkívül nehéz a pénzügyi lobbis, a közakarat és az újabb globális válság rémképe között egyensúlyozni. A jelenlegi válságra adott pénzügyi szabályozói válaszoknak figyelembe kell venniük a pénzügyi rendszer nemcsak hazai, hanem regionális és globális jellemzőit is. Ez a korábbi szabályozási keretrendszer némileg eltérő változataihoz vezetett Európában és Amerikában, ami további utánkövetést és koordinációt igényel. Mivel a szabályozási arbitrázs hátráltathatja a globális fellendülést, a globális pénzügyi stabilitást szolgáló reformok most fontosabbnak tűnnek, mint korábban bármikor. A szükséges reformok „amelyek csökkentik a rendszerszintű (tehát nem idioszinkratikus) kockázatokat; átalakítják az ösztönző javadalmazási struktúrákat; mérsékelik az ismeretlen faktorok számát, és jobb minőségű adatokat és információkat biztosítanak” függetlenek egymástól, és legyen szó a reformok bármely kombinációjának megvalósításáról is, azok csak kis mértékben képesek a globális pénzügyi stabilitást előmozdítani (*Claessens–Kodres, 2014:15*).

3. Az EU és az USA válaszainak összevetése

Nyilvánvaló, hogy az EU és az USA vezető szerepet játszanak a globális pénzügyi rendszerek formálásában, hiszen a tranzakciós volumen alapján itt bonyolódik az összes pénzügyi szolgáltatás több mint kétharmada. Bár a két pénzpiac között szinte organikusak a kapcsolatok, több kérdést alapvetően eltérő módon közelítenek meg (*CMWG, 2010*). A pénzügyi válság új szabályozási hullámot indított el világszerte annak érdekében, hogy „a piacok és az intézmények átláthatóbbak és kevésbé bonyolultak legyenek, valamint hogy csökkentsék az tőkeáttételek mértékét” (*IMF, 2012:75*). A válságot követő módosítások rávilágítanak a szabályozói megközelítések eltéréseire az Egyesült Államokban és az Európai Unióban:

míg az amerikai Dodd–Frank-törvény inkább egy mindenre kiterjedő jogszabály, az EU-ban módszeresen, külön-külön szabályoznak minden egyes szektort (*The Economist*, 2012).

A Dodd–Frank-törvény (2010) az USA törvényalkotási válasza a pénzügyi válságra, amely a G20-ak által nemzetközi szinten elfogadott és a Pénzügyi Stabilitási Bizottság és a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság által továbbfejlesztett intézkedéseket hajtja végre (*Sabel*, 2012). *Barack Obama* amerikai elnök 2009 júniusában jelentette be az amerikai pénzügyi szektor megújítására irányuló szándékát, és egy évvel később írta alá a Wall Street reformjáról és a fogyasztóvédelemről szóló Dodd–Frank-törvényt. A jogszabály kinyilvánított célja „az Egyesült Államok pénzügyi stabilitásának megerősítése a pénzügyi rendszer számonkérhetőségének és átláthatóságának javításával; a 'túl nagy ahhoz, hogy megbukjon' rendszer megszüntetése; az amerikai adófizetők megvédése az állami mentőakciók lezárásával; a fogyasztók megóvása a tisztességtelen pénzügyi szolgáltatói magatartásokkal szemben; illetve további célok megvalósítása is.” Mint minden nagyszabású pénzügyi reformot, ezt a törvényt is erősen kritizálták: egyesek szerint a rendelkezései nem elégségesek egy hasonló pénzügyi válság megelőzéséhez, mások szerint viszont a szabályozás túl merev, és rontja az amerikai pénzügyi vállalkozások versenyképességét. Emellett a pénzügyi óriásvállalkozások, amelyek tanácsadói tevékenységet is folytatnak, és – az összeférhetetlenség klasszikus esetét megvalósítva – különböző sajtószámlás pénzügyi műveleteket is végeznek, elsődlegesen az ügyfelek érdekeit kötelesek szem előtt tartani. Ugyanakkor nehéz lesz ezt az elméleti normát a gyakorlatba átültetni, mivel a cégek továbbra is törvényesen végezhetnek egyszerre tanácsadást és sajtószámlás kereskedést „házon belül”.

A Dodd–Frank-törvény (más jogszabályokkal együtt) a Volcker-szabály¹ egy „felhígított” változatát vezette be: a bankok fokozott kockázatú befektetéseket kizárólag az alapvető (Tier 1) tőkéjük 3 százalékáig végezhetnek. Emellett a bankok nem rendelkezhetnek 3%-ot meghaladó részesedéssel semmilyen magántőke-csoportban vagy fedezeti alapon. A 3%-os tőkeküszöb valószínűleg nem elég szigorú ahhoz, hogy elegendő mértékben korlátozza a bankok kockázatos tevékenységeit és sajtószámlás kereskedését. A Dodd–Frank-törvény a származtatott eszközök piacát érintő átláthatósági reformokat is bevezetett, átfogó módon szabályozta a csereügyleteket, viszont a túlzott tőkeáttételek lehetősége továbbra is megmaradt. Az EU a Volcker-szabályhoz hasonló kezdeményezéseket javasolt. Az USA (Volcker-szabály), az Egyesült Királyság (a leánybank izolálása a csoport egészétől – „ring-fencing”²) és az EU (a Liikanen-csoport ajánlásai/bankszerkezeti reformjavaslat) által bejelentett strukturális intézkedések célja a bankcsődök valószínűségének és rendszerszintű következményeinek csökkentése a bonyolultság és az összefonódások mérséklése révén. A Liikanen-jelentés kiemelte, hogy a bankokat külön jogi személyekké kellene átszervezni (*Viñals et al.*, 2013), a Bizottság pedig – a Liikanen-jelentés nyomán – létrehozott egy ma-

1 A Volcker-szabály eredeti célja az volt, hogy megtiltsa a bankoknak a saját számlára történő kereskedést és a kockázatos alapokba való spekulatív befektetést.

2 A leánybank izolálása a csoport egészétől előmozdítja a szanalást a kereskedelmi bankok szintjén, de nem feltétlenül az adott bankcsoport szintjén.

gas szintű szakértői csoportot az EU bankszektor struktúráját érintő lehetséges reformok tanulmányozására. A csoport feladata volt megállapítani, hogy vajon az EU bankjainak strukturális reformja a jelenleg is folyamatban levő szabályozási reformokon túlmenően erősítené-e a pénzügyi stabilitást és javítaná-e a hatékonyságot és a fogyasztóvédelmet, és ha igen, akkor milyen vonatkozó javaslatok fogalmazhatók meg. A Bizottság megvizsgálta a lehetséges reformokat és azok hatásait, majd 2014. januárban elfogadott egy szabályozási javaslatot (*Európai Bizottság, 2014a*).

Az EU hármas megközelítést dolgozott ki, amely részben a válság utáni reformprogram sarkalatos pontját jelentő kereskedési adattárakról szóló rendeleten (EMIR) alapul. A pénzügyi eszközök piacairól szóló irányelv (MiFID) felülvizsgálatával és a megemelt banki tőkekövetelménnyel (a Bázeli III³-at bevezető CRD IV⁴) együtt ez a három csomag alapjaiban változtatja meg a pénzpiacok működését Európában (*Deloitte, 2012*).

Az EMIR-t az Európai Parlament és a Tanács 2012-ben fogadta el a tőzsdén kívüli származtatott piacok átláthatóságának és kockázatkezelésének előmozdítása érdekében. Az EMIR előírja, hogy a tőzsdén kívüli származtatott ügyleteket (bizonyos kivételekkel) be kell jelenteni, és el kell számolni (kivéve, ha az elszámolási küszöbérték alatt vannak). Emellett további biztonsági előírásokat vezet be a központi szerződő felekre és a kereskedési adattárakra (*ESMA, 2013*).

Az EMIR a tőzsdén kívüli ügyletek kereskedés utáni szabályozására koncentrál, de felülvizsgálták a tőzsdén kívüli szabályozás kereskedés előtti és kereskedéssel kapcsolatos szempontjait is. Az eredeti célokra fókuszálva az Európai Tanács 2013 júniusában megállapodást kötött a MiFID⁵ felülvizsgálatáról: fokozni kell a pénzügyi piacok hatékonyságát, rugalmasságát és átláthatóságát, és erősebbé kell tenni a befektetővédelmet (*Ernst and Young, 2013*). Az eredeti MiFID következtében, amelyet 2007-re be kellett vezetni, az európai pénzpiacok töredezettebbé váltak, és a kereskedés egyre több platformon zajlott. A MiFID miatt intenzívebb lett a tőzsdén kívüli kereskedés, és „dark pool”-ok alakultak ki, ami együttesen a piacok átláthatóságának romlásához vezetett. Az új szabályozás azt javasolja, hogy az OTF (szervezett kereskedési rendszerek) fogalma terjedjen ki a jelenleg nem szabályozott platformokra is. Megpróbálja a származtatott ügyletek kereskedését a kereskedési helyszínek felé terelni, és a kereskedés előtti és utáni átláthatósági szabályokat a tőzsdén

3 A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság által kidolgozott Bázeli III a banki szabályozás átfogó átalakításának egyik sarkalatos pontja, melynek célja, hogy megszigorítsa a bankszektor felügyeletét és kockázatkezelését. A pénzügyi válság rávilágított a banki szabályozás bizonyos prociklikus elemeire, ezért a Bázeli III célja a szabályozási keretrendszer prociklikus jellegének mérséklése, miközben megerősíti a banki tőkekövetelményeket és új szabályozási követelményeket állapít meg a bankok likviditására és forrásbevonására vonatkozóan (*Ernst and Young, 2010*).

4 „2013-ban az Európai Unió elfogadott egy jogalkotási csomagot, amelynek célja a bankszektor szabályozásának megerősítése és a Bázeli III megállapodás végrehajtása az EU jogi keretrendszerében. Az új csomag a tőkekövetelményekről szóló jelenleg hatályos irányelveket (2006/48 és 2006/49) egy irányelvvel és egy rendelettel váltja fel, és fontos lépést jelent egy szilárdabb és biztonságosabb pénzügyi rendszer megteremtése irányába.” (*EBA, 2013*)

5 Az MiFID-et 2007 novemberében vezették be, és azóta is az európai pénzpiacok egyik legfontosabb szabályozó eszköze. A MiFID II-t eredményező felülvizsgálat célja az eredeti irányelv hiányosságainak kiküszöbölése.

jegyzett részvényekről valamennyi eszközre kiterjeszteni (ABBL, 2013). A MiFID II célja az is, hogy korlátozza az automatizált (nagyfrekvenciájú) kereskedést és a túlzott mértékű spekulációt a származékos árupiacok esetében, valamint erősítse a pénzügyi termékeket vásárló lakossági befektetők fogyasztóvédelmét (Finance Watch, 2013).

A bankoknak, vállalkozásoknak és pénzügyi szolgáltatóknak stratégiai döntéseket kell hozniuk annak érdekében, hogy az Atlanti-óceán mindkét oldalán megfeleljenek az új jogszabályoknak. Csak hogy a globális pénzügyi tér széttöredezése elkerülhetetlennek látszik, mivel mind az európai, mind az amerikai szabályozási és végrehajtási folyamatok felgyorsultak, és fokozatosan nyerik el végső alakjukat.

Az európai és az amerikai pénzügyi keretrendszerek összehasonlításakor mindenképpen ki kell emelni az eltérő politikai hátteret: Európában a pénzügyi válság szuverén adósságválsággá alakult. Az EU úgy próbálja szabályozni pénzügyi szektorát, hogy közben egymás után stabilizálja az összeomló bankokat és euróövezeti tagállamokat. Emellett, míg az Egyesült Államok többé-kevésbé egységes és homogén, az EU-t 28, igen eltérő érdekekkel bíró tagállam alkotja, ami lassítja a jogalkotási folyamatot, és töredezettebbé teszi az eredményt. Ami pedig a pénzügyi szabályozást illeti, az Egyesült Királyság, mint a második legfontosabb pénzügyi központ az Egyesült Államok után, gyakran szembemegy az általa túl merevnek tűnő és részletekbe menő szabályokkal.⁶ David Cameron miniszterelnök 2011 októberében félelmének adott hangot, mivel szerinte London pénzügyi központja „a brüsszeli irányelvek folyamatos támadása alatt áll.”⁷

A tanulmány a következőkben kiemeli a válság után alkalmazott pénzügyi szabályozás különbözőségeit és hasonlóságait az Atlanti-óceán két oldalán, amelyek közvetlenül kapcsolódnak a 2007. utáni pénzügyi válsággal összefüggő egyes kulcsfontosságú jelenségekhez.

4. Szabályozási változások az Atlanti-óceán két oldalán

A hasonlóságokat és a különbségeket az alábbi hat területen elemezzük, mivel ezek kiválóan szemléltetik, hogy a politikai döntéshozók mennyire elszántak a válság előtti pénzügyi szabályozás hibás logikájának és rendszerszintű problémáinak megoldására. Ezek egyúttal a legfontosabb területek, amelyeket könnyen össze lehet hasonlítani a két pénzügyi rendszer jogszabálysövegei, továbbá sajtóközlemények és a két joghatóság közötti rendszeres tárgyalások és egyeztetések elemzése alapján. A szabályozási válaszok összehasonlítása

6 A Pupli Riával, a Nemzetgazdasági Minisztérium Pénzügyi Osztályának tisztviselőjével készült interjú alapján.

7 Reuters: UK threatens veto over EU financial regulation (letölthető: <http://uk.reuters.com/article/2011/11/08/uk-britain-financial-hoban-idUKTRE7A74WO20111108> (letöltés ideje: 2013. 03. 23.).

érdekében az alábbi területeket vizsgáltuk részletesen: javadalmazási rendszerek, banki tőkekövetelmények, származtatott eszközök, hitelminősítő ügynökségek, fedezeti alapok szabályozása és fogyasztóvédelem.

A javadalmazással kapcsolatos előírásokra fokozott figyelem irányult mind a közvélemény, mind a politika részéről. A pénzügyintézeteknél alkalmazott túlzott mértékű és rosszul strukturált javadalmazási rendszereket a globális pénzügyi válság alapvető okának tekintették. A hitelminősítő ügynökségeket is erős kritika érte az általuk alkalmazott üzleti bevételi modellekből fakadó érdekellentétek miatt, és a minősítők gyenge előrejelző képessége is aggályokra adott okot (Davis, 2011). A banki tőkekövetelmények makroprudenciális szakpolitikai eszközként való alkalmazása egyre nagyobb figyelmet kap, mivel a politikai döntéshozók ezáltal akarják a prociklikusságot és a tőkeáttételt csökkenteni (Yellen, 2010; Hanson et al., 2011). Egy új szabályozói keretrendszer létrehozása a tőzsdén kívüli (OTC) származtatott eszközökre vonatkozóan a pénzügyi szabályozás fontos eleme, mivel a pénzügyi válság alatt a származtatott eszközök látszólag nagymértékben súlyosbították a pénzügyi rendszer és a világgazdaság egyensúlytalanságait. A politikai döntéshozók számára elengedhetetlen egy erősebb és átláthatóbb keretrendszer kiépítése a származtatott eszközök globális piacára (Oudéa, 2013). A válság során a fedezeti alapok központi szerepet játszottak a rendszerszintű kockázat kialakulásában, ezért a rájuk vonatkozó szabályok módosítása a pénzügyi szabályozás központi elemét jelenti (Gropp, 2014). Adams, Füss és Gropp (2014) megállapításai alapján válságok során a fedezeti alapok a sokkok legfontosabb közvetítői, fontosabbak, mint a kereskedelmi vagy a befektetési bankok. Evans (2010) szerint a fogyasztóvédelemben történő politikai beavatkozás felkelti a közvélemény figyelmét, így vonzó lehetőséget jelent a politikai döntéshozók számára. A globális pénzügyi válság rávilágított az erős fogyasztóvédelem és pénzügyi ismeretek szükségességére. Ezért a kormányok világszerte célszerű és hatékony módszereket keresnek a pénzügyi szolgáltatások terén a fogyasztóvédelem erősítésére (Rutledge, 2010).

4.1. Javadalmazási rendszerek

A válság előtt számos pénzügyi vállalkozás működtetett olyan ösztönzőrendszereket, amelyek a vezetőket és a beosztottakat egyaránt arra bátorították, hogy rövid távú kockázatokat vállaljanak a betétesek/résztvényesek érdekeinek és a hosszú távú nyereségesség szem előtt tartása helyett. A jutalmakat ahhoz kötötték, hogy a cég mennyire volt sikeres a piacon. A sikermutatók ezen a területen gyakran a piaci részesedéshez (új szerződések száma, bevétel és nyereség), az ügyfélszám növekedéséhez stb. kapcsolódtak. Ennek eredményeképpen a hitelezési követelmények egyre inkább fellazultak, és megnöttek a szerződéskötési volumenek (az ügyfeleket rábeszéltek magasra értékelt, de meglehetősen kockázatos ügyletekre) a magas prémium elérése reményében. Még ha egy pénzügyi vállalkozás vagy bank csődbe is ment, a vezetőket nem kötelezték a prémiumuk visszafizetésére, sőt, számos

felsővezető komoly összegű végkielégítésben részesült („arany ejtőernyő”). Sok vezető az utolsó pillanatig megpróbálta leplezni a cég likviditási problémáit (könyvvizsgálók és hitelminősítő ügynökségek segítségével) (Biedermann, 2012b). A fenti gyakorlat nagymértékben hozzájárult az úgynevezett „ciklikus eufóriához”, ami végül súlyosan felelőtlen pénzügyi magatartáshoz vezetett.

Az amerikai törvényhozás ezt a kérdést meglehetősen lazán kezelte. Napjaikban a Dodd–Frank-törvény alapján már a részvényeseknek kell szavazniuk a vezetők juttatásairól. A törvény rendelkezései értelmében a részvénytársaságoknak legalább háromévente fel kell kérniük a részvényeseket arra, hogy szavazzanak a vezetők juttatásainak jóváhagyásáról. A szavazás eredménye ugyanakkor nem kötelezi az ügyvezetőket. A juttatásokról szóló szavazás azt is előírja, hogy amennyiben a részvényeseket arra kérik, hogy felvásárlást, egyesülést, javasolt eladást, stb. hagyjanak jóvá, akkor az ilyen javaslatot előterjesztő személy köteles azt is közölni, hogy az adott ügylet nyomán a vállalatvezetők milyen összegű díjazást fognak kapni. Azonban ebben az esetben is fontos kiemelni, hogy ezek a szavazási eredmények sem kötelező érvényűek (Fried–Shilon, 2012).

Ezzel szemben az EU szigorúbb intézkedéseket hozott a bankári prémiumok korlátozására. A CRD IV csomag, amely a tőkekövetelményekről szóló irányelvet (CRD IV) és a tőkekövetelményekről szóló rendeletet (CRR) foglalja magában, a pénzügyi intézmények juttatási politikájával kapcsolatban is tartalmaz előírásokat, beleértve egy „prémiumkorlátot” is. A brit kormány megpróbálta hatálytalaníttatni a javadalmazással kapcsolatos előírásokat, de a „siker minimális esélye” miatt úgy döntött, hogy 2015 januárjától felhagy ezzel a törekvésével (Osborne, 2014). Bár a prémiumok korlátozása hatékony eszköz lehet a szűklátókörű vállalatvezetési stratégiák elleni küzdelemben, azonban a fix fizetések emelkedéséhez vagy kontraszelekcióhoz (a tehetségek elszívargásához) vezethet. Abban az esetben, ha a bankárok tömeges felmondására kerül sor, a londoni City háttérbe szorulhat a New York-i vagy az ázsiai pénzügyi központokkal szemben.

4.2. Tőkekövetelmény

Az elmúlt kétszáz év során folyamatosan növekedett a bankok relatív jelentősége a világ-gazdaságban: pénzügyi közvetítőkből, amelyek a megtakarításokat termelőtevékenységbe csatornázták, megkerülhetetlen gazdasági szereplőkké váltak a legtöbb fejlett országban, élénkíthetik vagy akár visszafoghatják egy ország gazdasági teljesítményét. Ez a folyamat felgyorsult a jelenlegi válságot megelőző évtizedekben. A banktevékenység aránya rohamosan emelkedett: 1870 és 1970 között a banki eszközök GDP-hez viszonyított átlagos aránya 16%-ról 70% fölé nőtt. Hozzávetőlegesen az elmúlt negyven év alatt (1970 óta) a banki eszközök GDP-hez viszonyított aránya nagyjából 70%-ról 200% fölé nőtt (Haldane, 2012). A bankok koncentrációja szintén drámai mértékben megnőtt, ami hozzájárult a rendszerint fontos pénzügyi intézménynek (SIFI) minősülő bankok kialakulásához.

A SIFI-k létezése hármask politikai kihívást jelent. Egyrészt ezek az intézmények a felelősek a rendszerszintű kockázatért azáltal, hogy nem ösztönözték a prudens kockázatkezelést, illetve, hogy hatalmas kötelezettségeket róttak a kormányokra. Másodsorban a SIFI-k tevékenysége torzítja a versenyt. Harmadsorban a SIFI-k számára biztosított kedvező elbánás csökkenti a rendszer tisztességébe vetett közbizalmat (*Goldstein–Véron, 2011*).

A bankok működése a tevékenységük jellege miatt belső kockázatokkal jár. A banki eszközök és források eltérő lejáratú ideje miatt a bankok a betétkivonás lehetőségének és rendszerszintű kockázatnak vannak kitéve (*Allen–Carletti, 2009*). A banki szabályozás célja a banki tevékenységek jellegéből származó kockázatok minimalizálása. A viszonylag laza és prociklikus szabályozási rendszer a SIFI-k létéből adódó erkölcsi kockázattal párosulva a nyolcvanas évektől kezdve kockázatvállalásra ösztönözte a bankokat, és a banki tevékenységi körök bővülését eredményezte (*Taylor, 2012*). A bankok működése tehát kockázatosabbá vált, mivel túlzott mértékű tőkeáttétel alakult ki, és kevésbé megbízható ügyfeleknek is elkezdtek hiteleket folyósítani. Ennek a túlzott kockázatvállalásnak az egyik jellegzetes példája volt a NINJA-hitelek folyósítása (NINJA-hitel: *No Income No Job or Assets*, „se jövedelem, se állás, se fedezet”), amelyek körében kirívóan magas volt a nemteljesítő adósok aránya (*Talbott, 2010*).

A bankokra és bizonyos pénzügyi szolgáltatókra vonatkozó tőkekövetelmények megreformálásának célja az volt, hogy a pénzügyi szektor rugalmasságát megerősítse, amely a válság során elégtelennek bizonyult. A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság nemzetközi szinten ugyancsak meghatározza a bank számára kötelezően előírt tőke és a tevékenysége nyomán keletkező kockázatok arányát. Az első bázeli szabályozáscsomagot 1988-ban fogadták el, és azokat a G10 országok 1992-ben vezették be (*BIS, 2009*). A pénzügyi szféra gyors átalakuláson ment keresztül az ezt követő két évtizedben, így a BCBS 2004-ben egy átfogóbb és az igényekhez jobban igazodó kockázat- és tőkekezelési követelményrendszert alakított ki (Bázel II), amelyet fokozatosan vezettek be 2010-ig a legtöbb G20 országban (*BIS, 2013*). Ebben az évben dolgozták ki a Bázel III-at azzal a céllal, hogy orvosolják a korábbi szabályozási keretrendszer hiányosságait, amelyekre a pénzügyi válság világított rá.⁸

A Bázel III javítja a bankok számára kötelezően előírt tőke minőségét és mennyiségét a bankok sokktűrő képességének növelése érdekében⁹, bevezet egy, a válság idején használható anticiklikus puffert¹⁰, további, kockázattal nem súlyozott tőkeáttételi mutatónak és likviditásfedezeti mutatónak való megfelelést ír elő, és erősíti a kockázatfelismerési és kockázatkezelési gyakorlatokat. Mivel a Bázel III jogilag nem kötelező érvényű, a Bázel

8 A Bázel II csak 2008. januárban lépett hatályba az EU-ban és 2010. áprilisban az USA-ban. A válságra adott válaszként és a Bázel II bizonyos hiányosságainak korrigálására a BCBS 2010. szeptemberben elfogadta a Bázel III megállapodást (Paulo, 2011).

9 A „Tier I”-nek minősülő tőke meghatározása is szigorúbb.

10 A Bázel II-t már kezdettől kritizálták prociklikus jellege miatt (a minimális tőkekövetelményeket a fellendülési időszakok során általában alábecsülték, ugyanakkor a bankok még válság idején sem mehettek a minimális tőkekövetelmény alá).

Bizottság tagországai jogosultak azt a saját igényeiknek megfelelően bevezetni, általánoságban tiszteletben tartva a Bázeli III szellemét. A Bázeli III szabályok végrehajtása éppen ezért nagyon lassan és egyenetlenül halad. A konkrét előírások, különösen a likviditásra és a tőkeáttételre vonatkozó előírások fokozatos „bevezetése” valószínűleg hatással lesz az USA és az EU pénzügyi intézményeinek relatív versenyképességére.

Mind az amerikai, mind az európai szabályozó hatóságok heves ellenállással szembesülnek a bankárok részéről, akik hosszabb felkészülési időszakot követelnek az előírt változtatások bevezetésére (EBIC, 2013). Bár a Bázeli III tőkével kapcsolatos javaslatai között vannak ígéretes elemek, mint például a tőkeáttételi arány, a tőkepuffer és egy olyan mechanizmus, amely a várható veszteségeken alapuló dinamikus előírások révén kezeli a prociklikusságot, könnyen ugyanarra a sorsra juthat, mint a megfelelően soha hatályba nem lépett Bázeli II.¹¹

Míg az EU-ban a CRD IV keretrendszer minden hitelintézetre és befektetési vállalkozásra vonatkozik, az Egyesült Államokban a bevezetés szűkebb körű: a kisebb bankholdingok és néhány takarékpénztár mentesül a vonatkozó szabályok alól. Míg néhány, az EU-ban alkalmazott követelmény enyhébb, mások viszont szigorúbbak (a bázeli keretrendszer alkalmazási hatálya, tőkepufferek és az ingatlanfedezet elismerésére vonatkozó alkalmassági szempontok), mint a Bázeli III keretrendszer által megállapított minimumkövetelmények. A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság értékelte az európai bevezetést¹², és azt állapította meg, hogy az jelentős mértékben nem felel meg a Bázeli III minimális előírásainak, mivel eltér a bázeli keretrendszer szövegezésétől és szellemiségétől is. Különösen nagy hangsúlyt helyeznek a CVA-tőkekövetelmény (credit valuation adjustment – hitelértékelési kiigazítás) kiszámítási módszertanára (BIS, 2014). A Bázeli III-tól való beazonosított eltérések, különösen azok, amelyek szigorúbbak az USA Végleges Szabályainál¹³, mindkét környezetben súlyos kihívások elé állíthatják az ott működő pénzügyi intézményeket.

Az USA-ban és az EU-ban alkalmazott eltérő számviteli szabványok még inkább megnehezítik a tőkekövetelmény-előírások összehasonlítását.¹⁴ A banki mérleg bizonyos elemei tekintetében az IFRS (Nemzetközi Pénzügyi Beszámolási Standardok) és a US GAAP (az USA-ban Általánosan Elfogadott Számviteli Alapelvek) teljességgel összehasonlíthatatlanok (Lannoo, 2010a).

Egy másik probléma a pénzügyi rendszer alapvető jellegéből adódik. A bázeli szabályozási keretrendszer csak a bankokat szabályozhatja. Ugyanakkor a bankok több joghatóság területén is megtehetik azt, hogy a pénzügyi „ígéreteket” átcsatornázzák a nem vagy ke-

11 Az Egyesült Államokban a Bázeli II-t teljes mértékben soha nem vezették be, ezért az USA-ban bevezetésre kerülő Végleges Szabályok egy Bázeli I-alapú tőkerendszer helyébe lépnek majd.

12 A CRD IV és a CRR teljes bevezetéséhez az EU az EBA standardok és iránymutatások időben történő kiadására támaszkodik.

13 2013. júliusban a Federal Reserve System Kormányzótanácsa és más bankfelügyeleti ügynökségek elfogadták azokat a végleges szabályokat, amelyek az USA szövetségi szabályozó hatóságainak tőkével kapcsolatos előírásait egyetlen, átfogó szabályozási keretrendszerbe foglalják (Sabel, 2013).

14 Az EU az IFRS-t vezette be, míg az USA továbbra is a saját standardjait (US GAAP) alkalmazza.

vésbé szabályozott biztosító társaságok irányába. Továbbá számos olyan egyéb pénzügyi szereplő, amelyek bankokhoz hasonlóan működhetnek (pl. bizonyos fedezeti alapok saját értékpapírokat bocsátanak ki, betéteket gyűjtenek befektetőktől és a befektetők nevében áttételes befektetési ügyleteket végeznek). Így ez az „árnyékbankrendszer” nem ugyanolyan szabályok szerint működik, mint a bankrendszer (Blundell et al., 2010).

Tehát hiába alkalmaznak szigorúbb szabályokat a bankokra, más, a bankokhoz kapcsolódó vagy árnyékbanki intézményekre továbbra sem lesznek ezek érvényesek, és a szabályozás hatására átkerülhetnek ezekhez az intézményekhez korábban jól szabályozott banki tevékenységek. Más szavakkal, az új banki standardok arra ösztönözhetnek bankokat, hogy bizonyos tevékenységeket helyezzenek át a nem-banki szektorba, ahol a banki standardokat nem kell alkalmazni (IMF, 2012).

4.3. Származtatott eszközök

Egy származtatott értékpapír (swap, opció, futures, forward és egyéb származtatott ügyletek) általában egy olyan pénzügyi szerződésre utal, amelynek az értékét a mögöttes álló eszköz értékéből származtatják. A származékos ügyletek meglehetősen nehezen áttekinthető pénzügyi eszközök, mivel a mögöttes kockázatokat, valamint ebből adódóan a termékek tényleges piaci értékét éppen a származékos jelleg miatt nehéz felmérni. Azonban a derivatívák a kockázatcsökkentés kiváló eszközei lehetnek, mivel a mögöttes eszközök ármozgásai nem jelennek meg a származtatott eszközök ármozgásaiban. A származtatott eszközök felhasználói fedezni tudják az átváltási árfolyamok és kamatlábak, a részvény- és nyersanyagárak, valamint a hitelképesség ingadozásait. A származtatott eszközök piaca hatalmas növekedést mutatott az elmúlt 25 év során, és a számítástechnika gyors fejlődése a kilencvenes éveket követően lehetővé tette az eszközkezelők számára, hogy egyre kifinomultabb származtatott eszközöket, ezáltal kockázatkezelési módokat tervezzenek és dolgozzanak ki (Chui, 2012). A derivatívák a válság előtt általában sokkal magasabb hozamokat biztosítottak, mint a betéti kamatok, és a befektetési lehetőségek széles palettáját kínálták, amelyek a befektetett összeghez képest magas hozamot biztosítottak. Ez azonban nem a származtatott ügyletek „kockázatmentes” jellegének volt köszönhető, hanem a hozzájuk kapcsolódó, túlzottan optimista spekulációknak. A magas tőkeáttétel miatt a befektetők az eredeti befektetésük többszörösét is elveszíthetik, ha kedvezőtlen spekulatív pozíciót vesznek fel.

Ráadásul a származtatott termékek virágzó piaca alakult ki a szabályozott piacokon kívül (tőzsdén kívüli piac – OTC), és sokkal „szabályozatlanabb” körülmények között, amely tovább nehezítette a tájékozódást az egyre átláthatatlanabb piacokon. Paulo (2011) szerint a származtatott eszközök csaknem 90%-a nem a szabályozott, hanem a tőzsdén kívüli piacokon forog.

A származtatott eszközök, például a mulasztási csereügylet (credit default swaps – CDS) túlzott mértékű, spekulatív célú és nem a meglévő kockázatok fedezésére szolgáló alkalmazása jelentősen súlyosbította a pénzügyi válságot (*Elliott, 2010b*). Mind Európában, mind Amerikában orvosolni kívánják a származtatott eszközökkel folytatott tőzsdén kívüli ügyletek megfelelő szabályozásának hiányát és az elégtelen kockázatkerülést.

Általánosságban arra törekednek, hogy minél több olyan ügyletet vonjanak szabályozás alá, amelyeket korábban szabályozatlan platformokon kötöttek. A szabványosított származtatott eszközökkel kapcsolatos ügyleteket Európában az MTF-eken (többoldalú kereskedési rendszerekben), az USA-ban pedig SEF-eken (csereügylet végrehajtási rendszerekben) kell lebonyolítani, a partnerkockázatot pedig azzal csökkentik, hogy a kereskedést folytató feleket arra kötelezik, hogy az ügyletek központi szerződő félén keresztül számolják el.¹⁵ A származtatott eszközökkel kapcsolatos legfontosabb követelmények nagy vonalakban azonosak Európában (EMIR) és Amerikában (Dodd–Frank-törvény, VII. cím) mind a kereskedési adatok, mind az elszámolási követelmények tekintetében. Ezek a szabályok kötelezőek mindazon pénzügyi és nem-pénzügyi vállalkozásokra, amelyek egy bizonyos küszöbértéknél nagyobb számú származtatott ügyletet kötnek. Mindkét joghatóság széles körű mentességet ad azoknak a felhasználóknak, akik a származékos ügyleteik mögöttes üzleti kockázatát fedezik (*Deloitte, 2012*).

Bár a szabályozási keretrendszer nagyon hasonló az Atlanti-óceán két partján, jelentős különbségek mutatkoznak a végrehajtásban és a technikai részletekben. *Jones (2014)* a származtatott eszközökkel kapcsolatos transzatlanti kötélműzsről ír, mivel mind az EU, mind az Egyesült Államok többször hangsúlyozta az elkötelezettségét a származtatott eszközök következetes és zökkenőmentes piacának létrehozása iránt (Path Forward¹⁶, Financial Markets Regulatory Dialogue¹⁷-sajtóközlemények¹⁸), de még mindig nem körvonalazódik

15 Egy központi szerződő fél ékelődik a két fél közé, amely garantálja a kereskedést akkor, ha valamelyik fél nem teljesít.

16 2013-ban az EU és az Egyesült Államok szabályozó hatóságai aláírták a „Path Forward” megállapodást, amelyben vállalták a származtatott eszközökre vonatkozó szabályaik harmonizálását annak érdekében, hogy elkerüljék a szektor széttöredezését.

17 2002 óta az EU és az USA közötti egyeztetések fóruma a Pénzügyi Szabályozási Párbeszéd. A fórumban a következő szervezetek képviselői vesznek részt: Európai Bizottság (Belső Piaci és Szolgáltatási Főigazgatóság), Európai Szabályozó Hatóságok (Európai Bankhatóság, Európai Biztosítás- és Nyugdíjfelügyeleti Hatóság, Európai Értékpapírpiazi Felügyeleti Hatóság), továbbá az amerikai államkincstár (U.S. Treasury) és független szabályozó ügynökségek, így a Federal Reserve System Kormányzótanácsa, a Commodity Futures Trading Commission (Határidős Árutőzsde Kereskedelmi Felügyelet – CFTC), a Federal Deposit Insurance Corporation (Szövetségi Betétbiztosító) és a Securities and Exchange Commission (Értékpapír- és Tőzsd felügyelet – SEC). Az EU-USA szabályozói párbeszéd tagjai rendszeres információcserét folytatnak az Atlanti-óceán két oldalán tapasztalt szabályozási fejleményekről.

18 Az Egyesült Államok - Európai Unió Pénzügyi Szabályozási Párbeszéd Közös Közleménye, 2015. január 15: „A résztvevők kiemelték az EU és az USA erőfeszítéseit a tőzsdén kívüli származtatott eszközök reformjainak bevezetésére, és folyamatos erőfeszítéseiket a határon átnyúló piaci szereplőkkel, ügyletekkel és infrastruktúrákkal kapcsolatos nyitott kérdések rendezésére. Mindkét fél üdvözölte a központi szerződő felekkel szembeni kitétséghez kapcsolódó tőkekövetelményekre vonatkozó átmeneti időszak meghosszabbítását. A meghosszabbítás révén az EU továbbra is együttműködhet a CFTC és a SEC személyzetének tagjaival, hogy továbblépjenek az USA-beli CCP-k egyenértékűségére vonatkozó döntésekben. Az Európai Bizottság és a CFTC képviselői elkötelezettek aziránt, hogy minél előbb megoldják azokat a kérdéseket, amelyek az USA-ban működő CCP-knek az EMIR szerinti egyenértékűségére vonatkoznak, mégpedig egy olyan hatékony rendszer alapján, amely helyettesített megfelelést biztosít a mindkét joghatóságnál bejegyzett CCP-k számára” (p. 2).

a kompromisszum. Az Egyesült Államokban a központi szerződő felek (CCP-k) továbbra sem számolhatnak el európai uniós származtatott eszközöket anélkül, hogy megfizetnék az európai szabályoknak való megfelelés többletköltségét is. Egy másik alapvető kihívás az elszámolás alá nem eső csereügyletek árrésében tapasztalható eltérések minimalizálása.

Ezen túlmenően, miközben az USA tőkepiacai sokkal egységesebbek, az európai pénzügyi piac egyáltalán nem homogén. Az európai piacok töredezettsége megnehezíti (többek között) a központi szerződő felek (CCP-k) szabályozását. Az Elszámolóházak Európai Szövetsége (European Association of Central Counterparty Clearing Houses – EACH), Európa 23 elszámolóházának szövetsége szerint az európai követelményrendszer jóval megterhelőbb és költségesebb, mint az amerikai, ami alááshatja az európai CCP-k versenyképességét, szabályozási hátrányhoz vezethet, és szabályozási arbitrázst idézhet elő.

Ami az EMIR hatását illeti, *Mátrai Károly*, a magyar KELER központi elszámolóház kockázatkezelési és gazdasági igazgatója szerint, bizonyos rendelkezések súlyos nehézségeket okozhatnak a kisebb elszámolóházak működésében.¹⁹

4.4. Hitelminősítő ügynökségek

A hitelminősítő ügynökségek (a továbbiakban: CRA-k) vizsgálatának fontossága abból a konszenzusból fakad, miszerint részben ők okolhatók a pénzügyi válságért (*Lannoo, 2010a*). A piacot jelenleg három nagy hitelminősítő ügynökség uralja, amelyek a globális piac 94%-át birtokolják (*Európai Bizottság, 2008*). Ezek már több alkalommal tévedtek előrejelzéseikben a jelzálogpiaci válság előtt és annak a kezdetén is, és kiváló minősítést adtak olyan értékpapíroknak és hiteltermékeknek, amelyek hamarosan elértéktelenedtek. A Moody's, a Fitch és a Standard & Poor's prémium kategóriás minősítést adtak még azoknak a fedezett adósságjellegű kötelezettségeknek is, ahol a mögöttes másodlagos jelzálogadósok már fizetéképtelenek voltak. 2007 második fele és 2008 első fele között több értékpapír minősítését egyetlen nap leforgása alatt AAA-ról (a kötelezettséget nagy valószínűséggel teljesíteni fogják) CCC-re (jelentős hitelkockázat) módosították (a kérdéses időszakban a jelzálogalapú értékpapírokat összesen 1,9 ezer milliárd amerikai dollárral minősítették le) (*Morris, 2008*).

Számos intézmény számára csak bizonyos arányban engedélyeztek kockázatos (alacsonyabb besorolású) portfóliókat, és ezért arra kényszerültek, hogy a leminősítést követően eladásba kezdjenek. A szigorú előírások miatt azonban azok, akik képesek lettek volna venni, nem tehették meg ezt. Ezért maga a rendszer erősítette a negatív visszacsatolást és a pánikot. Ami még aggályosabb, az a CRA-k tanácsadó tevékenységével kapcsolatos összeférhetlenség. A CRA-k tanácsadó üzletága hozzásegítheti a potenciális kibocsátókat

19 A Mátrai Károllyal készített interjú alapján (2013. március 21.).

a kívánt minősítés megszerzéséhez. Ezért kívánatos lenne jogilag szétválasztani a minősítő üzletágot a minősítési tanácsadói szolgáltatásoktól (*Brunnermeier et al., 2009*).

A CRA-k szabályozása jelentősen különbözik az USA-ban és az EU-ban. A pénzügyi szabályozásról folytatott kiterjedt USA-EU párbeszéd ellenére a két fél továbbra is erősen eltérő módon szabályozza ezt a területet. A kétféle megközelítés közötti alapvető különbségek a minősítő üzletág eltérő megítéléséből erednek. Az USA hatóságai egy államilag szabályozott oligopólium létrehozásával, az átláthatóság és a verseny eszközeivel kívánják biztosítani a piaci fegyelmet, ahol a verseny alapja a minősítések megbízhatósága. Az EU hatóságai ezzel szemben a CRA-k számonkérhetőségének felügyeleti úton történő erősítésére törekednek, miközben korlátokat emelnek a minősítési üzletágba való belépés elé (*Lannoo, 2010b*).

Az USA szabályozása – az 1929-es piaci összeomlásra adott válaszként – már az 1930-as évek óta alkalmaz hitelminősítéseket azok felügyelete nélkül. Az 1930-as és az 1970-es évek között a minősítők szabályozásban való alkalmazása nem változott lényegesen. Ennek következtében a pénzügyi szabályozás az USA-ban nagy mértékben függ a minősítéskéntől az értékpapírok, nyugdíjak, banki tevékenység, ingatlanok és biztosítás területén (*Cinquegrana, 2009*). A 2007-08-as globális pénzügyi válság fényében és figyelembe véve, hogy egyre több bizonyíték utal arra, hogy a CRA-k is felelősek voltak a történekekért, az Egyesült Államokban a Securities and Exchange Commission (Értékpapír- és Tőzsd felügyelet) – abban a reményben, hogy mérsékelni lehet a CRA-knak az USA-ra és az egész világgazdaságra gyakorolt hatását – 2011-ben úgy döntött, hogy ahol csak lehetséges, megpróbálja törölni a pénzügyi szabályozás szabálykönyveiből a hitelminősítő ügynökségek szolgáltatásainak kötelező igénybevételét. Az általános cél „eltávolítani vagy mással felváltani minden utalást a CRA-minősítésekre a törvényekben és a szabályozásban, és ahol lehet, alternatív megoldásokat adni” (*Finance and Strategy, 2013*). Az új szabályok abban is támogatják a pénzpiaci szereplőket, hogy saját hitelértékelést dolgozzanak ki. Az EU a hitelminősítő intézetekre vonatkozó III. rendelet (CRA III Regulation) elfogadásával szintén komoly lépéseket tett annak érdekében, hogy eltávolítsa a szabályaiból és előírásaiból a CRA-minősítések kötelező alkalmazását (*FSB, 2013*). Az Egyesült Államokhoz hasonlóan a hitelminősítő ügynökségeket felelősségre lehet vonni, ha a jelentésük a CRA-rendelet megsértése vagy súlyos gondatlanság miatt kárt okoz egy befektetőnek vagy kibocsátónak. A harmadik CRA-csomag célja a a minősítőkre való túlzott hagyatkozás mérséklése azáltal, hogy ösztönzi a pénzügyi intézmények önértékelését. A rendelet erősíti a CRA-k függetlenségét és az érdekellentétek kiküszöbölését azzal segíti, hogy bizonyos összetett strukturált pénzügyi eszközökre (ismételt értékpapírosítás) kötelező rotációt vezet be. A hitelminősítő ügynökségek tulajdonosaira is vonatkoznak korlátozások. Az EU is támogatja a kisebb CRA-k igénybevételét annak érdekében, hogy csökkentsék a három legnagyobb ügynökség magas piaci koncentrációját. Az érdekellentétekből eredő kockázatok mérséklése miatt az új szabályok azt is tiltják, hogy egy CRA 10%-ot vagy azt meghaladó tőkehánnyal

vagy szavazati joggal, illetve, hogy 10% vagy azt meghaladó részesedéssel rendelkezzen valamely minősített szervezetben (*Európai Bizottság, 2013*). A harmadik országokra vonatkozó rendszer kialakítása volt a legvitatottabb pont a CRA rendelet tárgyalása során, éppen ezért számos megfigyelőt váratlanul ért, hogy az EU 2012-ben úgy döntött, hogy az USA hitelminősítő ügynökségekre vonatkozó jogi és felügyeleti keretrendszerét az EU követelményekkel egyenértékűnek ismeri el.

4.5. Fedezeti alapok felügyelete

A fedezeti alapokat is vádolták azzal, hogy hozzájárultak a válsághoz, ugyanakkor a tényleges szerepük tisztázatlan. A fedezeti alapok a bankokhoz képest kisebb eszközállománnyal és meghatározott tőkeáttételi szinten működnek, így kevésbé valószínű, hogy a következő válságot ők idézzék elő. Ahogyan a tanulmány már említette, a Dodd–Frank-törvény IV. címe a banki szervezetek számára megtiltja, hogy érdekeltséggel rendelkezzenek valamely magántőke- vagy fedezeti alapban vagy támogatói legyenek annak, ha egy ilyen befektetés összege meghaladja a bank Tier 1 tőkéjének 3%-át, vagy ha a bank érdekeltsége meghaladja az alap teljes tulajdonának 3%-át (*Kaal, 2010*).

A 150 millió dollárt meghaladó értékű kezelt vagyonnal (AUM) rendelkező fedezeti alapok kötelesek magukat befektetési tanácsadóként nyilvántartásba vetetni, és a kereskedésükről és a portfólióikról kötelesek a tőzsd felügyeletnek beszámolni. A Dodd–Frank-törvény azt is előírja az amerikai tőzsd felügyelet (Securities and Exchange Commission – SEC) számára, hogy szabályokat alkosson azoknak a fedezetalap-kezelőknek a nyilvántartásba vételére és beszámoltatására vonatkozóan, akikre a regisztrációs kötelezettség korábban nem terjedt ki. A kötelező regisztráció révén a SEC összegyűjtheti a szükséges információkat annak érdekében, hogy korlátozza azokat, akik a „piacok árnyékában működnek”, megelőzze a csalásokat, korlátozza a rendszerszintű kockázatot, és tájékoztassa a befektetőket. A regisztráció kötelezővé tétele mellett a Dodd–Frank-törvény a regisztrált alapkezelő tanácsadókat arra is kötelezi, hogy rendszeres jelentést nyújtsanak be (*Kaal, 2013*).

Az EU alternatív befektetési alap-kezelőkről (ABAK) szóló irányelve 2014. júliusban lépett hatályba, amely szabványosította a kezelők működését, és meghatározta az alapjaik Európai Gazdasági Térségben történő értékesítésére vonatkozó feltételeket. A regisztráció és az „útlevél” megszerzése érdekében az alapkezelőknek a saját joghatóságukban kell magukat nyilvántartásba vetetniük, és az útlevél birtokában az egész EU-ban értékesíthetik az alapjaikat. Ugyanakkor nem minden joghatóság kedvező a nem-EU-s alapok számára: az Egyesült Királyságban, Hollandiában és az észak-európai követelmények könnyebben teljesíthetők, míg Dél-Európában szigorúbbak a korlátozások. A többféle engedélyezési díj és adminisztratív akadály miatt az alapkezelők kevésbé hajlandóak ezekbe az irányokba

is kiterjeszteni tevékenységüket.²⁰ A korábbi ÁÉKBV²¹ regisztrációs és „útlevél kiadási díjai” minimálisak voltak, így a jelenlegi, tagállamról tagállamra változó díjszabás a legtöbb alapkezelő számára érthetetlen. Ennek következtében számos USA-beli alapkezelő csak az Egyesült Királyság és Svájc piacára lép be, „és kivárja, hogy rendeződön a játéktér.”

4.6. Fogyasztóvédelem

A válság előtt egyrészt fogyasztói oldalon az alacsony szintű pénzügyi műveltség, másrészt pénzügyi szolgáltatói oldalon a pénzügyi termékek fokozott összetettsége oda vezetett, hogy sok fogyasztó úgy érezte, kihasználták vagy félrevezették, és sok esetben ez tényleg így is történt. Ezen túlmenően a szabályozatlan, vagy nem kellően ellenőrzött, illetve az (egyre fokozódó érdekellentétekkel sújtott), és – főként a rosszul meghatározott javadalmaszói rendszerek elterjedése miatt – csak a rövid távú gazdasági teljesítményt tekintetbe vevő pénzügyi szolgáltatók tevékenysége megnövelte annak az esélyét, hogy a fogyasztók csalás vagy visszaélés áldozatává váljanak (OECD, 2011).

Úgy tűnik, a politikai döntéshozók is felismerték, hogy a fogyasztói biztonságérzet megteremtése alapvető követelmény minden jól működő pénzügyi rendszerben, és hogy a fogyasztók bizalma hosszú távon elősegíti a növekedést és az innovációt. Ezért a fejlett országok az elmúlt években elsődleges feladatáá tűzték ki a fogyasztóvédelem és a pénzügyi oktatás javítását (Chakrabarty, 2013).

A Dodd–Frank-törvényben központi problémaként nevezték meg és kezelték az Egyesült Államok fogyasztóvédelmi rendszerében tátongó szabályozási vákuumot. Más fogyasztóbarát kezdeményezések mellett a törvény legjelentősebb intézkedése a Pénzügyi Fogyasztóvédelmi Iroda (Consumer Financial Protection Bureau) létrehozása volt (CFPB, 2013), amely hét szövetségi ügynökség fogyasztóvédelmi hatásköreit vonta össze (Puzzanghera, 2011). Bár az első intézkedéseit a republikánusok merev ellenkezése akadályozta (azt állítva, hogy az Iroda túl széles hatáskört kapott, és korlátozza a hitelek elérhetőségét és a fogyasztók választási lehetőségeit a pénzügyi termékek között), az Irodát viszonylag sikeres szervezetnek tekintik, amely aktívan hozzájárul a fogyasztóvédelemhez (Singletary, 2012).

Az EU-ban a pénzügyi termékeket érintő fogyasztóvédelem az új Európai Felügyeleti Hatóságok (European Supervisory Authorities – ESA) hatáskörébe tartozik (Kastner, 2013). Ezek az ESA-k a nemzeti felügyeleti hatóságokkal működnek együtt a pénzügyi piacok

²⁰ Ausztria például legalább 1100 eurót (1409 dollárt) számít fel a dokumentumok feldolgozásáért, és a további 600 euró éves díjat a megfelelőség ellenőrzéséért. At Egyesült Királyság és Magyarország ezzel szemben nem számít fel belépési díjat, viszont „rendszeres” díjfizetésre kötelezik azokat az alapkezelőket, amelyek helyi fióktelepet hoznak létre (Cohn, 2014, a Reuters cikke).

²¹ Az „ÁÉKBV-k” vagy „átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozások” az Európai Unió szintjén szabályozott befektetési alapok. A kisbefektetők által végzett összes kollektív befektetés mintegy 75%-át teszik ki Európában. Az ezekre az alapokra vonatkozó jogszabály a 2014/91/EU irányelv (Európai Bizottság, 2014b).

fogyasztóvédelme érdekében. Az Európai Bizottság fogyasztóbarát javaslatokat tett többek között a betétbiztosítás, a szolgáltatások összehasonlítását megkönnyítő, egységes jelzőhitelezési tájékoztató lap, valamint az összetett lakossági befektetési termékek szigorúbb szabályozása terén (*Európai Bizottság, 2010a; 2010b; 2011; 2012*).

2014-ben a fogyasztóvédelem terén jelentős teljesítménynek tartották azt az irányelvet, amely biztosítja, hogy minden európai polgár rendelkezessen egy alapvető bankszámlával (*EurActiv, 2014*). A 2014/92/EU irányelv (a „fizetési számlák irányelv”) elfogadásával az EU célja, hogy az európai polgárok számára minden hitelintézetnél harmonizálja a bankszámlanyitást, átláthatóvá tegye a banki díjakat és megkönnyítse a bankszámlaváltást. Ennek következtében az EU-polgárok fogyasztói jogai javulni fognak a következő területeken: (1) fizetési számlákhoz való hozzáférés, (2) a fizetési számlák díjainak összehasonlíthatósága és (3) fizetésiszámla-váltás. Ugyanakkor a fogyasztóvédelem és az ismeretterjesztés központi kérdéssé tétele a pénzügyi rendszer reformja során sem kendőzheti el azt a tény, hogy a fogyasztók – még akkor is, ha tájékozottak a pénzügyek terén – általában nincsenek abban a helyzetben, hogy meghatározhassanak bizonyos szerződéses feltételeket (pl. ha jelzáloghitelt vesznek fel).

5. Következtetések

A pénzügyi piacok stabilizálása érdekében jelenleg az EU és az USA egy mélyreható intézményi és szabályozási átalakítás kellős közepén tart. A válság rávilágított a pénzügyi piacok közötti összefonódásokra, és egyértelművé tette, hogy a szabályozó hatóságoknak, a felügyeleti hatóságoknak és a pénzügyi központoknak szorosabban együtt kell működniük (*Calvino, 2013*).

Az USA és Európa központi szerepet játszanak a globális pénzügyek alakításában, mivel az összes pénzügyi szolgáltatás kétharmadát itt nyújtják. Bár a két pénzügyi piac közötti kapcsolatok szinte organikusnak tekinthetők, a szabályozási keretrendszerek több alapvető különbséget mutatnak. A különbségeket részben az eltérő politika háttér és döntéshozatali mechanizmusok, részben pedig az eltérő szabályozási attitűdök magyarázzák.

A szabályozási rendszerek eltérése különösen problémás, mivel az eltérő szabálygyűjtemények egyeztetése idő- és pénzigényes feladat a rendkívül magas adminisztratív költségek és a jövőbeni szabályozásokkal kapcsolatos bizonytalanságok miatt. Az EU és az Egyesült Államok is egyaránt tisztában van a szabályozásbeli különbségekből eredő hátrányokkal. Ez az egyik oka annak, hogy már 2002-ben mindketten kezdeményezték a rendszeres Pénzügyi Szabályozási Párbeszédet. Nyilvánvaló, hogy ha egy ország megköveteli, hogy a többi ország alkalmazkodjon az ő pénzügyi szabályozásához, az az ország lesz a „szabályalkotó”, míg a „szabályelfogadók” más szereplők által előírt normákhoz igazodnak. Ezért

a pénzügyi szabályozások megalkotása vagy elfogadása azt mutatja, hogy egy gazdasági szereplő képes-e másokat úgy befolyásolni, hogy az ő szabályait fogadják el (*Quaglia, 2014*). A mi esetünkben, bár az EU és az Egyesült Államok célkitűzései hasonlóak, mindketten a szabályalkotó szerepében kívánnak fellépni, nem pedig a másik által bevezetett szabályok passzív „letöltőiként”. Mindamellett alapvető fontosságú a nemzetközi egyetértés a határokon átnyúló szabályozási kérdésekben: a különbségek hatalmas jogi és technikai kihívást jelentenek mind Európában, mind a tengerentúlon működő vállalatok számára, hiszen egyszerre kétféle szabályrendszert kell bevezetniük.

A pénzügyi szabályozási tevékenységek válság utáni megélnkülése hatalmas lehetőséget jelent egy egységesebb globális pénzügyi környezet létrehozására. Az EU-ban és az USA-ban adott szabályozási válaszok összehasonlítása alapján megállapíthatjuk, hogy a hat kiemelt terület esetében számos szabály összekapcsolódik egymással, és habár egymást átfedő céljaik is vannak, de a végrehajtásukban tapasztalható eltérő irányok komoly kihívás elé állítják azokat a cégeket, amelyek mindkét környezetben tevékenykednek. Néhány területen a szabályozó hatóságok folyamatos párbeszéd és együttműködés révén egyenértékűnek ismerték el egymás jogi és felügyeleti keretrendszerét (pl. hitelminősítő ügynökségek). Más, hasonlóan jelentős területeken viszont továbbra is fennállnak az eltérések (pl. központi szerződő felek és származtatott eszközök).

Ezért, a pénzpiacok integrációjának folytatódásával a szabályozó hatóságok hasonló problémákkal szembesülnek az EU-ban és az Egyesült Államokban, de a gyakorlati megoldások néha eltérően alakul. A rendszeres kétoldalú együttműködés (FMRD), a részletesen ismertetett, harmadik felekre vonatkozó követelmények és a jól kidolgozott helyettesített megfelelési/egyenértékűségi²² eljárások a helyes irányba mutatnak. Mivel mindkét joghatóságnak érdekében áll a pénzügyi vállalkozások zökkenőmentes határon átnyúló együttműködése, remélhetjük, hogy a pénzügyi szabályok kölcsönös elismerése már elérhető közelségben van.

²² Helyettesített megfelelés: ha egy illetékes szerv megállapítja, hogy egy külföldi joghatóság szabályai összemérhetők a saját szabályaival, az alapvetően arra az elgondolásra utal, hogy messzemenően tiszteletben kell tartani a külföldi joghatóság teljes szabályozói rendszerét a saját szabályozási rendszer helyett mindaddig, amíg annak a céljai összemérhetők (ezt a megközelítést az EU szaknyelvben „egyenértékűségnek” nevezik) CFTC, Interpretive Guidance and Policy Statement Regarding Compliance with Certain Swap Regulations (CFTC, 2012).

Felhasznált irodalom

ABBL (2013): MiFID. Association des Banques et Banquiers. Luxembourg, <http://www.abbl.lu/dossiers/mifid>. Accessed on 15 October, 2013.

ACHARYA, V. A. et al. (2010): *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*. New York: Wiley Finance.

ADAMS, Z. – FÜSS, R. – GROPP, R. (2014): Spillover Effects among Financial Institutions: A State-Dependent Sensitivity Value-at-Risk Approach. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 49 (3), pp. 575–598.

ALLEN, F. AND CARLETTI, E. (2009): The Roles of Banks in Financial Systems. In: BERGER, A. N., MOLYNEUX, P. and WILSON, J. O. S. (eds.): *The Oxford Handbook of Banking*. Oxford New York: Oxford University Press, Chapter 2, pp. 37–57.

BIEDERMANN, ZS. (2012a): The History of American Financial Regulation. *Public Finance Quarterly*, 57 (3), pp. 313–331.

BIEDERMANN, ZS. (2012b): The challenges of the regulation of the international financial system. (A nemzetközi pénzügyi rendszer szabályozásának kihívásai). In: FARKAS, P., MEISEL, S. and NOVÁK, T. (szerk.): *The changing world economy. (A változó világgazdaság – útkeresések, tapasztalatok és kilátások)*. Vol. 1: Global questions (Globális kérdések). Budapest: MTA KRTK, pp. 80–96.

BIS (2009): History of the Basel Committee and its Membership. Bank for International Settlements, Basel. <http://www.bis.org/bcbs/history.pdf>. Accessed on 17.03.2013.

BIS (2013): International regulatory framework for banks (Basel III). Bank for International Settlements, Basel. Letölthető: <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>. Accessed on 17.10.2013

BIS (2014): Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) Assessment of Basel III regulations – European Union. Letölthető: <http://www.bis.org/bcbs/publ/d300.pdf>. Accessed on 27.01.2015.

BLUNDELL-WIGNALL, A. – ATKINSON, P. (2010): Thinking beyond Basel III: Necessary Solutions for Capital and Liquidity. *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol. 1.

BRUNNERMEIER, M.K. – CROCKETT, A. – GOODHART, C.A.E. – PERSAUD, A. – SHIN, H.S. (2009): *The Fundamental Principles of Financial Regulation*. Geneva Reports on the World Economy, 11th ed. Genf: International Center for Monetary and Banking Studies, ICMB, and Centre for Economic Policy Research, CEPR.

CALVINO, N. (2013): Financial Regulation in the US and EU: Integration or Fragmentation? Policy Discussion at Bruegel think tank Brussels, July 3, 2013. http://ec.europa.eu/internal_market/speeches/docs/2013/20130703_speech_calvino_en.pdf. Accessed on 21.10.2013.

CFPB (2013): Creating the Consumer Bureau. Consumer Financial Protection Bureau. <http://www.consumerfinance.gov/the-bureau/creatingthebureau/>. Accessed on 21.10.2013.

CFTC (2012): Interpretive Guidance and Policy Statement Regarding Compliance with Certain Swap Regulations. Commodity Futures Trading Commission. <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/federalregister071213b.pdf>. Accessed on 28.01.2015.

CHAKRABARTY, K. C. (2013): Financial consumer protection. Inaugural address by the Deputy Governor of the Reserve Bank of India, at the Reserve Bank of India – Bank of France Seminar on „Consumer protection”, organized at the College of Agricultural Banking, Pune, 22 March 2013. <http://www.bis.org/review/r130402b.pdf>. Accessed on 18.10.2013.

CHATZISTAVROU, F. – KATSIKAS, D. – TIRKIDES, Y. (2013): Strengthening EU presence in global financial regulation reform. In: FABRY, E. – ROSELLI, C. (eds.): Think global – act European IV. Thinking strategically about the EU’s external action. Paris: Institut Jacques Delors, pp. 76–84.

CHUI, M. (2012): Derivatives markets, products and participants: an overview. In: *IFC Bulletin* No. 35. Data requirements for monitoring derivative transactions. BIS, pp. 3–12.

CINQUEGRANA, P. (2009): The Reform of the Credit Rating Agencies: A Comparative Perspective. ECMI Policy Brief No. 12 Feb., Center for Economic Policy Studies (CEPS).

CLAESSENS, S. – KODRES, L. (2014): The Regulatory Responses to the Global Financial Crisis: Some Uncomfortable Questions. IMF Working Paper Series WP/14/46. IMF, Washington D.C.

CMWG (2010): EU-U.S. financial markets – need for cooperation in difficult times. TABD CMWG, Washington, Brussels. http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/symposia/europe/2010-europe/briefing-book/concept-papers/tabd_eu-u-s--financial-markets.pdf. Accessed on 11.04.2013.

COHN, C. (2014): Smaller alternative funds complain of European ‘passport’ costs. *Reuters*, <http://uk.reuters.com/article/2014/11/28/hedgefunds-europe-fees-idUKKCN0JC00A20141128> Accessed on 27.01.2015.

DAVIS, K. (2011): Regulatory Reform Post the Global Financial Crisis: An Overview. A report prepared for the Melbourne APEC Finance Centre. http://www.apec.org.au/docs/11_CON_GFC/Regulatory%20Reform%20Post%20GFC-%20Overview%20Paper.pdf. Accessed on 27.01.2015.

DELOITTE (2012): EMIR: A giant stride forward but further work to do. EMEA Centre for Regulatory Strategy. Financial Services, 22 February. <http://www.deloitte.com/assets/Dcom-UnitedKingdom/Local%20Assets/Documents/Industries/Financial%20Services/Issues/uk-fs-emir-giant-stride-forward.pdf>. Accessed on 16.04.2013.

DEWATRIPONT, M. J. and TIROLE, J. (1994): A Theory of Debt and Equity: Diversity of Security and Manager-Shareholder Congruence. *Quarterly Journal of Economics* 109 (4), pp. 1027–1054.

DODD–FRANK ACT (2010): The Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. <http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-111hr4173enr/pdf/BILLS-111hr4173enr.pdf>. Accessed on 22.10.2013.

EBA (2013): Implementing Basel III Europe: CRD IV package. European Banking Authority. <http://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/implementing-basel-iii-europe>. Accessed on 17.10.2013.

EBIC (2013): Basel III implementation / EU-US level playing field. European Banking Industry Committee, Brussels. <http://www.eubic.org/Position%20papers/004C-2013%20-%20EBIC%20Letter%20Basel%20III%20implementation%20-%20EU-US%20level%20playing%20field.pdf>. 09.04.2013.

ELLIOTT, D. J. (2010a): Basel III, the Banks, and the Economy. The Brookings Institution, Washington D. C. http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2010/7/26%20basel%20elliott/0726_basel_elliott.pdf. Accessed on: 06.04.2013.

ELLIOTT, D. J. (2010b): The Danger of Divergence: Transatlantic Cooperation on Financial Reform. The Atlantic Council and Thomson Reuters. http://thomsonreuters.com/content/news_ideas/white_papers/corporate/markupfielditems/The_Danger_of_Divergence.pdf. Accessed on 19.03.2013.

ERNST AND YOUNG (2010): The bar is now set, Basel III calibrations and timeline. [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The_bar_is_now_set:_Basel_III_calibrations_and_timeline/\\$FILE/Basel%20III_01%20Nov_IF_7_Bar%20is%20now%20set.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/The_bar_is_now_set:_Basel_III_calibrations_and_timeline/$FILE/Basel%20III_01%20Nov_IF_7_Bar%20is%20now%20set.pdf). Accessed on 17.10.2013.

ERNST AND YOUNG (2013): The world of financial instruments just got more complex. Time to take note., Capital markets reform: MiFID II. [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/MiFID_II_adds_complexity_to_financial_instruments/\\$FILE/MiFID_II_adds_complexity_to_financial_instruments.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/MiFID_II_adds_complexity_to_financial_instruments/$FILE/MiFID_II_adds_complexity_to_financial_instruments.pdf). Accessed on 17.10.2013.

ESMA (2013): What does EMIR mean for Non-financial counterparties? European Securities and Markets Authority. http://www.esma.europa.eu/system/files/emir_for_non-financials.pdf. Accessed on 17.10.2013.

EC (2008): Commission staff working document accompanying the Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies. Impact Assessment, SEC/2008/2746. European Commission, Brussels. http://ec.europa.eu/finance/securities/docs/agencies/impact_assesment_en.pdf. Accessed 21.10.2014..

EC (2010a): Commission Proposes Package to Boost Consumer Protection and Confidence in Financial Services, 12.07.2010. http://europa.eu/rapid/press-release_IP-10-918_en.htm. Accessed on 21.10.2013.

EC (2010b): Regulating Financial Services for Sustainable Growth. EC, European Economic and Social Committee (EESC). <http://www.eesc.europa.eu/?i=portal.en.int-opinions.15779>. Accessed on 21.10.2013.

EC (2011): Regulating Financial Services for Sustainable Growth, Feb. European Commission, Brussels. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/110209_progress_report_financial_issues_en.pdf Accessed on 21.10.2013.

EC (2012): Special Eurobarometer 373: Retail Financial Services:Report. European Commission, Brussels. http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/policy/eb_special_373-report_en.pdf. Accessed on 21.10.2013.

EC (2013): New rules on credit rating agencies (CRAs) enter into force – frequently asked questions. European Commission, Brussels. http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-13-571_en.htm. Accessed on 24.01.2015.

EC (2014a): Banking structural reform. European Commission, Brussels. http://ec.europa.eu/finance/investment/ucits-directive/index_en.htm. Accessed on 05.02.2015.

EC (2014b): UCITS – Undertakings for the collective investment in transferable securities. European Commission, Brussels. http://ec.europa.eu/finance/investment/ucits-directive/index_en.htm. Accessed on 24.01.2015.

EurActiv (2014): EU strikes deal on universal right to basic bank account. <http://www.euractiv.com/euro-finance/basic-banking-features-talks-rea-news-534284>. Accessed on 24.01.2015.

EVANS, D. S. (2010): Why Now is Not the Time to Revamp Consumer Financial Protection (7 January 2010). SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1538005>. Accessed on 24.01.2015.

FINANCE AND STRATEGY (2013): Stricter European rules on Credit Rating Agencies. <http://en.finance.sia-partners.com/20130619/stricter-european-rules-on-credit-rating-agencies/>. Accessed on 25.01.2015.

FINANCEWATCH (2013): MiFID II Key Issues. <http://www.finance-watch.org/our-work/dossiers?fid=98&keyissues=1>. Accessed on 17.10.2013.

FRIED, J. M. and SHILON, N. (2012): The Dodd-Frank Clawback and the Problem of Excess Pay. Harvard Law School. The Corporate Board, January/February 2012. <http://www.law.harvard.edu/faculty/jfried/1201FriedShilon.pdf> Accessed on 06.04.2013.

FSB (2013): Credit Rating Agencies – Reducing reliance and strengthening oversight. Progress report to the St Petersburg G20 Summit. http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_130829d.pdf?page_moved=1. Accessed on 25.01.2015.

GFMA (2012): Regulatory Reform Programme – Extraterritoriality Issues in US and EU. Global Financial Markets Association. <http://www.gfma.org/Initiatives/Consistency-of-Implementation/GFMA-Paper-Detailing-Extraterritoriality-Issues-in-US-and-EU/>. Accessed on 25.01.2015.

GOLDSTEIN, M. AND VÉRON, N. (2011): The European Union should start a debate on too-big-to-fail. VoxEU.org, 14 Avril 2011. <http://www.voxeu.org/article/eu-should-start-debate-too-big-to-fail> Accessed on 07.04.2013.

GOODHART, C. ET AL. (1998): *Financial Regulation: Why, How, and Where Now?* New York: Routledge.

GOODHART, C. (2010): How should we regulate bank capital and financial products? What role for „living wills”? In: TURNER, A. et al. (eds.): *The Future of Finance: The LSE Report*. London: London School of Economics and Political Science, Chapter 5, pp. 165–186.

GROPP, R. (2014): How Important Are Hedge Funds in a Crisis? *FRBSF Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Fransisco. <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/> Accessed on 2015. január 26.

HALDANE, A. G. (2012): On being the right size. Institute of Economic Affairs’ 22nd Annual Series, The 2012 Beesley Lectures. <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2012/speech615.pdf>. Accessed on 12.04.2013.

HANSON S. G. – KASHYAP, A.K. – STEIN, J. C. (2011): A Macroprudential Approach to Financial Regulation. *Journal of Economic Perspectives* 25 (1), pp. 3–28.

IMF (2012): Global Financial Stability Report. Restoring Confidence and Progressing on Reforms. Interational Monetary Foundation, Washington D.C. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2012/02/pdf/c3.pdf>. Accessed on 02.03.2013.

JONES, H. (2014): EU throws down gauntlet to U.S. over derivatives. *Reuters*, <http://uk.reuters.com/article/2014/06/27/eu-regulations-clearing-idUKL6N0P83L720140627>. Accessed on 27.01.2015.

KAAL, W. A. (2010): Financial Market Regulation after the Crisis:The Case for Hedge Fund Regulation via Basel III. http://works.bepress.com /cgi/viewcontent.cgi?article=1000&context=wulf_kaal. Accessed on 22.03.2013.

KAAL, W. A. (2013): Hedge Fund Manager Registration Under the Dodd-Frank Act – An Empirical Study. *San Diego Law Review* 50 (1), pp. 244–322.

KASTNER, L. (2013): Transnational Civil Society and the Consumer-friendly Turn in Financial Regulation. Maxpo Discussion Paper No. 13/2. http://www.maxpo.eu/pub/maxpo_dp/maxpodp13-2.pdf. Accessed 21.10.2013.

LANNOO, K. (2010a): Comparing the EU and US Responses to the Financial Crisis. ECMI Policy Brief No. 14, January. Center for Economic Policy Studies (CEPS).

LANNOO, K. (2010b): What reforms for the credit rating industry? A European perspective. ECMI Policy Brief No. 17, October. Center for Economic Policy Studies (CEPS).

MORRIS, C. R. (2008): *The two trillion-dollar meltdown – Easy money, high rollers, and the Great Credit Crash*. Chapter 6: *The Great Unwinding*. New York: PublicAffairs, pp. 113–142.

OECD (2011): G20 High-level principles on financial consumer protection. Organisation for Economic Cooperation and Development. <http://www.oecd.org/daf/fin/financial-markets/48892010.pdf>. Accessed on 18.10.2013.

OSBORNE, B. (2014): George Osborne, Chancellor of the Exchequer to Mark Carney, Chair of Financial Stability Board, 20 November 2014. https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/377192/CX_MC_201114.pdf. Accessed on 29.01.2015.

OUDEÁ, F. (2013): Consequences of the new regulatory landscape on OTC derivatives trading. Banque de France, *Financial Stability Review* No. 17. https://www.banque-france.fr/fileadmin/user_upload/banque_de_france/publications/Revue_de_la_stabilite_financiere/2013/rsf-avril-2013/23-OUEDA_Frederic.pdf. Accessed on 29.01.2015.

PAN, E. J. (2011): Structural Reform of Financial Regulation. *Transnational Law & Contemporary Problems* 19 (3), pp. 796–867.

PAULO, S. (2011): Europe and the global financial crisis. Taking stock of the EU's policy response. Robert Schuman Foundation, Europe and the Global Financial Crisis: Explained in 10 Sheets. Avril 2011. http://www.robert-schuman.eu/doc/questions_europe/qe-200-en.pdf. Accessed on 02.04.2013.

PUZZANGHERA, J. (2011): GOP stalls confirmation of consumer agency nominee. *Los Angeles Times*. <http://articles.latimes.com/2011/sep/07/business/la-fi-consumer-bureau-cordray-20110907>. Accessed on 20.10.2013.

QUAGLIA, L. (2014): *The European Union and Global Financial Regulation*. Oxford and New York: Oxford University Press.

REINHART, C. M. AND ROGOFF, K. S. (2009): *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press

RUTLEDGE, S.L. (2014): Consumer Protection and Financial Literacy Lessons from Nine Country Studies. *Policy Research Working Paper*, No. 5326. The World Bank Europe and Central Asia Region Finance and Private Sector Department. http://siteresources.worldbank.org/EXTFINANCIALSECTOR/Resources/Consumer_Protection_and_Fin_LiteracyWPS5326.pdf. Accessed on 28.01.2015.

SABEL, B. K. (2012): Dodd-Frank: The Fed's Proposal for Enhanced Supervision of Foreign Banks. Shearman and Sterling LLP. Client publication, 18 December. <http://www.shearman.com/files/Publication/50177e86-b1d7-41ee-b5c4-f084cac36422/Presentation/PublicationAttachment/668b01f2-d3d0-4869-9fea-56424aa77c20/Dodd-Frank-Feds-Proposal-for-Enhanced-Supervision-of-Foreign-Banks-FIA-121812.pdf>. Accessed on 12.04.2013.

SABEL, B. K. (2014): Basel III Framework:US/EU Comparison. The Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, September. <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2013/09/27/basel-iii-framework-useu-comparison/> Accessed on 28.01.2015.

SINGLETARY, M. (2012): Consumer Financial Protection Bureau got off to a good start in its inaugural year. *The Washington Post*. http://articles.washingtonpost.com/2012-07-10/business/35486606_1_consumer-financial-protection-bureau-prepayment-penalties-high-cost-mortgages. Accessed on 21.10.2013.

STOLTENBERG, C. – CRUTCHFIELD GEORGE, B. – LACEY, K. A. – CUTHBERT, M. (2011): The Past Decade of Regulatory Change in the U.S. and EU Capital Market Regimes: An Evolution from National Interests toward International Harmonization with Emerging G-20 Leadership. *Berkeley Journal of International Law*, 29 (2), pp. 576–648.

ŠÚTOROVÁ, B. and TEPLÝ, P. (2014): The Level of Capital and the Value of EU Banks under Basel III. *Prague Economic Papers*, 19 (2), pp. 226–243.

TALBOTT, J. R. (2010): *Contagion: The Financial Epidemic That is Sweeping the Global Economy... and How to Protect Yourself from It*. Hoboken, N. J.: Wiley.

TAYLOR, A. M. (2012): The Great Leveraging. *CEPR Discussion Papers* No. 9082. London: Centre for Economic Policy Research. <http://www.bis.org/events/conf120621/taylor.pdf> Accessed on 12.04.2013.

The Economist (2012): Laws for all – Lots of rules, but not all good ones. *The Economist*, 18 February. <http://www.economist.com/node/21547835>. Accessed on 02.04.2013.

VÉRON, N. (2014): The G20 financial reform agenda after five years. *Bruegel Policy Contribution*, No. 11, September. <http://www.bruegel.org/download/parent/849-the-g20-financial-reform-agenda/file/1752-the-g20-financial-reform-agenda/>. Accessed on 29.01.2015.

VIÑALS, J. – PAZARBASIOGLU, C. – SURTI, J. – NARAIN, A. – ERBENOVA, M. – CHOW, J. (2013): Creating a Safer Financial System: Will the Volcker, Vickers, and Liikanen Structural Measures Help? *IMF Staff Discussion Note*, SDN/13/4. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1304.pdf>. Accessed on 29.01.2015.

YELLEN, J.. L (2012): Macroprudential Supervision and Monetary Policy in the Post-crisis World. Speech At the Annual Meeting of the National Association for Business Economics, Denver, CO, 11 October. <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20101011a.htm>. Accessed on 28.01.2015.

Nemzetközi trendek a diákhitelezésben

Vona Máté

Az oktatásfinanszírozás témakörében több olyan tanulmánykötet is jelent meg a közelmúltban, amely akár tankönyvként is alkalmazható egy felsőoktatás-finanszírozási kurzus során, mert olyan alaposan körbejárja a tudományterület aktuális kérdéseit. Ez az elemzés hasonló szellemű áttekintést kíván adni az oktatásfinanszírozás egy szűkebb, de nagyon aktuális területéről, a diákhitelezésről. A dolgozat az OECD-országoknak a diákhitelezéssel kapcsolatos, legfontosabb országos statisztikáit mutatja be rendszerezett formában, és azok összehasonlító elemzésével von le következtetéseket a felsőoktatás-finanszírozási rendszer ösztönzőire vonatkozóan. Jelen tanulmány azt a kérdést vizsgálja, hogy vajon – a gazdasági háttértől függetlenül – a jövőben a diákhitelezés egyre nagyobb arányú szerepet fog-e vállalni a felsőoktatás finanszírozásában. Arra a konklúzióra jut, hogy ha az olyan nagy, 20 millió lakost meghaladó népességű európai országokban, mint például Németország vagy Franciaország, szeretnék például elérni a GDP 1%-a körüli többletforrás bevonását a felsőoktatásba, akkor az csak a magánfinanszírozás aktiválásán keresztül valósulhat meg. Ha ez növekvő tandíjakon keresztül történik, amire a nemzetközi modellek utalnak, akkor a diákhitelezési piac is jelentős növekedés elé néz. Ennek a folyamatnak az eredményei azonban évtizedek alatt válnak jelentőssé.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: G15, I22

Kulcsszavak: oktatás-gazdaságtan, felsőoktatás-finanszírozás, diákhitelezés, OECD-országok

1. Bevezetés

Az emberi tudásnak vagy emberi tényezőnek meghatározó szerepe van a gazdasági növekedésben. A termelékenységre történő beruházás egyik formája a szervezett formában végzett tanulás (Schultz, 1961). A közoktatásban való részvétel kötelező érvényű, mára azonban a felsőoktatási tanulmányok folytatása is tömegesé vált. A felsőfokú tanulmá-

Vona Máté a Debreceni Egyetem Közgazdaságtudományi Doktori Iskolájának doktorjelöltje.

E-mail: mate.vona@econ.unideb.hu.

A kutatást az Európai Unió és Magyarország támogatásával, az Európai Szociális Alap társfinanszírozásával a TÁMOP 4.2.4.A/2-11-1-2012-0001 azonosítószámú „Nemzeti Kiválóság Program – Hazai hallgatói, illetve kutatói személyi támogatást biztosító rendszer kidolgozása és működtetése konvergencia program” című kiemelt projektje támogatta.

nyok tekinthetők egyfajta befektetésnek is, mert habár költséges folyamat, a diplomások átlagosan sokkal jobb karrier- és életkörülménybeli kilátások elé néznek, mint a diploma nélküliek. A felsőoktatás mint szolgáltatás költségekkel jár. Az egyén számára ez jelentkezik közvetlen és közvetett költségek formájában. A közvetlen költségek közé sorolható például a tandíj, a lakhatás költsége, a megélhetéshez kapcsolódó fogyasztás. Közvetett költségnak vagy használdozati költségnak tekintjük azt az elmulasztott jövedelmet, amit akkor keresett volna az egyén, ha nem ruház be a továbbtanulásba. Az előbbi az, amely tényleges kiadással jár, és jelentős lehet a megtakarításokhoz és a jövedelemhez viszonyítva (Varga, 1998). Az első diplomát az OECD statisztikái alapján a fejlett országokban a diplomások átlagosan 27 évesen szerzik meg (OECD, 2014:79). Ez azt jelenti, hogy nagyrésztük egyáltalán nem, vagy csak alacsony összegű megtakarításokkal rendelkező tanulmányai kezdetén. Erre a problémára egy jellemző megoldás, hogy a hallgató a családot vonja be az oktatás finanszírozásába. Az Egyesült Államokban például léteznek olyan hitelek, amelyeket kifejezetten ilyen esetekre találtak ki: az FFEL olyan hitel, amelyet felsőoktatásban tanulók családtagjai vehetnek fel.¹

A felsőoktatás-finanszírozás témakörének egyik központi kérdésköre az állami szerepvállalás. Habár a felsőoktatás nem tekinthető klasszikus közjóságnak, hiszen lehetőség van a fogyasztásából való kizárásra, és az egyének fogyasztása is ronthatja a többiek fogyasztási lehetőségeit, mégis fontosnak tekintjük, hogy az állam megjelenjen ezen a piacon. Az egyik oka ennek az, hogy a felsőoktatásnak pozitív externális hatásai vannak. A magas képzettségű humán tőke magasabb termelékenységű és jobb a hatékonysága. Ez túlcserél azokra is, akik az ilyen munkavállaló körül dolgoznak, és ezt rendszerint nem fizetik meg (Lucas, 1988).

Az állami és magán szerepvállalás arányának kérdéseivel a költségmegosztás (*cost-sharing*) irodalma foglalkozik (Halász 2014:44). Johnstone (2004) a költségmegosztás négy szereplőjét jelöli meg, közöttük oszlanak meg az oktatás költségei. Az állami csatorna mellett a magánfinanszírozás csatornájába tartoznak a következő szereplők: a *hallgatók*, a *család* és az *adományozók*. A hallgatók vagy a család a jövedelem és megtakarítás mellett nem állami hitelekkel is finanszírozhatják a tanulmányokat. Az adományozók vagy az oktatási intézményeket finanszírozzák, vagy a másik két szereplőt (államot, családokat).²

Az állami szerepvállalásnak számos formája és modellje van (Halász, 2012). Az állami szerepvállalás történhet intézményfinanszírozáson keresztül; erről akkor beszélünk, ha az állam a felsőoktatási intézményeket támogatja, így azok a költségeket csak részben hárítják át a hallgatókra. Ennek a szélsőséges, de gyakran tapasztalható esete, amikor a felsőoktatási intézmény állami tulajdonú, és tandíjmentesen kínálja a szolgáltatását. Ilyenkor is előfordul azonban, hogy – például felvételi eljárással – korlátozzák a fogyasztók körét. Egy

1 Federal Family Education Loan (FFEL) program, amelynek az a célja, hogy a hallgató szülei is hitelhez jussanak az oktatás költségeinek finanszírozásához (U.S. Department of Education, 2015).

2 A felsőoktatási intézmények kutatási és vállalkozási tevékenységéhez kötődő finanszírozást sem a hivatkozott szerző, sem ez a cikk nem vizsgálja.

másik lehetséges mód közvetlenül a hallgatók vagy a családjuk támogatása ösztöndíjakkal, engedményekkel vagy diákhitelrendszer működtetésével. Illetve, az állam támogatásokat is biztosíthat az adományozóknak, például adókedvezményeket adhat. Itt olyan vállalati ösztöndíjakra gondolhatunk, amelyek után adójóváírást számolhat el a cég. Ezek közül a lehetőségek közül ebben a dolgozatban a diákhitelezést emeljük ki.

A diákhitelezés egyik központi kérdése, hogy megoldaná-e ezt a magánpiac. Habár említettük, hogy a hallgatók is vehetnek fel hitelt, a piac azonban óztkodna hitelt nyújtani tanulmányok folytatására. A termelékenység tulajdonjoga nem átadható, így zálog tárgyát sem képezheti. A család kezességvállalása pedig éppen azokat zárná ki a finanszírozásból, akiknek talán a legnagyobb szüksége lenne rá (*McPherson–Schapiro, 2006*). Noha az érték-papírosítás mechanizmusa lehetővé teszi, hogy a hitelezők a hitelkockázatot áthelyezzék olyan pénzügyi piaci szereplőkhöz, akik hajlandók viselni a kockázatot, sőt *Roy (2014)* amellet is érvel, hogy a válság alatt közel-arbitrázs ügyletet is végre lehetett hajtani diákhitel-alapú derivatív ügyletekkel. A válságot követően azonban csökkent a népszerűsége az ilyen jellegű pénzügyi tevékenységnek.

Az egyik természetes belépési pont az, hogy az állam mint kezes lép be a piacra. Lehet egyrésztől garanciavállalója a hitelfelvevőknek (eszközoldali garancia), másrészt a diákhitelezéssel foglalkozó intézményeknek (forrásoldali garancia). Mint minden biztosítással kapcsolatos probléma esetén, ebben az esetben is jelentkezik a morális kockázat. Ha a hiteles nemfizetése esetén a hitelező felé vállal garanciát az állam, a hitelező érdekeltsége csökken a hitel behajtásában, a hitelesnek meg a törlesztésében. Ha a hitelező forrásszerzésére vállal garanciát az állam, akkor a hitelező hajlamos lehet túl nagyvonalúan hitelezni és behajtani. Utóbbi esetben a morális kockázat kezelhető úgy, hogy maga a szervezet is állami tulajdon, és a behajtást az adórendszerhez kötik. Így működik például a magyar Diákhitel Központ, míg eszközoldali garanciavállalásra példa az Egyesült Államok. Végül az állam felléphet hitelnyújtóként is. *Berlinger (2002)* amellet érvel, hogy valójában a teljes garanciavállalással történő hitelezés tulajdonképpen nem magánforrás-bevonás, hanem állami finanszírozás.

Az első fejezetben áttekintjük azokat az alapvető összefüggéseket, amelyeket szükséges ismerni a dolgozat részben pénzügyi, részben oktatás-gazdaságtani problémáinak a vizsgálatához. Bemutatjuk, milyen összefüggés van az országok gazdasági teljesítménye és a diplomások aránya, valamint a felsőoktatásba történő teljes beruházás között és megvizsgáljuk, hogyan változtak a felsőoktatási ráfordítások az utóbbi másfél évtizedben. Ezzel azt illusztrálja a tanulmány, hogy a felsőoktatási piac növekedése globálisnak tekinthető, és a kevésbé fejlett OECD-országokban is jelentős. Ha az állami- és a magánberuházások lebontásában is megvizsgáljuk a trendeket, akkor azt tapasztaljuk, hogy a magán- és állami beruházások is növekedtek az elmúlt időszakban. A diákhitelből történő tanulmányfinanszírozás már magánberuházásnak számít, hiszen tulajdonképpen a jövőbeli jövedelem átcsoportosítása. A trendek alapján azt váránk, hogy a diákhitelezés bővülni fog; az azonban kérdéses, hogy hol és milyen módon. Vajon robbanásszerűen fognak elszaporodni a nagy

diákhitelpiacok, amelyek hasonló méretűek lesznek, mint az Egyesült Államokban, ahol a háztartások adósságállománya diákhitelből 1100 milliárd dollár körül mozog? Általános lesz-e, hogy a hallgatók 80%-a rendelkezik diákhitellel végzéskor, mint Ausztráliában? Mekkora mértékű adósságállományokra lehet számítani? A kérdésekre válaszolva azt a hipotézist vizsgáljuk, hogy a felsőoktatásba történő beruházások növekedési üteme tartható a ma ismert modellek mellett.

E kérdések elemzéséhez elsősorban az OECD statisztikai hivatala *Education at a Glance* kiadványának 2014-es kiadásából vizsgáljuk meg a felsőoktatásra vonatkozó, legfrissebb statisztikákat. Ezeknek az adatoknak a forrását a második fejezetben mutatjuk be.

A harmadik fejezet az adatok összehasonlító elemzését tartalmazza. Végül a dolgozat konklúzióval zárul. Ebben a fent említett hipotézisre vonatkozóan azt az állítást fogalmazzuk meg az elemző szekció után, hogy – habár egyértelmű az ösztönző a globális felsőoktatási piacon a magánfinanszírozás minél szélesebb körű bevonására – a diákhitelzés rohamos bővülésére nem lehet számítani. Csupán egy-két ország diákhitelpiaca tekinthető igazán nagyra, és főleg a kisebb országokban, mint például a skandináv országokban, igen jelentős beruházás valósítható meg magas tandíjak nélkül is. Ennek ellenére a skandináv országokban jelen van a diákhitelzés, míg például Németországban kevésbé. Azonban, ha a 60 milliónál nagyobb lakosságú országok is egy magas tandíjas, magas magánforrás-arányú rendszer irányába mozdulnak el, akkor valószínűleg 40–60%-os hitelezési arány alakulhat ki a hallgatók körében, amely 10–15 éves törlesztési időszakkal társul. Ám ezeknek a változóknak még a kicsiny mintán is jelentős a szóródásuk. Így összefoglalva, a diákhitelzés jövője elég kiszámíthatatlan, de a terjedése elkerülhetetlen.

2. A probléma felvetése

A fejezetben az oktatás-gazdaságtani témához szükséges pár alapvető összefüggést ismertetjük ábrákon és táblázatokon keresztül. A termelésben résztvevő emberi tényező következménye, hogy a magasabb iskolázottság magasabb GDP-t eredményez a jövőben, de mindenképpen érdemes megemlíteni, hogy a folyamat valószínűleg körkörös. Az *1. táblázat* adatai alapján is hasonló következtetést vonunk le. Az *1. táblázat* egy korrelációs tábla, amelyben a megfelelő évekhez tartozó sorok és oszlopok keresztmetszetében a 34 OECD-ország diplomásarányának és egy főre jutó GDP-jének lineáris korrelációs együttműködési találatok. Érdemes megjegyezni, hogy a lineáris kapcsolat nem jelent ok-okozati kapcsolatot, de az elmélet alapján feltételezni lehet a kapcsolatot, és az irányát is meg lehet határozni. A mátrix főátlójától lefelé közepes értékű (0,4-0,5) lineáris korrelációs együttműködési értékeket találunk, amit úgy értelmezünk, hogy a múltbeli egy főre jutó GDP és a felsőoktatásban részesülők aránya között közepes erősségű, pozitív lineáris kapcsolat van.

1. táblázat

Korrelációs táblázat: a különböző években a diplomások aránya (25–64 éves korcsoport) és az egy főre jutó GDP (konstans vásárlóerőn, 2005-ös áron) az OECD-országokban

		Egy főre jutó GDP (konstans vásárlóerőn, 2005-ös áron)					
		2000	2005	2008	2009	2010	2011
Felsőfokú végzettség aránya a 25–64 éves korosztályon belül	2000	0,445	0,457	0,427	0,435	0,435	0,441
	2005	0,441	0,446	0,422	0,440	0,439	0,445
	2008	0,450	0,459	0,434	0,454	0,454	0,459
	2009	0,504	0,519	0,499	0,515	0,518	0,524
	2010	0,494	0,510	0,489	0,506	0,509	0,515
	2011	0,522	0,541	0,523	0,537	0,540	0,544

Forrás: saját számítás OECD (2014: 45–46), OECD (2015) alapján

A főatlóhoz képest fölfelé pedig a múltbeli felsőoktatásban részesülők és a jövőbeli GDP-adatok közötti kapcsolatokat állapítunk meg. Érdekes talán felhívni a figyelmet, hogy a 2000-es évek végének felsőoktatási arányai és a korábbi évek GDP-adatai között erősebbek a korrelációs együtthatók. Ezt úgy értelmezzük, hogy *a gazdagabb országokban még nagyobb mértékben növekedett a felsőoktatásban részesülők aránya, mint a kevésbé gazdag OECD-országokban*. Chilét leszámítva nincs olyan ország, ahol 1 százalékpontot meghaladó visszaesés lenne bármely két egymást követő év között a hallgatói arányokat tekintve (OECD, 2014: 45–46).

2. táblázat

Az egy főre jutó GDP és a a GDP százalékában vett felsőoktatási kiadások összefüggése az OECD-országokban

(2011)

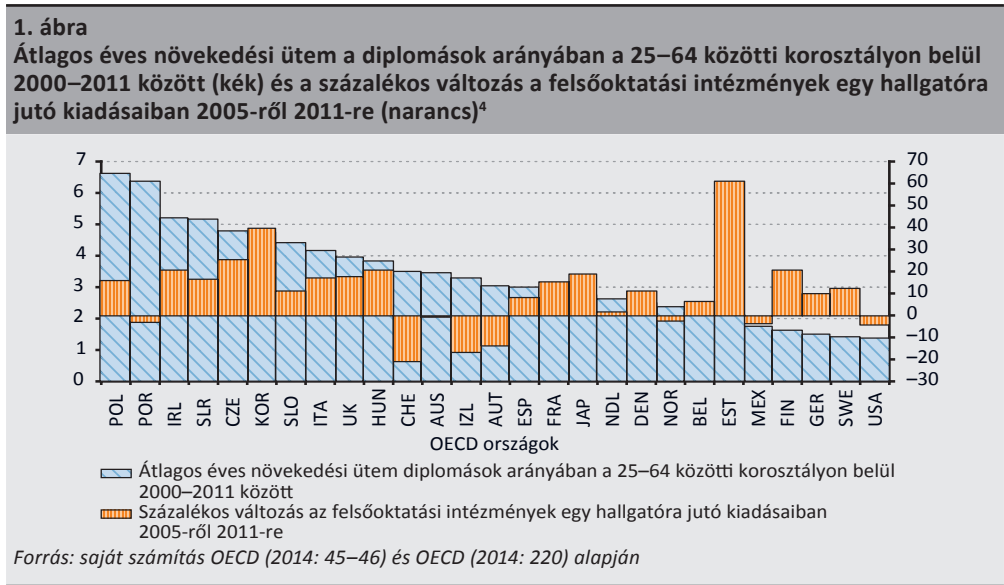
		Egy főre jutó GDP (konstans vásárlóerőn, 2005-ös áron)					
		2000	2005	2008	2009	2010	2011
Felsőoktatási ráfordítás a GDP százalékában	2000	0,36439	0,369437	0,361048	0,381893	0,407583	0,421458
	2005	0,315214	0,314073	0,321331	0,346271	0,368337	0,368259
	2008	0,252037	0,268346	0,256987	0,279249	0,300916	0,307875
	2009	0,28888	0,302874	0,290481	0,308062	0,329046	0,334196
	2010	0,217978	0,231407	0,224659	0,237232	0,259356	0,26874
	2011	0,216917	0,234362	0,226955	0,241474	0,261512	0,270104

Forrás: saját számítás OECD (2014: 231), OECD (2015) alapján

A 2. táblázat az elsőtől hasonlóan értelmezhető; a GDP-arányos felsőoktatási ráfordítás és a felsőoktatási kiadások GDP-százalékos arányának összefüggését mutatja a 34 OECD-ország mintáján. Itt az összefüggés már nem olyan erős, mint az 1. táblázatban mutatott viszonyrendszerben. Jellemzően az országok éves GDP-jüknek az 1–1,8%-át áldozzák felsőoktatásra

(OECD, 2014:231). Az 1. táblázat alapján azok az országok, amelyekben a 2000-es évek elején magasabb arányban költöttek felsőoktatásra, a gazdagabb országok voltak, és ez a kapcsolat erősödött. A korábban többet költő ország nagyobb valószínűséggel zárkózott feljebb később. A *korrelációs kapcsolatok azonban kifejezetten sokat gyengültek*. Például az egy évtizeddel korábbi egy főre jutó GDP és a GDP-arányos ráfordítás között csak gyenge pozitív kapcsolat volt. A mostani költési viszonyokkal még annál is gyengébb a kapcsolat, mint a 2000-es évek elején volt az azonnali adatok között.

Az 1. ábra országokra lebontva és dinamikus változásuk szerint mutatja be a hallgatói arányt és a kiadásokat. Azt állapítjuk meg, hogy a diplomások arányában általánosnak mondható a növekedés, mert pozitív átlagos növekedési ütemek voltak jellemzőek a 2000-es években (kék), ahogy azt már korábban is említettük. Az egy hallgatóra jutó intézményi kiadások tekintetében már összetettebb a kép. Az 1. ábrán nem látható egyértelmű mintázat, amely azt sugallná, hogy az egy hallgatóra jutó intézményi ráfordítás változása összefüggésben áll a tömegesedés mértékével. Erre jó példa, hogy mind Portugáliában, mind az Egyesült Államokban egy kicsivel kevesebb intézményi ráfordítás jut egy hallgatóra, mint 2005-ben, pedig az előbbi országban sokkal jelentősebb volt a tömegesedés, mint az utóbbiban.



Európában a jóléti állam modelljének súlyos fenntarthatósági kihívásokkal kell szembenéznie (Berend T., 2003; Sapir, 2005; Snower et al., 2009), amelynek egyik „áldozata” lehet az államilag finanszírozott felsőoktatás. Az állami szerepvállalás más formái kerülhetnek előtérbe. Erre lehet példa Németország, ahol 30 év után vezettek be tandíjat (Dwenger et al., 2012). A modern gazdasági folyamatok az úgynevezett tudásalapú társadalom írá-

3 Adathiány miatt TUR, NZ, LUX, CHL, CAN, GRE nem szerepel.

nyába mutatnak, amelyben az emberi tényező jelentősége minden eddiginél kiemeltebb szerephez jut (*Lundvall, 2006*). A termelékenység növelésének egyik formája az oktatáson keresztül történik (*Schultz, 1961; Becker, 1964*). A felsőoktatásnak az 1960-as évektől tapasztalható tömegesedése (*Lomas, 2002*) magas állami költségek mellett teszi csak lehetővé az esélyegyenlőség és méltányosság elvén szinte teljes egészében központi forrásból finanszírozott továbbtanulást (*Marcucci–Johnstone, 2007*). Ennek egyfajta jelei mutatkoznak Magyarországon is, ahol a közelmúltban zajlott le egy jelentős változási folyamat, amelynek keretében bizonyos szakok szinte teljes mértékben költségtérítésessé váltak.

A tandíjak kiszabása tekintetében *Marcucci–Johnstone (2007a)* az oktatásfinanszírozásnak négy alapvető modelljét különbözteti el. A két legjellemzőbb a tandíjas modell (*up-front tuition fee*) és ennek az ellentettje, az államilag finanszírozott modell (*no tuition fee*). A két modell elemeit vegyesen tartalmazó koncepciók is léteznek, mint például a Magyarországon is alkalmazott duális modell (*dual-track tuition fee*), amely azt jelenti, hogy a hallgatók egy része államilag finanszírozott képzésben részesül, míg azok, akik az állami helyekre nem érték el a felvételi ponthatárt, megvásárolhatják maguknak a tanulás lehetőségét. Ezen kívül létezik még a differenciált modell, amely a külföldi hallgatók számára külön díjszabást alkalmaz. Ahogy *Barr (2004)* fogalmaz, az „ingyenes felsőoktatás” zsákutca, amely hosszú távon a 21. században nem tartható fenn. Ennek egy jellemző bizonyítéka, hogy Németország, az ingyenes felsőoktatás egyik legjelentősebb példája engedélyezte tartományainak, hogy tandíjat vezessenek be a felsőoktatási intézményeikben, és több tartományban éltek is ezzel a lehetőséggel (*Dwenger et al., 2012*).

A tandíjak finanszírozásának egyik módja lehet a diákhitel, ahogy azt már említettük. A diákhitelzés történhet több koncepció szerint is. Az egyik legegyszerűbb koncepció a hagyományos jelzálog típusú hitelkoncepció, amelyben a hitelkihelyezés után azonnal megkezdődik a törlesztés, tehát türelmi idő nélkül és a felvett hitelösszeg függvényében annuitás jellegű részletekben kell megtéríteni az adósságot. Ez a forma azonban kifejezetten előnytelen a felvevő számára rossz anyagi körülmények esetén, ugyanis az adós tanulmányai végzése alatt nem vagy csak nagyon alacsony jövedelemmel rendelkezik (*Del Ray–Racionario, 2010*). Előnyeként említik viszont a kiszámíthatóságot és könnyű adminisztrációt. A hitelfelvevő számára előnyösebb a jövedelemfüggő törlesztés. A diákhitel törlesztését a felvevő aktuális vagy késleltetett jövedelmének függvényében határozták meg. Ennek hátránya azonban az, hogy bizonytalan a törlesztési idő (részletesebb lásd például *Garcia-Penalosa–Walde, 2000; Berlinger, 2002; Chapman, 2006; Del Ray–Racionario, 2010*). További koncepciók még a diplomás adó, amely tulajdonképpen nem hitelállomány alapú törlesztés, hanem egy kötelező adó, amit a kezdeti hitelfelvételtől függetlenül fizetni kell. Ezt még gyakorlatban nem vezették be (*Chapman, 2006*). Az utolsó pedig – amely szintén elméleti koncepció – úgynevezett humántőke-szerződésekkel kívánja bevonni a magánszektort a felsőoktatás finanszírozásába. Az annuitásos és a jövedelemarányos hitelek az elterjedtek, de az alkalmazási helyek függvényében változatos feltételekkel találkozhatunk (erről részletesebben lásd a jelen tanulmány 4. fejezetét).

Az 1. és 2. táblázatok, valamint a 1. ábra elsődleges tengelyének adatai alapján arra következtünk, hogy a felsőoktatási piac mérete globálisan növekszik. Legnagyobb mértékben

azokban az országokban, amelyek igyekeznek felzárkózni a legfejlettebb gazdaságokhoz, például Lengyelországban, Csehországban, Portugáliában, Írországban és Koreában.

Az ábrák és az elmélet alapján a következő problémát vizsgálja a tanulmány további része: amennyiben a felsőoktatás további tömegesedésére és növekvő forrásigényére számítunk – amellett, hogy a finanszírozás kérdésére nem ad egyértelmű választ az erős gazdasági háttér (lásd 1. ábra másodlagos tengelye) –, úgy vajon e folyamatokra a válasz a magánfinanszírozás bevonása és a diákhitelzés, vagy vannak alternatív finanszírozási modellek, amelyeknek a felfutása várható?

3. Az adatok forrása, bemutatása

A fentebb megjelölt probléma vizsgálatához a korábban már említett és használt OECD *Education at a Glance* adatbázist alkalmazzuk. Ez a talán legszélesebb körű oktatásstatisztikai gyűjtemény, amely elérhető; oktatásfinanszírozási adatok tekintetében mindenképpen. Az *Education at a Glance* kiadvány 1992-ben jelent meg először, azóta éves rendszerességgel teszik közzé, valamint a folyamatosan frissülő adatbázisa internetes letöltésre is lehetőséget nyújt, ráadásul minden évben újfajta statisztikákkal és kimutatásokkal bővül. Az egyik legfrissebb például az oktatásfinanszírozás témakörén belül a diákhitelzéssel kapcsolatos adatok bemutatása, ami jól jelzi a téma aktualitását. Az adatok feldolgozása azonban időigényes, így a legfrissebb adatok a 2014-es kiadványban jellemzően 2011-es vagy 2012-es adatok.

Az adatok forrása az úgynevezett INES (Indicators of Education Systems) program, amely a 34 OECD-országra és a nem tag G20-országokra vonatkozó adatokat foglalja magába. Ebben a tanulmányban most csak az OECD-országokra fókuszálunk. Az INES-program az adatok gyűjtése során számos forrást felhasznál: az egyik legfontosabb forrás a UNESCO, az OECD és a EUROSTAT éves felméréseinek adatai az oktatás jellemző statisztikáira vonatkozóan (például hallgatói számok, oktatási személyzet vagy oktatásfinanszírozás). (i) A kötetben jelentős adatmennyiség található a képességekre és kompetenciákra vonatkozóan, amelyek forrásai a PISA- és PIAAC-tesztek eredményei. (ii) Részletesen elemzik a tanárok és oktatók körülményeit is, amely adatok forrása az OECD TALIS (Teaching and Learning International Survey) nemzetközi tanítási-tanulási felmérése. (iii) Ezt kiegészíthetik ad hoc adatfelvételek is.

Tehát a következőkben bemutatott adatok az OECD primer adatgyűjtésének és részben átvett adatoknak az eredményei. A bemutatott adatok már sok esetben feldolgozottak, maguk a nyers adatforrások nem elérhetőek. Az OECD az összehasonlíthatóságra törekszik a publikálás során, így a legtöbb esetben csak viszonyszámokat és átlagokat közöl, de az alapvető következtetések levonására ez is megfelelő.

Amennyiben szükség volt kiegészítő adatokra, mint például az egy főre jutó GDP vagy a népességadatok, úgy az OECD-adatbázis volt irányadó a hasonló évekre vonatkozóan, még akkor is, ha a kiegészítő adatból frissebb, például 2012-es vagy 2013-as is rendelkezésre állt (*OECD, 2012*).

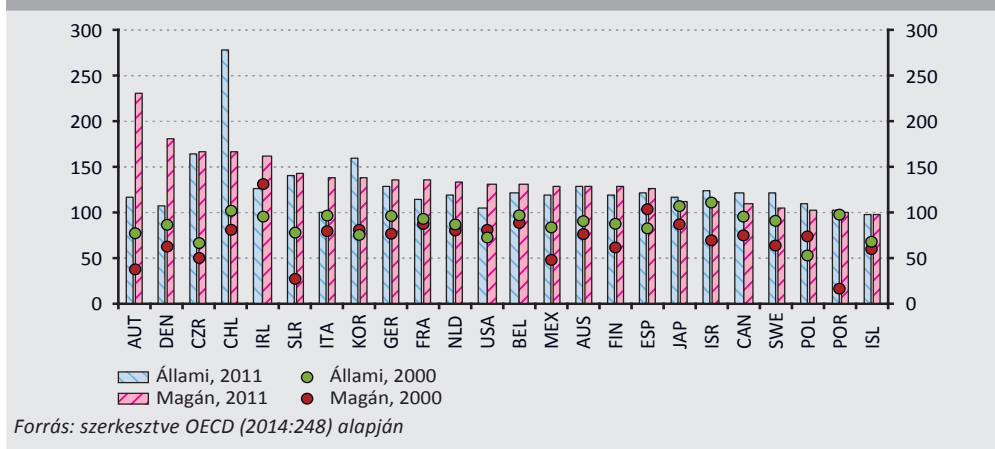
Az adatgyűjtést az OECD-nek sok esetben nem sikerül megvalósítania minden országra, vagy azért, mert az adott ország statisztikai hivatala nem tudja, vagy azért, mert nem akarja kiadni az adatot. Ebben az esetben az elemzésben törekszünk a lehető legtöbb adat bemutatására, jelezve, hogy mely országok maradtak ki adathiány vagy egyéb okok miatt. A tanulmány 1. melléklete tartalmazza az országok listáját és azt a jelölést, amelyet ebben a cikkben használtunk. Több statisztikánál Belgiumot flamand és vallon részre bontották; mi a flamand rész adatait használtuk, ahol választani kellett.

4. Empirikus elemzés

Mivel a diákhitelzés a magánforrások bevonásának egyik eszköze a felsőoktatás-finanszírozásba, így először azt érdemes megvizsgálni, hogy a magánforrások és állami források hogyan oszlanak meg az egyes országok esetén, illetve hogyan változnak az időben. A 2. ábrán 2005 a viszonyítási pont. Például Ausztriában a magánberuházások értéke 2000-ben kevesebb, mint 50%-a volt a 2005-ös értéknek (39,1%), de 2011-re a 2005-ös érték 230%-ára nőtt. Jellemzően a magánfinanszírozásban történt nagyobb változás a 2000-es években. Chile eltérő, mert az állami forrásbevonás nagyon jelentős volt 2005-öt követően, valamint Csehország nagy felsőoktatási expanziója is említésre méltó. A 100-as vonal kritikusanak tekinthető, hiszen azok a „pontok”, amelyek e fölött találhatók, visszaesést jeleznek a ráfordításokban 2000 és 2005 között. Főleg az állami ráfordítások tekintetében találunk ilyen példákat, mint Japán vagy Izrael esetében.

2. ábra

Az állami és magán oktatási ráfordítások 2011-ben és 2000-ben a 2005-ös kiadások százalékában, konstans árakon számolva⁵



4 Adathiány miatt EST, GRE, HUN, LUX, NZ, NOR, SLO, CHE, TUR, UK nem szerepel.

A 2. ábra alapján megállapítható, hogy a magán és állami forrásbevonás között nem, vagy alig feltételezhető összefüggés. Ha a két adatsorból számolt változási adatokra korrelációs együtthatót számolunk, akkor a magán és állami ráfordítás változása közötti 0,3 és 0,22 korrelációs együtthatót találunk. Ez azt sugallja: habár jellemzőbb, hogy egyszerre növekszik a két érték, de igen gyenge közöttük a lineáris kapcsolat. Csehország, Ausztria, Portugália, Szlovákia és Mexikó példáját lehet említeni, ahol jelentős mértékű tőkebevonásra került sor. Lengyelország példája külön érdekes, mert bár ott csak 26%-os emelkedés mutatkozott 2000 és 2005 között a 2005-ös érték arányában; viszont a lengyel diákhitelrendszer 1998-ban kezdte meg működését, és ez egybeesik a magántőke-bevonás felfutásával, mintha azonban az évtized második felére a többlettőke-bevonás korlátokba ütközne.

Továbbá érdemes megemlíteni Csehországot, amely élen járt a magántőke-bevonásban, még úgy is, hogy ott nincs államilag támogatott diákhitelprogram; magánbanki megoldások viszont léteznek, de általában folyószámla-indítási kötelezettséggel.⁵ *A diákhitelezés tehát nem tűnik a tartós magánfinanszírozás-növekedés szükséges feltételének, és nem is elégséges feltétele.*

A magánfinanszírozás bevonásának egy kezdetben hatásos módja például a viszonylag alacsony tandíjak alkalmazása. Európában igazán magas, 5000 euró feletti tandíjak csak Angliában jellemzőek. Ausztriában, Németországban és a skandináv országokban pedig nincsenek tandíjak, vagy csak opcionális lehetőség van az alkalmazásukra. A többi ország esetén is jellemzően az évi 1000 euró alatti tandíjak tekinthetők átlagosnak (*Eurydice, 2014*).

A magántőke-bevonás szükségességére vonatkozó összefüggésre mutat rá a 3. táblázat, amely 3 dimenziót szemléltet. Az országok méretét a lakosságuk jellemzi. A 20 millió lakosság alatti országokat a „kisméretű”, míg a 20 millió feletti lakosságú országokat a „nagy ország” kategóriába soroltuk. Az állami ráfordítások arányának tekintetében a 60%-os arányt választottuk határvonalnak. Ahol a teljes felsőoktatási ráfordításon belül az állami ráfordítások aránya meghaladta a 60%-ot, azt az országot a „magas állami ráfordítás” arányba, ahol viszont nem, azt az „alacsony állami ráfordítás” arányba soroltuk. A harmadik változó pedig a 3. táblázatban az egy lakos költsége, amely az egy főre jutó GDP és a GDP-arányos oktatási ráfordítások szorzataként adódott (ez saját számítás eredménye). Ennek a mutatónak az a lényege, hogy magas értékéhez mind a magas felsőoktatási részvételre, mind a magas egy hallgatóra jutó támogatásra szükség van. Ha csak az egy hallgatóra jutó költsést vizsgáljuk, akkor az azért is lehet magas, mert a társadalom egészéhez viszonyítva nem vesznek részt sokan a felsőoktatásban. Itt a kategóriahatár 500 dollár volt (2005-ös áron és vásárlóerőn számolva), amely alatt „alacsony ráfordításúba” soroltuk az országot, míg az 500 USD felett „magas ráfordításúba”. A kategóriahatárok tulajdonképpen önkényesek, a 2. mellékletben szereplő hisztogramok mutatta sűrűségek voltak a választás alapjai. A lakosság és ráfordítás aránya tekintetében könnyebb volt a döntés, mert a választóvonalat a két csúcstól közölte ha-

5 Bővebben lásd European Funding Guide (2014).

táron választottuk meg. Az egy lakosra jutó ráfordítás tekintetében egycsúcsú, az eloszlás, ezért az átlag adódott mint választóvonal. Az átlag 498 dollárra jött ki, ezt kerekítettük 500 dollárra. Cél volt az is, hogy a határok változtatása ne borítsa fel a besorolást. Például 5 százalékos határváltoztatás csak egy ország besorolását változtatná meg: ha az egy lakosra jutó ráfordítás tekintetében 475 dollár lenne a határ, akkor Belgium már átkerülne abba csoportba, amelyben Ausztria, Hollandia és a skandináv országok vannak.

A 3. táblázat azért hasznos csoportosítás, mert megmutatja, hogy milyen mozgástere van az egyes országoknak. *Mind az összlakosság, mind az állami ráfordítás arányában magas egy lakosra jutó költséssel és nagy állami mérettel jellemezhető oktatásfinanszírozási modellt nem találunk.* Ha egy hasonló elv alapján 2000-es adatok szerint soroljuk be az országokat, ahogy azt a 3. mellékletben tesszük, akkor is 2 ország kerülne ebbe a csoportba: Franciaország és Kanada. Kanadában akkor még 61% volt az állami ráfordítás aránya (épp a választott határ feletti), Franciaországban pedig 398 dollár volt az egy lakosra jutó költség 2005-ös árakon és vásárlóerőn számolva, ami épp meghaladta az országok közötti 360 dollár körüli, akkori átlagot.

3. táblázat

Modellek oktatási ráfordítások tekintetében⁷

(2011)

		Egy lakosra jutó ráfordítás (USD, 2005-ös áron és vásárlóerőn)	
Állami ráfordítás aránya (%)	Lakosság (millió fő)	Alacsony (< 500)	Magas (> 500)
Magas (>60)	Nagy (>20)	FRA, GER, ESP, MEX, ITA, POL	
	Kis (<20)	BEL, DEN, FIN, IZL, NZ, POR, SLO, SLR	AUT, CZE, EST, NLD, NOR, SWE, IRL
Alacsony (<60)	Nagy (>20)	JAP, UK	AUS, CAN, KOR, USA
	Kis (<20)	CHL, ISR	

Forrás: saját számítások OECD (2014:248); OECD (2015a) és OECD (2015b) alapján

Tehát mindkét ország éppen beleférne ebbe a két kategóriába, illetve később ki is kerültek, így nem tekinthetjük modellnek erre a kategóriára vonatkozóan. *A kis lakosságú országokban a magas egy lakosra jutó költség megvalósulhat főként állami csatornán keresztül is, erre nagyon jó példát szolgáltatnak a skandináv országok, de érdekes Csehország és Észtország is.* Csehország 2000-ben még az alacsony költségű kategóriában volt ezen a soron. Észtországról 2000-re vonatkozóan nincs adat.

Érdekes viszont, hogy az átlagot meghaladó egy lakosra jutó költséssel, de kis állami mérettel jellemezhető modellel sem találkozunk. Habár a kis állami ráfordítási arány eleve nagyobb országokra jellemző – Chile és Izrael ilyen modellel próbálkozik –, de az egy lakosra

6 Adathiány miatt CHE, GRE, HUN, LUX, TUR nem szerepel.

jutó költés nem haladja meg az átlagot. Nagyon figyelemreméltó viszont, hogy Ausztrália 2000-ben még ebbe a kategóriába tartozott, de lakosságszámának növekedése miatt került ki. 2000-ben még csak 19 milliós lakossága volt, amely 2011-re 22,4 millióra szaporodott. 2000-ben még idetartozott Izrael, de ott lényegében stagnált az egy lakosra jutó költés, így az átlag alá került. *Ha egy kis ország magánerőforrásból kívánja újrapozícionálni magát, akkor Ausztrália példája lehet a leghasznosabb*, mert habár területét tekintve, nagy az ország, lakosainak száma szerint nem annyira.

Ahogy már korábban említettük, az állami- és magánfinanszírozás közötti közösségi választás mellett egy másik kiemelt kérdés az, hogy az állam hogyan csatornázza be az oktatási rendszerbe a pénzt. Például a diákhitelzés támogatása is egy lehetséges csatorna. A 4. táblázat egy 3. táblázathoz hasonló logikájú, de egy új változó szerinti eloszlást bemutató táblázat. Az állami ráfordítás aránya ugyanaz, mint a 3. táblázatban, azonban a másik változó azt mutatja, hogy az állami ráfordításokon belül a ráfordítások hány százaléka fordul intézményfinanszírozásra. Ennél a változónál a csoportosítás alapja az átlagos érték. Az átlagos intézményfinanszírozás az állami költsékek 77%-a, amely önmagában magas értéknek tekinthető, tehát egy olyan országban, ahol mondjuk 68% az intézményfinanszírozás aránya, azt már relatíve alacsonynak tekintjük. Ahogy a 4. táblázat mutatja, mind az intézményfinanszírozásnak, mind a hallgatófinanszírozásnak megvannak a maga „követői”. Azt érdemes megemlíteni, hogy *hallgatófinanszírozás-központú nagy (20 millió fölötti lakosú) ország csak alacsony állami ráfordítás mellett található. Ha egy nagy ország magas állami ráfordítási arány mellett valósítana meg nagy hallgatófinanszírozási súlyú rendszert, az mindenképpen újdonság lenne*. Mivel az intézményfinanszírozásra vonatkozó statisztikából idősoros verzió nem áll rendelkezésre, így múltbeli adattal való összehasonlítás nem lehetséges ezen az adatbázison.

4. táblázat		
Oktatásfinanszírozási modellek ⁸		
	Állami ráfordítási arány (%)	
Az állami ráfordításon belül a közintézményekre fordított arány	Magas (> 60)	Alacsony (< 60)
Magas (> 77)	AUT, BEL, CZR, EST, FIN, FRA, GER, IRL, MEX, POL, POR, SPA	CAN, ISR, KOR
Alacsony (< 77)	DEN, ISL, NLD, NZ, NOR, SLO, SWE	AUS, CHL, JAP, UK, US

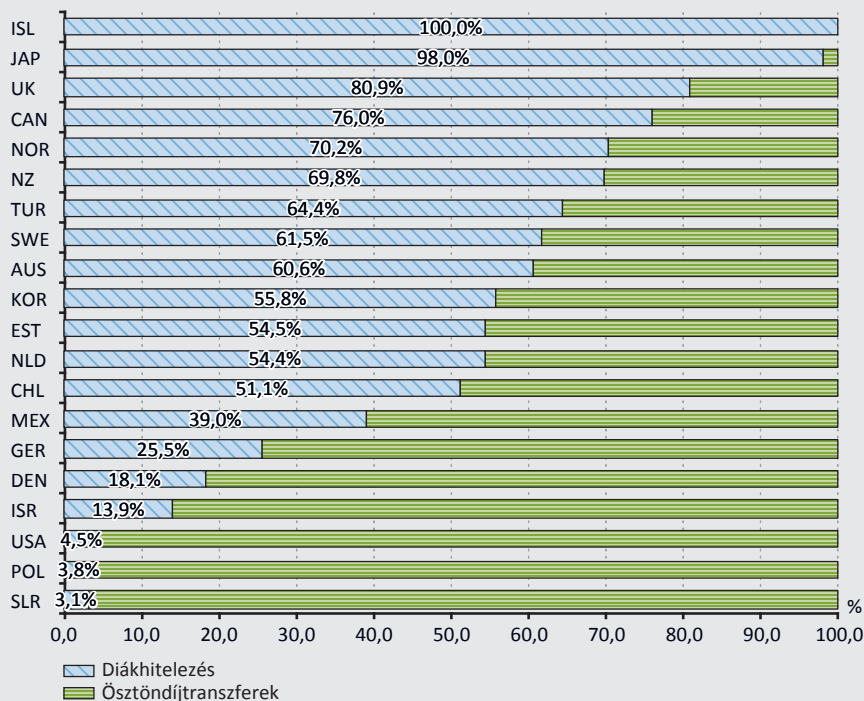
Forrás: OECD (2014:248) és OECD (2014:276)

Érdeemes megvizsgálni, hogy amennyiben az állami szerepvállalás a magányszemélyek felé irányul, akkor milyen arányban oszlik meg a két forma, a diákhitelzés és az ösztöndíjak között. A diákhitelzési ráfordításon a teljes felvett hitelösszeg értendő, míg az ösztöndíjakon szintén a megkapott összeg.

7 Adathiány miatt CHE, GRE, HUN, LUX, TUR nem szerepel.

3. ábra**Állami szerepvállalás megoszlása a diákhitelkezés (kék) és az ösztöndíjtranszferek (zöld) között**

(2011)



Forrás: saját számítás OECD (2014:276) alapján

A 3. ábrát összevetve a 4. táblázattal, alátámasztjuk, hogy azokban az országokban, ahol relatíve alacsony az intézményfinanszírozás, ott a hallgatófinanszírozáson belül a diákhitelkezés is meg fog jeleni. A 3. ábrán csak azok az országok szerepelnek, amelyekről volt adat, és 0-t meghaladó a diákhitelkezési ráfordítás. Figyelemre méltó példa az Egyesült Államok, amely messze a legnagyobb diákhitelpiaccal rendelkező rendszer, az állam finanszírozói szerepvállalása mégis alacsony.

A 5. táblázat azt mutatja be, hogy milyen múltra tekint vissza egy-egy rendszerben az állami diákhitelkezés, illetve melyik típusba tartozik, a jövedelemfüggő törlesztési típusba vagy az annuitás jellegű jelzálog-törlesztéses típusba. A táblázat alapján arra következtetünk, hogy habár az '50-es, '60-as években a diákhitelkezés már létező jelenség volt, a ma jellemző, nagyobb rendszerek csak fokozatosan és később alakultak ki.

5. táblázat**Állami diákhitelprogramok kezdetük és típusuk szerint***

1960 előtt	'60-as évek	'70-es évek	'80-as évek	'90-es évek	2000 után
Japán	Kanada	Dánia	Ausztrália	Észtország	Magyarország
Norvégia	Finnország	Mexikó	Belgium	Új-Zéland	Lengyelország
	Izland	Egyesült Államok	Hollandia	Egyesült Királyság	Spanyolország
	Törökország				

Megjegyzés: *jelzőlog stílusú hitelezés – normál betűstílus; jövedelemfüggő diákhitel – félkövér betűstílus; vegyes hitelezés – félkövér dőlt stílus

Forrás: szerkesztve OECD (2014:274–275) alapján

Az 5. táblázat alapján állítjuk továbbá, hogy a diákhitelzés állami szervezésével viszonylag megfontoltan bánnak a kormányok, és habár elég már sok tapasztalat összegyűlt, talán még mindig nem tudunk eleget ahhoz, hogy természetesnek tekinthessük az állami diákhitelprogramokat. A következő 10 évben azonban valószínűleg több más ország is csatlakozni fog a bőséges adatszolgáltatás területén a már meglévőkhöz.

A 6. táblázat a már működő programok néhány jellemzőjét mutatja be, amelyek alapján arra következtünk, hogy az átlagos programok esetén 5–15 éves törlesztési idővel és körülbelül évi 1000–1500 dollárnak megfelelő törlesztés fizetésével kell számolni. Ezek jellemzően kis összegű tartozások után fizetendőek. Ha a két értéket figyelembe vesszük, és a pénz időértékét figyelmen kívül hagyjuk (a diákhitel kamatai egy-két kivételtől eltekintve kamattámogatottak, és épp ezért igen alacsony kamatozásúak), akkor 5–25 ezer dollár közé eső átlagtartozásokat halmoznak fel a diákhitelések.

Ez leginkább az autóhitelből származó tartozásokhoz hasonlítható. Valójában az Egyesült Államokban, méreteit tekintve, éppen ehhez a piachoz áll közel a diákhitelpiac. Az, hogy mekkora is a jelentősége egy ilyen piacnak, azt leginkább az határozza meg, hogy mennyi az érintettje. Ebben a tekintetben a kevés adat mellett is igen jelentős szóródásokkal találkozunk. Hogy a diákhitelprogramnak hány hitelezettje lesz, azt nehéz megjósolni, de gyakran hangzottatott elvárás a diákhitelrendszerekkel szemben, hogy legyenek könnyen átláthatók és rugalmasak. *Marcucci–Johnstone (2007b)* 6 pontba szedi a jól megtervezett, jól kivitelezett (*well designed and well executed*) diákhitellel kapcsolatos elvárásokat: általános hozzáférhetőséget biztosítson; elegendő forrást biztosítson; rászorultság alapú legyen; minimális állami támogatással operáló legyen; behajtható legyen a tartozás; kapcsolódni tudjon a magántőkepiacokhoz.

6. táblázat

Diákhitelzéssel kapcsolatos adatok

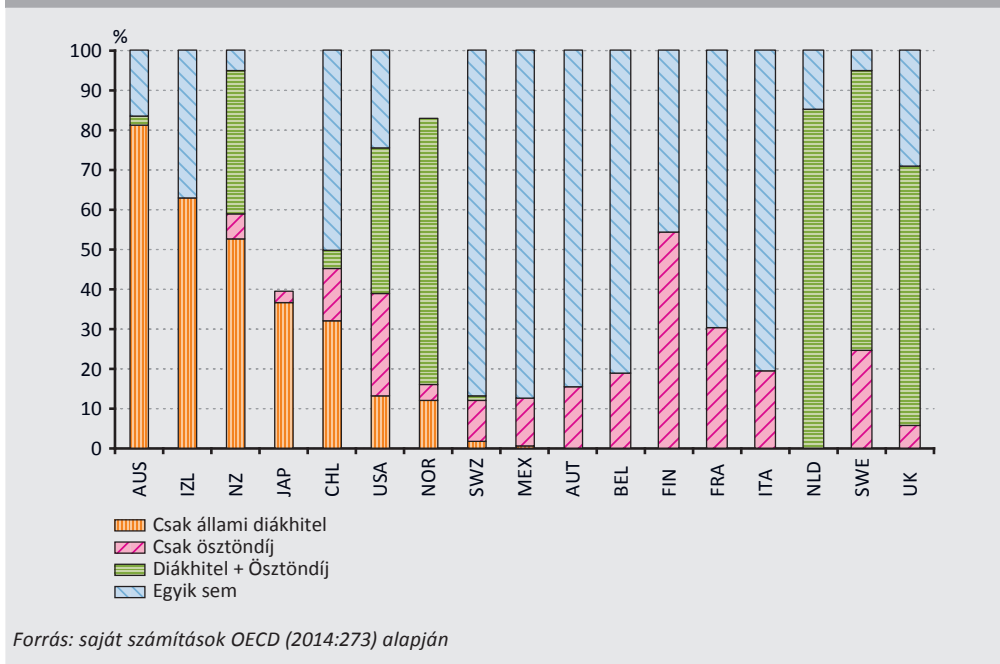
Ország	Átlagos törlesztési idő	Átlagos éves törlesztő részlet (\$)	A diplomázók hány százaléka eladósodott?
Ausztrália	8 év	N/A	55,0
Belgium	5 év	276,28	N/A
Kanada	10 év	1057,92	N/A
Dánia	7–15 év	1975,00	45,0
Finnország	5–10 év	1353,25	38,5
Magyarország	10–15 év	1039,30	27,6
Izland	22 év	N/A	N/A
Japán	15 év	1195,71	N/A
Hollandia	15 év	N/A	N/A
Új Zéland	6,7 év	1615,00	N/A
Norvégia	16,4 év	1987,37	N/A
Spanyolország	4,4 év	4392,00	N/A
Svédország	25 év	1130,90	N/A
Törökország	1–2 év	2576,02	20,0
Egyesült Királyság	14–15 év	N/A	79,0
Amerikai Egyesült Államok	10–25 év	N/A	67,7

Forrás: szerkesztve OECD (2014:275) alapján

A 4. ábra tovább részletezi az érintettek körének kérdését. A diákhitel és az ösztöndíj mint támogatás nem zárja ki egymást. Az ösztöndíjasok is vehetnek fel hitelt, amennyiben erre igényük van, valamint diákhitelzettek is elnyerhetnek ösztöndíjakat. Az oktatási rendszerek azonban eltérnek abban, hogyan oszlanak meg ezek az eszközök az érintettek között. Ebben segít eligazodni a 3. ábra. A csak diákhitelben részesülők aránya nagyon alacsony, kivéve Ausztráliát, Izlandot és Új-Zélandot, viszont az ösztöndíj + diákhitel kombináció már elterjedtebb. Valószínűleg a diákhitelzés akkor gyakran használt finanszírozási forrás a hallgatók körében, ha megfelelő ösztöndíjrendszer is kapcsolódik hozzá. Vegyük például Svédország vagy Hollandia példáját, ahol szinte csak ilyen kombinációban részesülnek támogatásban a hallgatók. Így is jelentős szóródás tapasztalható azonban a 30%-os és 80%-os érintettség közötti tartományban. Így tulajdonképpen nem könnyű előre megmondani, hogy egy állami diákhitelzés pontosan mennyire is válik a hallgatók széles körében elterjedt eszközzé a költségek fedezésére.

Lehet érvelni amellett: a mobilitás olyan szintűvé válik egy idő után, hogy európai uniós szinten kellene szerveződnie ilyen hallgatói támogatási szervezetnek. Ez nagy méretekben inkább a távolabbi jövő lehetősége (Berlinger, 2012). Erasmus+ Masters Loan néven 2015 nyarán indul majd egy program, amely közel 3 milliárd eurónyi hitelt tervez megítélni 2015–2020 között a mesterképző tanulóit külföldön folytató hallgatóknak. Körülbelül 200 ezer érintetthez számíthatnak, amely érdekes kísérlet lesz (Europa.eu, 2015).

4. ábra
A különböző forrásból vagy azok kombinációjából forráshoz jutó hallgatók aránya



5. Következtetések

Az előző, elemző fejezetben a különböző ábrák segítségével a következő meghatározó trendeket azonosítottuk. (i) Mind a magán-, mind az állami beruházások mértéke hosszú távon növekszik, de az ütem inkább lassabb, és nincs jelentős összefüggés a változások mértékében, legfeljebb irányában (3. ábra). (ii) A nagyobb országok méretkorlátokba ütközhetnek, ha az állami források elosztásában és az oktatásfinanszírozás kialakításában skandináv modellt követnek, mert arra nem látni példát, hogy ez nagy (20 millió lakos fölötti) ország esetén tartósan működjön (3–4. táblázat). (iii) Az ösztöndíjrendszert és a diákhitelvezést egymást kiegészítő rendszerekként lehet elképzelni, és így válhatnak

igazán elterjedt a gyakorlatban (3. ábra). (iv) Egy megfelelően illeszkedő rendszerben a folyamatnak nagyon sok érintettje lehet, a diplomások akár 70–80%-a, ami a korosztály 40%-át is kiteheti. Mivel a diplomások jellemzően 30 év alattiak, így valószínűleg a diákhitel az egyik első komoly pénzügyi döntésük, ami akár 5–15 éves elköteleződést is jelenthet évi 1000–1500 dollárnak megfelelő pénzáramlással. A diákhitelezési piac így akár akkora is lehet, mint az autóhitelek piaca (1–2. táblázat).

A tanulmány konklúziójában az elemzési eredmények alapján javasolt kutatási irányokat jelöltük ki. Az elemzés célja az volt, hogy röviden összefoglalja, milyen ismeretekkel rendelkezik az oktatás-gazdaságtan jelenleg a diákhitelezés helyzetére és trendjére vonatkozóan. Egy rövid elméleti bevezetőben bemutattuk azt a körkörös összefüggés, amely a felsőoktatás és gazdasági fejlettség kapcsolatát jellemzi. Minél fejlettebb egy gazdaság annál többet költ oktatásra, ami elősegíti a további fejlődést. A diákhitelezés a hallgatók közvetlen állami támogatásának az egyik eszköze lehet, ami érinti a pénzügyi piacokat is. A diákhitelezés komplex kérdés, mert elkülöníthető a hagyományos hitelezéstől, ugyanis a beruházás tárgya nem zálogosítható. A diákhitelezés kapcsán így megkerülhetetlen az állami szerepvállalás kérdése a felsőoktatás finanszírozásában.

Jól azonosítható az a trend, hogy mind a magánszemélyek köre, mind az állam egyre többet költ a felsőoktatásra, ám a kettő között inkább csak gyenge pozitív kapcsolat van. Van, ahol inkább az állami ráfordítások növekednek nagyobb ütemben, van, ahol inkább a magánfinanszírozás – de jellemző, hogy mindkettő növekszik valamilyen mértékben. Sikerült az oktatásfinanszírozási modellek egy jellemző típusát, a nagy ország – nagy állami támogatás modellt beazonosítani mint a diákhitelpiacok növekedésének lehetséges motorját. A globális piacon olyan ösztönzők uralkodnak, amelyek ezeket a nagy felsőoktatási piaccal és nagy állami szerepvállalással működő rendszereket kimozdítják helyzetükből. Itt potenciálisan magas tandíjakra és nagyarányú diákhitelezésre lehet számítani hosszú távon. Nem láttunk jelenleg olyan példát, amelyben az oktatási beruházás a GDP 2%-át meghaladná, és ez egy nagy országban, magas állami szerepvállalás mellett történne. Vagy új modell irányába mozdulnak el az olyan országok, mint Németország és Franciaország, vagy kénytelenek az „angolszász” utat követni.

A dolgozat eredményeit és bemutatott összefüggéseit hivatkozva, számos irányba el lehet indulni. Az első szekció egyszerű összefüggései alapján könnyen kiemelhetők olyan esetek, amelyeket igen izgalmas lehetne esettanulmányként feldolgozni. Ilyen például Chile esete: az ország hosszú ideje elköteleződött egy olyan felsőoktatás-finanszírozási berendezkedés mellett, amely számok tekintetében olyan, amelyet esetleg a kontinentális modellt követő országok számára is ajánlanánk. Az egyelőre magas egy főre jutó GDP-ben ezek az arányok még nem mutatkoznak; egy esettanulmányos vizsgálat lehetővé teheti a gazdasági hatások azonosítását. Esettanulmányként kínálgok Lengyelország vagy Észtország vizsgálata; az utóbbi gyors kiemelkedésének társadalmi beágyazottsága érdekes téma lehet.

A diákhitelezéssel kapcsolatos empirikus kérdés lehet a hitelezéssel kapcsolatos kockázatok problémája mind egyéni, mind társadalmi szinten. Jelenleg nem tűnik olyan nagy piacnak, hogy makrokockázatot jelentsen⁸, de vajon változhat-e ez a későbbiekben, és milyen feltételek mellett? A diákhitel igénybevételének az oktatási választásokra gyakorolt hatása is kevésbé feltérképezett terület az irodalomban. Szerencsére egyre több komplex statisztikai elemzést lehetővé tevő, szekunder adat lesz elérhető az oktatásfinanszírozással kapcsolatban, így ez irányú kutatásokat is lehet majd folytatni például akár magyar mintán is.

Primer kutatási téma lehet a diákhitel megítélésével kapcsolatos vizsgálat: vajon az átláthatóság, könnyen érthetőség kritériumait mennyire teljesítik a már jó ideje működő programok? A jelzálog jellegű és jövedelemfüggő hitelek összehasonlító elemzése még korántsem maradéktalanul megoldott kutatási téma.

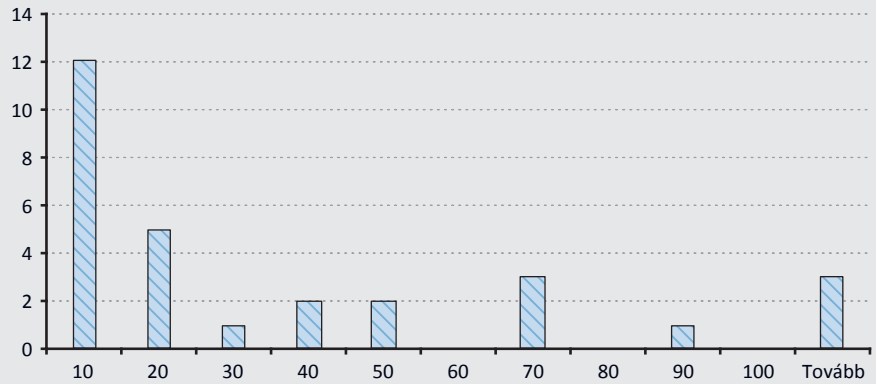
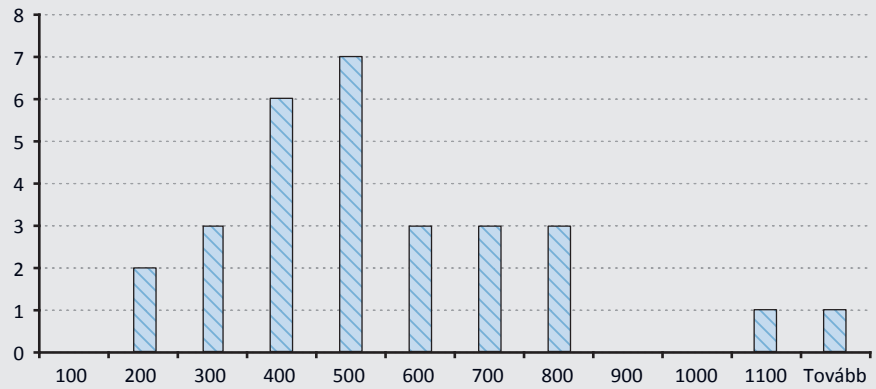
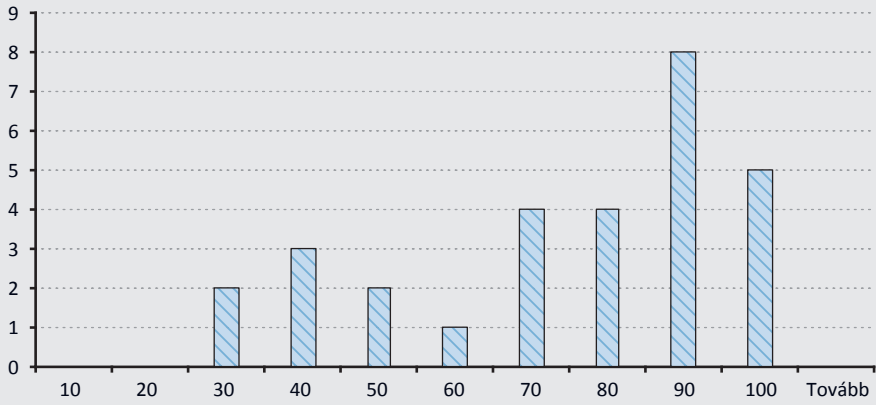
⁸ Bár az elmúlt években különösen sokan utalnak az amerikai diákhitelpiacra mint a következő válság gócpontjára, ez azonban alapvetően más, mint egy jelzálogpiac és talán, ami a legfontosabb, sokkal kisebb.

Mellékletek

1. Országok jelölése

Rövidítés	Ország neve	Ország neve magyarul
AUS	Australia	Ausztrália
AUT	Austria	Ausztria
BEL	Belgium	Belgium
CAN	Canada	Kanada
CHL	Chile	Chile
CZE	Czech Republic	Csehország
DEN	Denmark	Dánia
EST	Estonia	Észtország
FIN	Finland	Finnország
FRA	France	Franciaország
GER	Germany	Németország
GRE	Greece	Görögország
HUN	Hungary	Magyarország
ISL	Iceland	Izland
IRL	Ireland	Írország
ISR	Israel	Izrael
ITA	Italy	Olaszország
JAP	Japan	Japán
KOR	Korea	Dél-Korea
LUX	Luxembourg	Luxemburg
MEX	Mexico	Mexikó
NLD	Netherlands	Hollandia
NZ	New Zealand	Új-Zéland
NOR	Norway	Norvégia
POL	Poland	Lengyelország
POR	Portugal	Portugália
SLR	Slovak Republic	Szlovákia
SLO	Slovenia	Szlovénia
ESP	Spain	Spanyolország
SWE	Sweden	Svédország
CHE	Switzerland	Svájc
TUR	Turkey	Törökország
UK	United Kingdom	Egyesült Királyság
USA	United States	Amerikai Egyesült Államok

2. Hisztogramok a 2011-es év adataira



Forrás: saját számítások OECD (2014:248); OECD (2015a) és OECD (2015b) alapján

3. Modellek oktatási ráfordítások tekintetében (2000)⁹

Állami ráfordítási arány (%)	Lakosság (millió fő)	Egy lakosra jutó ráfordítás (USD, 2005-ös áron és vásárlóerőn)	
		Alacsony (<360)	Magas (>360)
Magas (>60)	Nagy (>20)	GER,ESP,MEX,ITA,POL, TUR, UK	CAN, FRA
	Kis (<20)	AUT, CZR, GRE, HUN, ISL, POR, SLR	BEL, DEN, FIN, IRL, NLD, NOR, SWE
Alacsony (<60)	Nagy (>20)		JAP,KOR,USA
	Kis (<20)	CHL	AUS, ISR

Forrás: saját számítások OECD (2014:248); OECD (2015a) és OECD (2015b) alapján

Felhasznált irodalom

BECKER, G. S. (1964): Human Capital – A Theoretical and Empirical Analysis with Special References to Education. New York: *National Bureau of Economic Research*

BARR, N. (2004): Higher Education Funding. *Oxford Review of Economic Policy*, 20 (2), pp. 264–283.

BEREND T., IVÁN (2003): A jóléti állam: válság és kiutak. *Magyar Tudomány*, 48 (10), pp. 1273–1278.

BERLINGER, EDINA (2002): A jövedelemarányos hallgatói visszafizetésen alapuló hitelrendszerek. PhD-értekezés. Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem, Közgazdaságtani PhD. program, http://phd.lib.uni-corvinus.hu/226/1/berlinger_edina_dissz.pdf (letöltve: 2014. 12. 01.).

BERLINGER, EDINA (2002): A jövedelemarányos törlesztésű diákhitel egyszerű modellje. *Közgazdasági Szemle*, XLIX (12), pp. 1042–1062.

BERLINGER, EDINA (2012): Miért van szükség európai szintű diákhitel-rendszerre is? In: TEMESI JÓZSEF (ed.) (2012): *Felsőoktatás-finanszírozás – Nemzetközi tendenciák és a hazai helyzet*. Budapest, Aula Kiadó.

CHAPMAN, B. (2006): Income Contingent Loans for Higher Education: International Reforms. In: HANUSHEK, E. A. – WELCH, F. (eds.) (2006): *Handbook of Economics of Education*. Vol. 2, Elsevier B. V.

⁹ Adathiány miatt CHE, GRE, HUN, LUX, TUR nem szerepel.

DWENGER, N. – STORCK, J. – WROHLICH, K. (2012): Do Tuition Fees Affect The Mobility of University Applicants? Evidence From A Natural Experiment. *Economics of Education*, 31 (1), pp. 155–167.

DEL RAY, E. – RACIONARIO, M. (2010): Financing Schemes of Higher Education. *European Journal of Political Economy*, 26 (1), pp. 104–113.

European Funding Guide (2014): Grants and Loans in the Czech Republic. <http://www.european-funding-guide.eu/articles/grants-and-loans/grants-and-loans-czech-republic> (letöltve: 2014. 12. 05.)

Eurydice (2014): National Student Fee and Support Systems in European Higher Education. European Commission, http://eacea.ec.europa.eu/education/eurydice/documents/facts_and_figures/fees_support.pdf (letöltve: 2014. 12. 20.)

GARCIA-PENALOSA, C. – WALDE, K. (2000): Efficiency and Equity Effects of Subsidies to Higher Education. *Oxford Economic Papers* 52, pp. 702–722.

HALÁSZ, GÁBOR (2012): Finanszírozási reformok a felsőoktatásban: nemzetközi összehasonlító elemzés. In: TEMESI JÓZSEF (szerk.) (2012): Felsőoktatás-finanszírozás – Nemzetközi tendenciák és a hazai helyzet. Budapest, Aula Kiadó.

JOHNSTONE, D. B. (2004): The economics and politics of cost sharing in higher education: comparative perspectives. *Economics of Education Review* 23, pp. 403–410.

LUCAS, R. E. (1988): On The Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics* 22, pp. 3–42.

LOMAS, L. (2001): Does the Development of Mass Education Necessarily Mean the End of Quality? Birmingham: The Sixth QHE Seminar.

LUNDVALL, B.-Å. (2002): The University in the Learning Economy. *DRUID Working Paper* 02-06.

MARCUCCI, P. N. – JOHNSTONE, D. B. (2007a): Tuition Fee Policies in Comparative Perspective: Theoretical and Political Rationales. *Journal of Higher Education Policy and Management* 29 (1), pp. 25–40.

MARCUCCI, P. N. – JOHNSTONE, D. B. (2007b): Worldwide Trends in Higher Education Finance: Cost-Sharing, Student Loans, and the Support of Academic Research. http://unesco.amu.edu.pl/pdf/Worldwide_Trends_in_Higher_Education_Finance_Cost-Sharing_%20Student%20Loans.pdf (letöltve: 2015. 01. 24.)

MCPHERSON, M. S. – SCHAPIRO, M. O. (2006): US Higher Education Finance In: HANUSHEK, E. A. – WELCH F. (eds.) (2006): Handbook of the Economics of Education, Vol. 2., Amsterdam: North-Holland.

NERLOVE, M. (1975): Some Problems in Use of Income-Contingent Loans in Financing Higher Education. *Journal of Political Economy* Vol. 83. No. 1. pp. 157-184.

OECD (2014): Education at a Glance 2014: OECD Indicators. OECD Publishing. <http://www.oecd.org/edu/Education-at-a-Glance-2014.pdf> (letöltve: 2014. 12. 16.).

OECD (2012): Indicators of Education Systems. <http://www.oecd.org/education/skills-beyond-school/49338320.pdf> (letöltve: 2014. 12. 30.)

OECD (2015a): Level of GDP per capita and productivity. <http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=60702> (letöltve: 2014. 12. 01.)

OECD (2015b): Population <http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=60702> Letöltve 2014. december 3.

SAPIR, A. (2005): Globalisation and the Reform of European Social Models. *Journal of Common Market Studies* 44 (2), pp. 369–390. <http://www.ulb.ac.be/cours/delaet/econ076/docs/sapir.pdf> (letöltve: 2012. 03. 28.)

SCHULTZ, T. W. (1961): Investment In Human Capital. *The American Economic Review*, 51 (1), pp. 1-17.

SNOWER, D. J. – BROWN, A. J. G. – MERKL, C. (2009): Globalization and the Welfare State: A Review of Hans-Werner Sinn's „Can Germany Be Saved?”. *Journal of Economic Literature* 47 (1), pp. 136–158.

ROY, M. (2014): When the Student Loan ABS Market Is on Fire: Near-Arbitrage Opportunities, Fire-Sale Insurance and a Good Time to Stimulate Loan Origination with a TALF. http://halley.exp.sis.pitt.edu/comet/presentColloquium.do?col_id=7208. (letöltve: 2015. 01. 24.)

U.S. Department of Education (2015): Federal Family Education Loan (FFEL) Program. <http://www2.ed.gov/programs/ffel/index.html>, Letölve: 2015. január 25.

VARGA, JÚLIA (1998): *Oktatás-gazdaságtan*. Budapest, Közgazdasági Szemle Alapítvány.

A lakossági portfólióátrendezés szerepe az állam finanszírozásában

Kékesi Zsuzsa – Kóczyán Balázs – Sisak Balázs

A válságot követően 2014 végéig fokozatosan emelkedett a lakosság nettó pénzügyi megtakarítása, ami a bruttó pénzügyi eszközök egyre nagyobb bővülésében is tükröződött. 2012 elejétől kezdve a lakosság portfólió-allokációs döntései során előtérbe kerültek az értékpapírok: először az állampapírok, majd a befektetési jegyek. 2013 során megindult a lakosság portfólióátrendezése is: a háztartások az állampapír és befektetési jegy-vásárláshoz már a korábban bankbetétekben felhalmozott megtakarításait is felhasználták. A fenti folyamatok hatására az állam lakossági finanszírozása számottevően emelkedett, és a legfrissebb adatok alapján az Európai Unió országai között is magasnak számít. A közvetett lakossági finanszírozást – befektetési alapokat, pénztárakat – is figyelembe véve, a lakossági finanszírozás emelkedése még jelentősebb az elmúlt években. Cikkünkben leíró módon elemezzük a lakossági megtakarítások állam finanszírozási szerkezetére gyakorolt hatásait.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E21, H63, G18

Kulcsszavak: megtakarítás, lakosság, állampapír, finanszírozás

A válság után a pénzügyi megtakarítás növekedését mutató fordulat következett be a magyar lakosság viselkedésében, amiben az óvatossági motívum is jelentős szerepet játszott. A magyar háztartások a válság kitörését követően a rendelkezésre álló jövedelmük egyre nagyobb hányadát takarították meg. A nettó megtakarítást tekintve, a növekedés egy része az emelkedő hiteltörlesztések miatt ún. „kényszermegtakarítás” volt, illetve a hitelfelvétel keresleti és kínálati okokra visszavezethető csökkenése is támogatta a nettó megtakarítás bővülését. Ugyanakkor a nettó megtakarítások ezt meghaladó mértékben emelkedtek, ami a pénzügyi eszközök gyorsuló bővülésére vezethető vissza. A magyar lakosság pénzügyi eszköz-felhalmozásának növekedése a fenntartható gazdasági növekedés helyreállításához is

*Kékesi Zsuzsa a Magyar Nemzeti Bank Monetáris Politika és Pénzpiaci Elemzések igazgatóság közgazdasági elemzője.
E-mail: kekeszs@mnb.hu.*

*Kóczyán Balázs a Magyar Nemzeti Bank Monetáris Politika és Pénzpiaci Elemzések igazgatóság junior elemzője.
E-mail: koczianb@mnb.hu.*

*Sisak Balázs a Magyar Nemzeti Bank Monetáris Politika és Pénzpiaci Elemzések igazgatóság közgazdasági elemzője.
E-mail: sisakb@mnb.hu.*

hozzájárulhatott, mivel egyre nagyobb mértékben biztosított belső forrásokat a gazdasági szereplők részére. A lakosság továbbá erősítette az ország sokktűrő képességét azzal, hogy a magasabb megtakarítása egyre nagyobb hányadát fektette magyar állampapírokba – ezzel támogatva az állam finanszírozását belső forrásokból, ami azért is különösen fontos, mert a lakossági finanszírozás stabilabb forrást jelenthet. Cikkünk felépítése a következő: először röviden áttekintjük a lakosság megtakarítását magyarázó elméleteket és a magyar lakosság megtakarításainak a válság kitörését követő alakulását. Ezután áttérünk a „hozamvadászatra”, a lakossági portfólióátrendezésre és annak a háztartások megtakarítására gyakorolt hatásaira. Röviden bemutatjuk a közelmúlt fejleményeit is: azt, hogy a lakosság milyen állampapírokat részesített előnyben az elmúlt 2-3 évben, és hogy az elmúlt hónapok során hogyan fordult a lakosság egyre inkább a hosszabb lejáratú állampapírok felé. Ezt követően megvizsgáljuk azt is, hogy a többi európai országhoz viszonyítva hogyan alakul a magyar lakosság állampapírtartása. Végezetül röviden összefoglaljuk a lakossági állampapír-vásárlások gazdasági hatásait, előnyeit és kockázatait is.

1. A magyar háztartások megtakarítási viselkedése az elmúlt évtizedben

A háztartások megtakarítását a vonatkozó elméletek szerint alapvetően a jövedelem és a reálkamat határozza meg, ugyanakkor jelentős szerepe van a várakozások alakulásának is. Keynes az Általános elméletben a fogyasztás függvényének tekintette a megtakarítást, amely csökkenti a gazdasági növekedést a fogyasztás visszafogásán keresztül (Keynes, 1936). Erre az elméletre válaszul jelent meg a ma is uralkodó két hipotézis, az életciklus-elmélet (Modigliani, 1986) és a permanens jövedelem (Friedman, 1986) elmélete. Mindkét teóriában közös az, hogy a háztartások nem a folyó jövedelmüket, hanem egy hosszabb időszak teljes jövedelmet vesznek alapul fogyasztási-megtakarítási döntéseik meghozatalakor. Az életciklus-hipotézis szerint a megtakarítási hajlandóság jelentős mértékben változhat a különböző életszakaszokban, mivel az egyének a fogyasztásukat a teljes életükre tervezik. Az életpálya elején az eladósodás a jellemző, majd a gazdasági szereplők az életpálya során felhalmozott megtakarításokat az életpálya végén az elmélet szerint felélik. A permanens jövedelem hipotézise szerint a háztartások az életpályájuk alatt a fogyasztási kiadásaik simítása érdekében növelik megtakarításaikat, amikor a permanens jövedelem csökkenésére számítanak, és csökkentik azokat, amikor a permanens jövedelem növekedését várják.

A reálkamat és a megtakarítások összefüggését magyarázó elméletek szerint a kamat több csatornán a helyettesítési, a jövedelem és a vagyonhatáson keresztül hat a megtakarításokra. Az intertemporális helyettesítési hatás a pénz időértékével áll összefüggésben:

a kamatemelkedés arra ösztönzi a gazdasági szereplőket, hogy több jelenbeli fogyasztásról mondjanak le a magasabb jövőbeli fogyasztás érdekében. A jövedelmi hatás ezzel ellentétesen hat, ugyanis a kamatemelés megnöveli a háztartások jövőbeni kamatból származó jövedelmét, ezért kevesebb megtakarítás is elég ugyanakkora jövőbeni fogyasztás eléréséhez. A kamatemelkedés az átértékelődésen keresztül csökkenti a reálvagyon piaci értékét, amit a gazdasági szereplők megtakarításaik emelésével, fogyasztásuk csökkentésével kompenzálnak (Elmendorf, 1996). A jövedelmi várakozások is jelentősen befolyásolhatják a megtakarítások alakulását. A válságot követően a magasabb munkanélküliségi ráta és az árfolyammal kapcsolatos bizonytalanság is jelentősen növelhette a lakosság óvatossági motívumokból fakadó megtakarítását. Az óvatossági megtakarításokat általában a jövőbeli jövedelmek magas varianciájával hozzák összefüggésbe: a jövedelmek bizonytalansága és a megtakarítások mértéke között általában pozitív kapcsolatot találnak (Leland, 1968). Egyes tanulmányok kimutatták az óvatossági vagyon jelenlétét is (Carroll–Kimball, 2006), azonban ennek mértékét a minták jelentős, nem megfigyelt heterogenitása miatt nehéz pontosan meghatározni. A jövedelmi bizonytalanságok mértékét befolyásolhatják a nyugdíjrendszerrel kapcsolatos várakozások is (Murata, 2003).

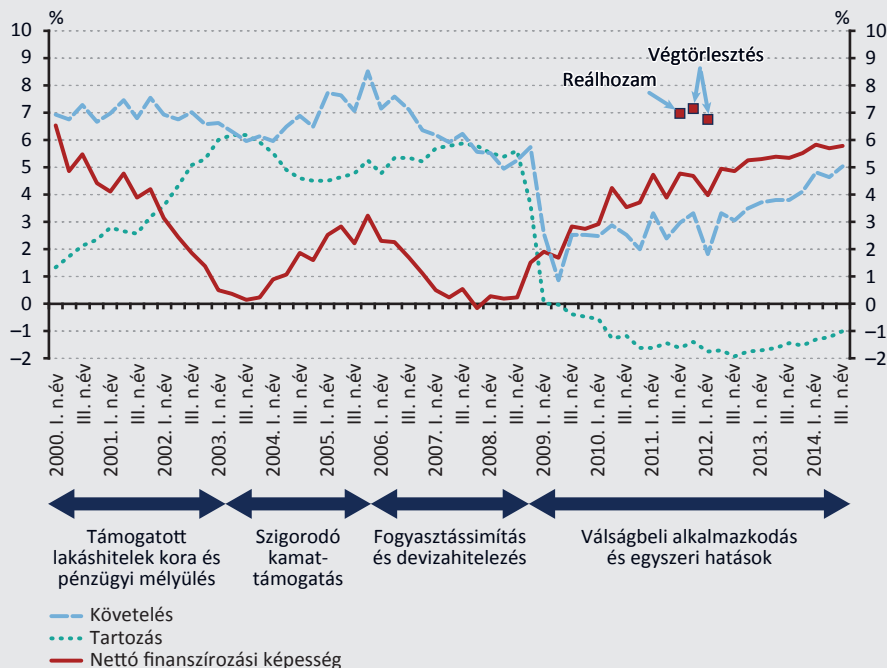
A lakosság megtakarítási viselkedését alapvetően az aktuális jövedelmi helyzete és a jövőbeli jövedelemre vonatkozó várakozása határozza meg. A kétezres évek második felében (főként 2006 és 2008 között) a lakosság a költségvetési kiigazítások következtében csökkenő jövedelmeit átmenetinek tekintette, simította fogyasztási, lakásberuházási kiadásait, ami a hitelezés újabb gyors felfutását eredményezte (1. ábra). A folyamatot érdemben fokozta, hogy a devizahitelezés elterjedése miatt enyhült a háztartások likviditási korlátja, így egyre több háztartás tudta a fogyasztását (lakásberuházását) egy későbbi, remélt jövedelmi pályához igazítani. Ezzel szemben a 2008-as válság után a reálgazdasági visszaesés következtében csökkenő életpálya-jövedelmek miatt a lakosság erőteljesen visszafogta eladósodását, mérsékelte pénzügyieszköz-felhalmozását. A 2008 végén, 2009 elején bekövetkező, gyors alkalmazkodás így részben a szigorodó hitelezési kondícióknak, valamint a visszaeső hitelkeresletnek és ennek következtében az elkölthető jövedelmek erőteljes szűkülésének az eredménye. A megemelkedett munkanélküliség és a romló növekedési kilátások együtt jártak a munkajövedelmek nagyobb bizonytalanságával és hosszabb távon az óvatossági megtakarítási motívum előtérbe kerülésével. A háztartások lassan növelni kezdték pénzügyi eszközeiket, ugyanakkor továbbra is folyamatosan építették le a hiteleiket, ezzel szemben a válság előtt a pénzügyi eszközök számottevő felhalmozása jelentős hitelfelvétel mellett valósult meg, ami összességében alacsony nettó megtakarítást jelentett.

A korábban megjelent tanulmányok és az elmúlt évek folyamatainak elemzése alapján a reálkamat csak kisebb mértékben befolyásolhatta a megtakarítások szintjét. A magyar megtakarítási adatokon végzett, korábbi kutatás a reálkamatok és a megtakarítások között csak kisebb mértékű kapcsolatot talált, azonban nem vetette el, hogy a kilencvenes években a szélsőséges kamatszinteknek hatása lehetett a lakossági megtakarításokra (Árva–Menczel, 2000). A tanulmány szerint a kilencvenes évek második felében a jövedelmi-, helyettesítési- és a vagyonhatás nem volt kimutatható. Az elmúlt időszak folyamatai meg-

1. ábra

A háztartások alapfolyamatai szerinti* nettó megtakarítása a GDP arányában

(szezonálisan igazított adat)



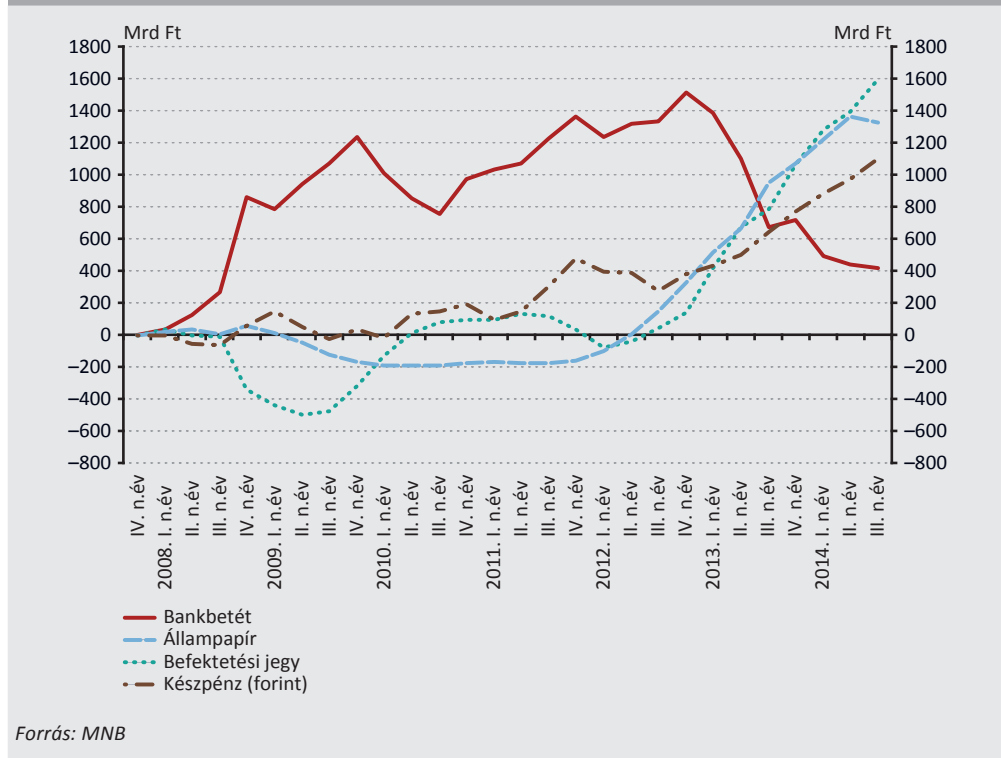
Megjegyzés: *Az ábrán külön adatpontokként tüntettük fel a lakosság fundamentális megtakarítási folyamatait nem érintő, ugyanakkor a háztartások pénzügyi számláiban szereplő eseményeket (reálhozamok kifizetése, végtörlesztés megtakarítás növelő hatása).

Forrás: MNB

erősítették azt a megfigyelést, hogy a megtakarítások szintjét csak kevésbé befolyásolja a kamatszint változása. Bár a banki kamatok az elmúlt másfél évben historikus mélypontra csökkentek, a háztartások pénzügyeszköz-felhalmozása a válság előtti szintekhez közelít. Az elmúlt évek mérséklődő hozamkörnyezete önmagában a fogyasztás növelésére ösztönözné a háztartásokat, mégsem tapasztaljuk a hitelezés felfutását, illetve a megtakarítás csökkenését (vagyis a helyettesítési hatás nem érvényesül). A lakosság az alacsony hozamkörnyezetre ugyanis nem az eladósodás növelésével, hanem a pénzügyeszköz-felhalmozás fokozásával, a meglévő megtakarításainak az átrendezésével reagált. Mindezek alapján úgy látjuk, hogy az óvatossági motívum öt évvel a válság kitörése után is meghatározó. Érdemesnek tartjuk ugyanakkor azt is megjegyezni, hogy a magasabb megtakarítási rátában a jövedelmi hatás is tükröződhet: amennyiben a lakosság tartósan alacsony kamatokra számít, az a pénzügyi eszközökből származó jövedelmeinek tartós csökkenését jelentené – így a tartósan alacsonyabb jövedelemre a háztartások a megtakarításaik növelésével reagálhatnak.

A lakossági portfólióban az értékpapírok arányának emelkedése döntően a változó hozamkörnyezettel magyarázható. A pénzügyi válság utáni években a lakosság új megtakarításait bankbetétbe helyezte el, ami vélhetően az emelkedő betéti hozamokkal, illetve a lakosság kockázatkerülő magatartásával lehetett összefüggésben (2. ábra). Majd 2009-től – főként a globális tőkepiaci hangulat javulásával összhangban – a befektetési jegyek iránti kereslet emelkedett, ezt követően ismét a bankbetétek kerültek előtérbe. A lakosság portfólió-allokációs folyamataiban 2012-től látszik érdemi változás. Ebben szerepe volt annak is, hogy a végtörlesztéshez a lakosság bankbetét és befektetési jegy megtakarításainak egy részét is felhasználta, ami a pénzügyi eszközök kismértékű csökkenésével járt. Ezt követően a lakosság először új megtakarításainak egyre nagyobb részét inkább állampapírban és befektetési jegyben kötötte le; az év végétől ugyanakkor már nemcsak az új megtakarításokból, hanem a meglévő állományból is megindult a tőkeáramlás a bankbetétek felől az értékpapírok felé. Az átrendezést elsősorban az támogatta, hogy a 2012 augusztusától kezdődő jegybanki alapkamat-csökkentési ciklus hatására a bankbetétkamatok érdemben mérséklődtek. A hozamcsökkenés hatására így a lakosság a hasonló kockázatú befektetési formák közül az érdemi hozamprémiumot nyújtó állampapírok, illetve a kötvény és a pénzpiaci alapok

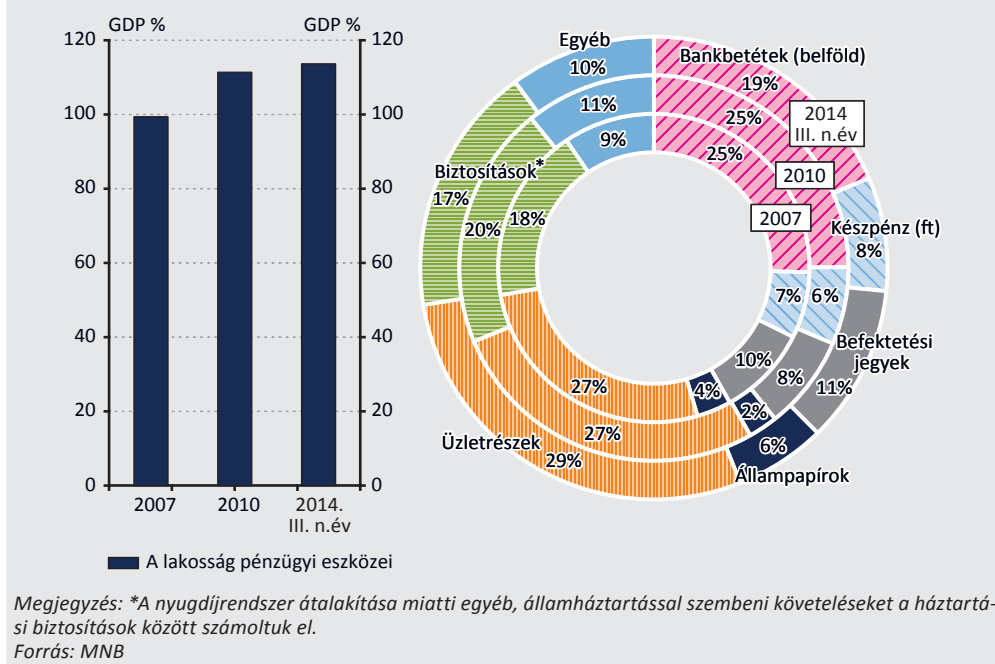
2. ábra
A lakosság pénzügyi eszközeinek változása
 (kumulált tranzakciók)



felé fordult. Az elmúlt időszakra jellemző, hogy a Kamatozó Kincstárjegy által biztosított hozam és a háztartások által figyelt befektetési jegyek visszatekintő hozama is meghaladta a rövid bankbetétek kamatát. Az alacsony hozamkörnyezet az értékpapírok mellett a lakosság készpénzkeresletét is növelhette, mivel a készpénzen elszenvedett alternatívaköltség a csökkenő kamatokkal mérséklődött. A lakossági készpénzállomány szintjére ugyanakkor az óvatossági motívum erősödése is hatással lehetett, mivel a készpénz a lakosság számára a legkönnyebben elérhető, kockázatmentesnek tekinthető megtakarítási eszköz. A készpénzállomány növekedésében szerepe lehetett a mérséklődő inflációnak, valamint a kiskereskedelmi forgalom fokozatos bővülésének is, emellett a szürkegazdaság szerepét sem lehet teljes mértékben kizárni. Az emelkedő készpénzállomány további okai között a tranzakciós illeték és a költségmentes készpénzfelvétel bevezetését is meg lehet említeni (Kékesi–Kóczián, 2014).

A lakosság összességében a GDP 110 százalékát meghaladó pénzügyi vagyonának alakulásán is egyértelműen látszik a 2012-től kezdődő portfólióátrendeződés hatása. A lakosság bruttó pénzügyi vagyona a GDP 100-110 százaléka körül alakult az elmúlt években (3. ábra).¹ A vagyonelemek részarányait vizsgálva, egyértelműen tetten érhető az utóbbi években tapasztalt portfólióátrendeződés. Míg 2007 és 2010 között a bankbetétek rész-

3. ábra
A lakosság pénzügyi eszközei



¹ Az egyéb követelések között nem szerepeltetjük az államháztartással szemben fennálló, a nyugdíjpenztári-rendszer átalakításából fakadó követeléseket.

aránya nem változott érdemben, addig 2014 harmadik negyedévére számottevően, közel 6 százalékponttal csökkent. Bár a befektetési jegyek és a készpénz állománya is szignifikánsan emelkedett, a legnagyobb növekedés a lakosság állampapír-megtakarításaiban következett be. Érdemes még azt is megemlíteni, hogy a lakosság pénzügyi eszközei között az átrendeződés ellenére továbbra is a bankbetétek és a meglehetősen illikvid üzletrészek teszik ki a legnagyobb részt.

A lakosság megtakarításait tekintve, jellemzően rövid távon szokott elköteleződni, így a hosszabb lejáratú befektetési formák kisebb súlyt képviselnek a lakosság pénzügyi megtakarításain belül. Mint azt korábban is megjegyeztük, a likvidebbnek számító megtakarítási formák között továbbra is az egyik legnagyobb súlyt a bankbetétek képviselik. A bankbetét-megtakarítások lejáratú szerkezetét tekintve, a lakosság túlnyomórészt legfeljebb egyéves futamidejű lekötésben vagy látra szóló betétben tartja a megtakarításait. A monetáris intézményeknél elhelyezett lakossági betétek mintegy 86 százaléka 2014 novemberében az előbbi kategóriába tartozott, míg éven túli futamidővel csak a betétek fennmaradó 14 százaléka rendelkezett. A befektetési alapok közül is jellemzően azok a legkeresettebbek, amelyeknek nincsen lejáratú (nyílt végűek), ezáltal rövid határidővel likviddé tehető. Vagyis a lakosság általános befektetési preferenciája is segít annak megértésében, hogy az állampapírok közül miért az egyéves lejáratú Kamatozó Kincstárjegyek számítottak a legnépszerűbbnek 2012 és 2013 során. A következő fejezetben részletesebben áttekintjük a lakossági állampapír-portfólió alakulását.

1. keretes írás

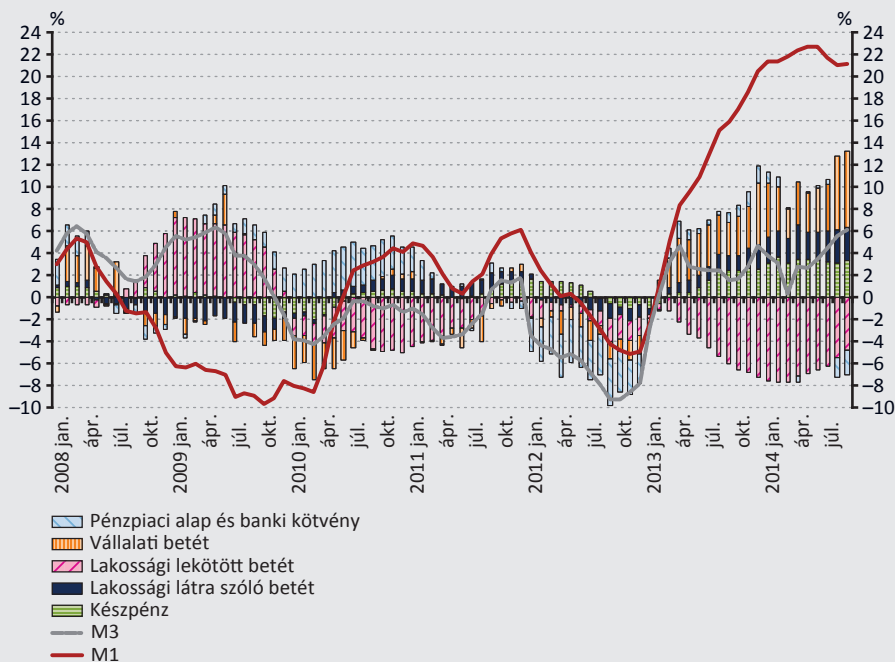
A monetáris aggregátumok alakulása a portfólióátrendeződés tükrében

A lakossági pénzügyi eszközök szerkezetének változása a monetáris aggregátumok alakulásában is tetten érhető. Az egyes monetáris aggregátumok növekedési üteme 2013 előtt – kivéve egy rövid, a válság kitörését követő időszakot – erős együttmozgást mutatott. Az erős kapcsolat főként azzal magyarázható, hogy az M3 aggregátum kiterjed a likvid eszközöket (pl.: készpénz, látra szóló betét) tartalmazó M1 pénzmennyiség-kategóriára is – a kevésbé likvid eszközök (pl. 2 éven belüli betét, banki értékpapírok, pénzügyi befektetési alapok) mellett. 2013-tól ugyanakkor az M1 és az M3 reálnövekedése egyre markánsabban különbözik: vagyis a likvid és a kevésbé likvid eszközök reálnövekedése jelentős mértékben eltér egymástól.

A pénzmennyiség-mutatók közötti „elnyílás” magyarázata érdekében megvizsgáltuk, hogy a különböző résztelek milyen mértékben járultak hozzá az M3 aggregátum éves reálnövekedési ütemének alakulásához (4. ábra). A lakossági lekötött betétek reálértelmenben vett csökkenése 2013-tól számottevően csökkentette az M3 mutató növekedését. A lekötött betétek leépítéséből elsősorban a befektetési alapok, illetve – az emelkedő lakossági állampapír-állományon keresztül – az államháztartás profitált. Ugyancsak a lakossági portfólióátrendeződéshez köthető a vállalati betétek emelkedése, hiszen itt a nem pénzügyi befektetési alapok banki betétállománya is megjelenik. A likvid eszközök állománya is robusztus növeke-

dést mutatott reálértelemben az elmúlt közel két évben, ami részben a historikusan alacsony alternatíva-költséggel (infláció, illetve betéti kamatok), másrészt a fogyasztás növekedésével, a tranzakciós illeték és költségmentes készpénzfelvétel bevezetésével is magyarázható.

4. ábra
Az M3 éves reálnövekedési ütemének főbb tényezői



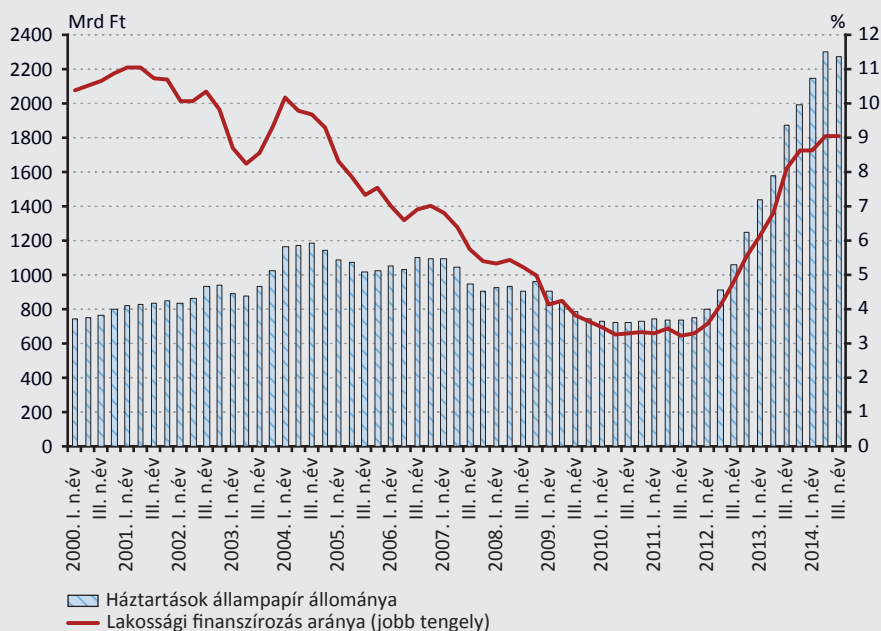
Forrás: MNB

2. Az állampapírok térnyerése a lakossági megtakarításokban

A 2012-től kezdődő portfólióátrendeződés meghatározó eleme az egyre inkább bővülő lakossági állampapír-vásárlás. A lakosság állampapír-állománya 2004-ig emelkedett, ezt követően csökkenni kezdett, és 2010 elején már nominálisan is jelentősen elmaradt a korábban tapasztalt szintektől. Mindezzel párhuzamosan az államadósság lakossági finanszírozásának aránya is mérséklődött – ebben ugyanakkor az is szerepet játszhatott, hogy

az állam adóssága ugyancsak jelentősen emelkedett a 2001 végi, a GDP 51,9 százalékát kitevő mélypontját követően. Ennek hatására a lakosság közel változatlan állampapír-állománya az államadósság egyre kisebb részét finanszírozta, és a lakossági finanszírozás aránya 2010 elejére 3,3 százalék alá süllyedt (5. ábra). A válság után jelentősen emelkedő lakossági megtakarítások hatása nem tükröződött a háztartások állampapír-állományában: bár az állampapír az egyik legbiztonságosabb befektetési forma, a háztartások állampapír-állománya mégsem kezdett el emelkedni. Ez elsősorban a forrásokért folytatott versenyrel magyarázható: a lakossági megtakarításokért a bankszektor intenzív versenybe kezdett – egyrészt a bankok magasabb kamatot ígértek, másrészt a betétgyűjtés sikerét marketinggel is támogatták. Az állampapírok esetében további hátrányt jelentett a kevésbé kiterjedt értékesítési csatorna, valamint az is, hogy a lakossági papírok ekkor kevésbé voltak rugalmasak, míg bankbetétből számtalan lekötési forma és futamidő közül választhattak a háztartások. A lakosság állampapírokhoz való „hozzáállásának” megváltozását – az új kormányzati stratégia érdemben támogatta, és a 2012 eleje óta tartó trendnek köszönhetően a lakosság állampapír-állománya 2014 őszére 2300 milliárd forint közelébe emelkedett, vagyis a háztartások közvetlenül ekkora összeggel finanszírozzák az államháztartást. Ebben a fejezetben röviden áttekintjük, hogy milyen tényezők játszhattak szerepet a lakossági állampapírok elmúlt időszakban tapasztalt térnyerésében.

5. ábra
A háztartások állampapír-állománya



Forrás: MNB

1. táblázat**A lakossági állampapírok***(az ÁKK honlapján hozzáférhető adatok alapján)*

Típus neve	Első kibocsátás	Futamidő	Kamat	Devizanem	Forgalmazó helyek
Kincstári Takarékjegy (Plusz)		1-2 év	Fix, lépcsős kamatozás	Forint	Magyar Posta Zrt.
Kamatkozó Kincstárjegy	2000. január	12 hónap	Fix kamat, a kibocsátás előtt meghatározva	Forint	Államkincstár irodáiban, WebKincstáron és kereskedelmi bankokban
Prémium Magyar Államkötvény	2010. december	3 vagy 5 éves	Éves árszínvonal emelkedése + kamatprémium	Forint	Államkincstár irodáiban, WebKincstáron és kereskedelmi bankokban
Féléves Kincstárjegy	2011. április	6 hónap	Fix kamatozás	Forint	Magyar Államkincstár irodáiban
Prémium Euró Magyar Államkötvény	2012. november	3 éves	Eurozóna éves árszínvonal emelkedése + kamatprémium	Euro	Államkincstár irodáiban, WebKincstáron és kereskedelmi bankokban
Babakötvény	2013. december	19 év	Éves árszínvonal emelkedése + kamatprémium	Forint	Magyar Államkincstár irodáiban, Webkincstáron
Bónusz Magyar Államkötvény	2014. március	4, 6, vagy 10 éves	12 hónapos diszkontkincstárjegyek átlaghozama + kamatprémium	Forint	Államkincstár irodáiban, WebKincstáron és kereskedelmi bankokban

A magyar háztartások portfólióallokációs döntésük meghozatalakor nemcsak a hagyományos, hanem a kifejezetten a számukra kibocsátott, ún. lakossági állampapírokból is vásárolhatnak. A lakossági állampapírok a kockázatmentes eszközök közé sorolhatók, mivel az állam a teljes tőketartozás és az esedékes kamat kifizetését – értékhatártól függetlenül – garantálja; továbbá, ez a követelés nem évül el. A magyar háztartások egyrészt vásárolhatnak az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) által kibocsátott, lakosságnak pozícionált állampapírokból, másrészt a szélesebb kör részére kibocsátott állampapírok közül is (emiatt eltér az MNB és az ÁKK statisztikája a lakossági állampapírok nagyságáról, bővebben lásd a 2. keretes írást). Kifejezetten lakossági értékpapírokat már 2012-t megelőzően is értékesítettek: a magyar lakosság – elsősorban a Magyar Államkincstár (MÁK) kirendeltségein – például Kamatkozó Kincstárjegyet (KKJ), Prémium Magyar Államkötvényt (PMÁK), Kincstári Takarékjegyet (KTJ) is vásárolhatott – ez utóbbit a Magyar Postán keresztül is értékesítették.

Később ez a paletta tovább bővült a Féléves Kincstárjeggyel (FKJ), a Prémium Euró Magyar Államkötvénnyel (PEMÁK), a Babakötvénnyel, illetve a Bónusz Magyar Államkötvénnyel (BMÁK). Az 1. táblázat a lakossági állampapírok legfontosabb jellemzőit foglalja össze. Érdeemes megjegyezni, hogy míg korábban kisebb kínálatból választhatott a lakosság, addig az elmúlt években mind a futamidőt, mind a denominációt, mind pedig a kamatozás típusát tekintve jelentősen bővült a lakosság számára értékesített állampapírok palettája.

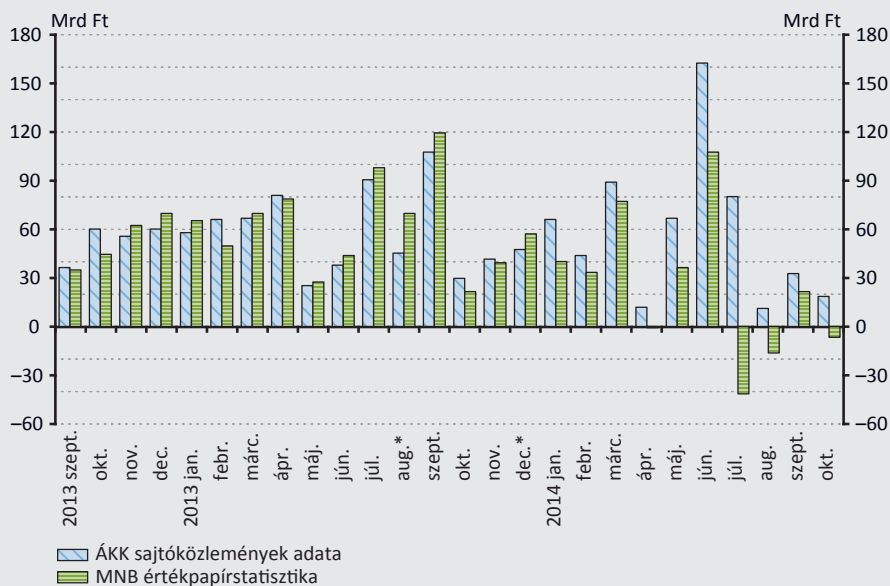
2. keretes írás

A lakosság állampapír-tranzakcióinak különböző adatforrásai

A lakossági állampapír-kereslet elemzésekor érdemes azt is bemutatnunk, hogy milyen adatforrásokat célszerű használni, amikor a lakosság állampapír-megtakarítására, illetve nettó állampapír-vásárlására vagyunk kíváncsiak. Alapvetően két adatforrást is használhatunk: (1) az állampapírokat kibocsátó ÁKK havi sajtóközleményeit, vagy pedig (2) az Magyar Nemzeti Bank (MNB) értékpapír-statisztikáját. A két időszak 2013 közepéig nagyon hasonlóan alakult, ezt követően kisebb eltéréseket figyelhetünk meg (6. ábra).

6. ábra

A lakosság havi nettó állampapír-vásárlása a különböző adatforrások szerint



Megjegyzés: *ÁKK-adat indirekt számítás alapján

Forrás: ÁKK, MNB

A két statisztika között megfigyelhető eltérés főként abból származik, hogy míg az MNB az értékpapírok esetében a tulajdonosi szektor (jelen esetben a háztartások – ide sorolják az egyéni vállalkozókat is) szerinti bontásban közli az adatokat, addig az ÁKK általában a lakossági állampapírok értékesítését kommunálja. Az ÁKK által közzétett adatok esetében ugyanakkor előfordulhat, hogy adatközlésében nem szerepelnek a háztartási szektor által vásárolt piaci (nem lakossági) állampapírok. A statisztikák közötti eltérés abból is fakadhat, ha olyan vásárlások is bekerülnek a statisztikába, amelyeket nem a háztartások hajtottak végre. Az eltérés az állományi statisztikákban is jelentkezik: míg például az ÁKK sajtóközleménye alapján a háztartások állampapír-állománya 2014 októberében 2354 milliárd forintot tett ki, addig az MNB értékpapír-statisztika adatai alapján a lakossági állampapír-állomány 2258 milliárd forint volt. A fentiek alapján úgy gondoljuk, hogy a háztartási szektor állampapír-megtakarításainak vizsgálatához célravezetőbb az MNB adatközlését használni. Az ÁKK-tól származó adatok használata mellett szól ugyanakkor az, hogy általában hamarabb hozzáférhetőek, és azok segítségével is lehet következtetni az alapfolyamatokra, a lakosság részére értékesített állampapírokról ugyanis teljes körű adatokat biztosít.

A lakossági állampapírok keresletének jelentős része egy papír, a Kamatozó Kincstárjegy⁴ vásárlásához köthető. A 2012 eleje óta felhalmozott állampapír-megtakarítások közel kétharmada a Kamatozó Kincstárjegyek állományát növelte, ami részben a széles körű értékesítési hálózatnak is köszönhető. A másik jelentősebb lakossági állampapír, a Prémium Magyar Államkötvény⁵ esetében csak kisebb nettó vételt figyeltünk meg. Annak ellenére, hogy ebben az időszakban a Prémium Magyar Államkötvény kamata meghaladta a Kamatozó Kincstárjegyét, a hosszabb papírok lejáratí prémiuma nem volt elegendő ahhoz, hogy a keresletük jelentősebb mértékben emelkedjen. Vagyis a lakossági állampapír-állomány növekedése 2014 közepéig elsősorban nem a kizárólag MÁK-kirendeltségeken forgalmazott papírokhoz, hanem a kereskedelmi bankokon keresztül is értékesített Kamatozó Kincstárjegyhez kötődött. A markáns keresletnövekedés döntően a hozamkülönbség emelkedésnek is köszönhető: a kincstárjegyek és az éven belüli bankbetétek kamata közötti különbségnek a 2011. novemberi pozitívba fordulását februártól a kincstárjegyvásárlások jelentős növekedése követte (8. ábra).

A lakossági állampapírok, azon belül is a Kamatozó Kincstárjegy állományának emelkedésében több tényező is szerepet játszhatott. A lakossági állampapírok térnyerését legnagyobb

2 http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statisztika/mnbhu_statisztikai_idosorok/a-rezidens-kibocsatasu-ertekpapirok-adatai-kibocsato-i-es-tulajdonosi-bontasban/Ertekpapir_modszeran_hu.pdf

3 Az ilyen esetekben az ÁKK általában jelzi, ha nem a háztartási szektorhoz kötődött a vásárlás.

4 A Kamatozó Kincstárjegy (KKJ) egy fix kamatozású, egyéves lejáratú állampapír, amelynek az éves kamata 2014 végén 2,5 százalék volt.

5 Változó kamatozású 3, illetve 5 éves futamidejű értékpapír, amelynek a kamata a kamatfizetés évét megelőző évre vonatkozóan a Központi Statisztikai Hivatal által hivatalosan közzétett, éves átlagos fogyasztói árindexváltozás százalékos mértéke (de nem kisebb, mint 0) és a kamatprémium (amelynek mértéke a legtöbb forgalomban lévő kötvény esetében 3%) összege.

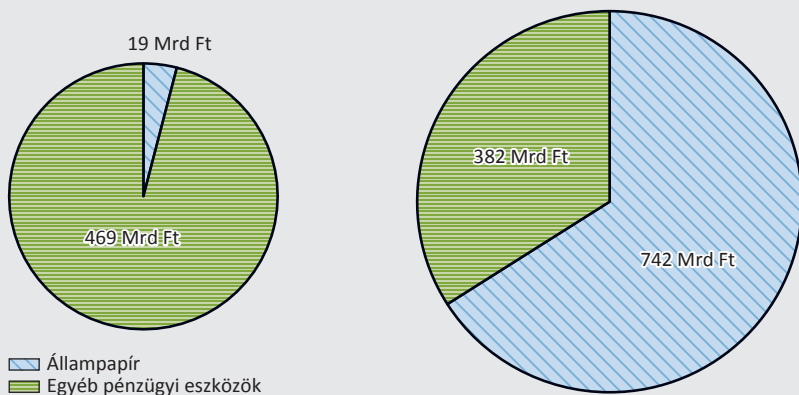
mértékben a befektetői környezet megváltozása (1–3. pontok) és a kormányzat belső finanszírozást támogató stratégiája (4–6. pontok) ösztönözhetette:

1. *Jelentősen emelkedő lakossági megtakarítások.* 2008 ősze után a magyar háztartások fogyasztási-megtakarítási döntéseiben jelentős változásokat figyelhattunk meg. A válság kitörése óta a megtakarítások jelentősen emelkedtek, felerősödtek az óvatossági megtakarítási megfontolások. Számottevően nőttek nemcsak a nettó, de a bruttó megtakarítások is, amelyeknek a forrása a korábbiakkal ellentétben nem a lakosság hitelfelvétele volt. Így a lakosság nemcsak a meglévő eszközeit rendezhette át, hanem az újonnan keletkezett megtakarításait is állampapír-vásárlásra fordította (7. ábra).

7. ábra

A lakossági pénzügyi eszközfelhalmozása és az állampapírok tértnyerése

(tranzakciók alapján)



Forrás: MNB

2. *Az infláció és a kamatok csökkenése.* Az alacsony inflációs és fokozatosan mérséklődő kamatkörnyezet következtében a kamatelőny szerepe is felértékelődhetett. Ezt támogathatta az is, hogy a lakossági hitelek csökkenésével párhuzamosan a bankoknak kevesebb betéti forrásra volt szüksége, ami szintén alacsonyabb kamatszintet okozott a betéteknél.

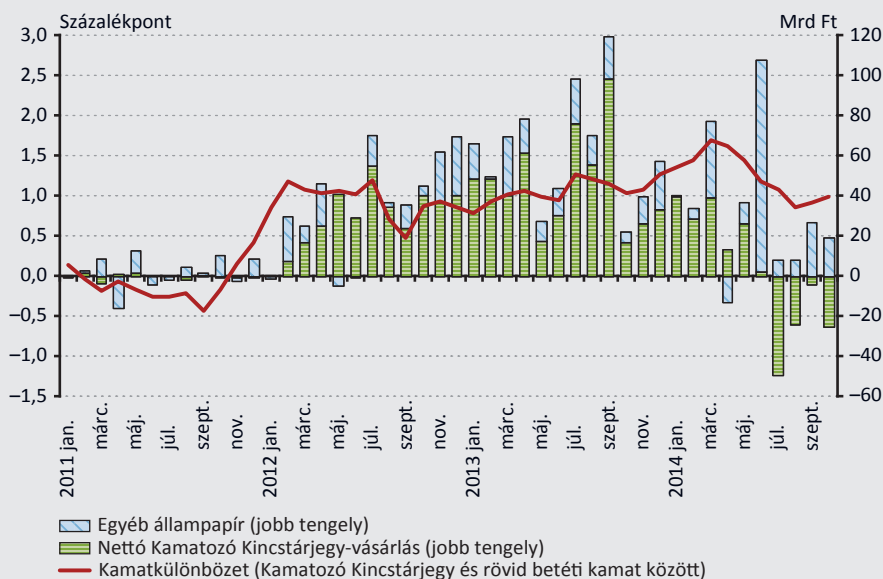
3. *Értékpapírosodás.* A lakossági állampapír-vásárlásokat, vagyis az „értékpapírosodást” a hozamelőny mellett a pénzügyi rendszer fejlődése is magyarázhatja. Ez utóbbi azért fontos, mert ebben az esetben az átrendeződés tartós lehet.

4. *Kamatelőny.* A Kamatozó Kincstárjegy kamata 2014 nyaráig átlagosan egy százalékponttal haladta meg a legfeljebb egyéves lejáratú bankbetétek átlagos kamatát (8. ábra).

5. *Támogató kormányzati stratégia.* A Kamatozó Kincstárjegyeknél további előnyt jelenthetett az is, hogy sok helyen jegyezhető lakossági állampapír volt – szemben a legtöbb lakossági állampapírral, a Magyar Államkincstár kirendeltségein és online felületén túl további nyolc kereskedelmi bank fiókhálózatában is meg lehetett vásárolni. Ezzel kapcsolatban megjegyezzük, hogy az értékesítési csatornát később több papír esetén (Bónusz és Prémium kötvények) is bővítették (emellett a MÁK-kirendeltségek száma is nőtt), így a vásárlást is egyszerűbbé tették, aminek a hatására nőtt a hosszabb lejáratú állampapírok vásárlása (9. ábra). Továbbá – a kormányzati szándékkal összhangban – az állampapírok népszerűsítése érdekében az ÁKK a marketingkiadásokat is növelte (reklámkampány, illetve az *allampapir.hu* elindítása).

6. *Eho-mentesség, kamatadó-mentesség.* 2013 augusztusától a kamatbevételekre kivetett egészségügyi hozzájárulás alól mentesülnek a forint-állampapírokban – illetve bizonyos befektetési alapokban⁶ – tartott befektetések, ami tovább emelhetette az állampapírok vonzerejét a bankbetétekkel szemben (Kékesi–Kóczyán, 2014). Másrészt a hosszabb futamidejű állampapírok jól illeszkednek a tartós befektetési számlák profiljába, amivel a kamatadó fizetését is elkerülhetik a háztartások, miközben a változó kamatozású papírokkal az esetleges kamatingadozásokkal szemben is védve vannak.

8. ábra
A lakosság nettó állampapír vásárlása*, valamint a bankbetétek és Kamatozó Kincstárjegyek kamatkülönbözete



Megjegyzés: *A lakosság havi állampapír-vásárlásának forrása az MNB értékpapír-statisztikákra vonatkozó adatai, míg a Kamatozó Kincstárjegyek nettó vásárlásának adatforrása az ÁKK. A nettó vásárlás alatt a bruttó vásárlás és a lejáratok különbségét értjük.

6 A befektetési alapban tartott befektetés hozama mentes az egészségügyi hozzájárulástól, amennyiben a belső szabályzatnak megfelelően legalább 80 százalékban forintállampapírokat tartanak.

Bár az elmúlt időszakban jelentősen nőtt az államadósság belföldi finanszírozásának aránya, a lakossági rövid futamidejű állampapírok megújítási kockázattal járnak. A lakossági állampapír-állományának emelkedése az átlagos hátralevő futamidő mérséklődésével járt: a rövid futamidejű lakossági állampapírok megújítási kockázatot jelentenek. A lakossági állampapír-állomány emelkedése főként a rövid – 1 éves – állampapírok állományában tükröződött.⁷ Ennek eredményeként a lakossági állampapírok átlagos hátralevő futamideje folyamatosan mérséklődött, és 2014 közepére egy év közelébe csökkent. Az eredeti futamidő szerint egy éven belül lejáró állomány 2014 szeptemberében megközelítette az 1400 milliárd forintot. Ez azt jelenti, hogy a következő egy évben havonta átlagosan több mint 100 milliárd forint lakossági kézben lévő állampapír fog lejárni, aminek megújítása kihívásokat hordozhat magában. (Ez a fajta lakossági viselkedés a bankbetétek állományán is tetten érhető, ugyanis a teljes betétállomány több mint 80 százaléka egy éven belül lekötött betét vagy folyószámlabetét.)

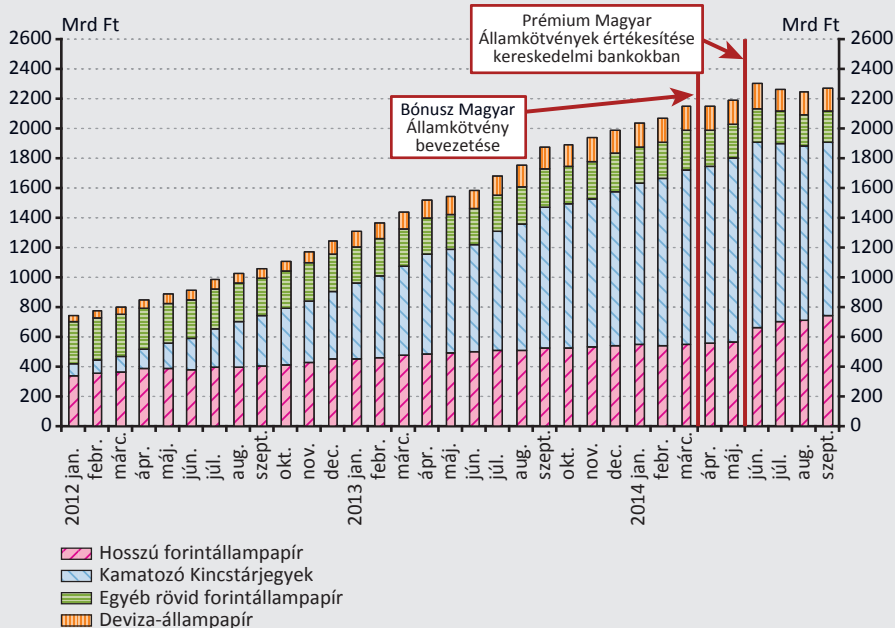
A kamatelőny fennmaradása mérsékelheti a megújítási kockázatokat. Az elmúlt időszakban tapasztalható hasonló mértékű vásárlásra már korábban, 2004-ben is volt példa, ugyanakkor az akkori állománybővülés átmenetinek bizonyult, a lejáratkor nem történt megújítás. Ebben szerepet játszott, hogy a 2005-ben lejáró papírok megújítása esetén kínált kamatok jelentősen, 3-4 százalékponttal elmaradtak a lejáró papírok által nyújtott kamatoktól. Jelentős hozamcsökkenés esetén fennáll a kockázata annak, hogy a lakosság lejáró állományát nem fogja megújítani, így a nettó vásárlás ismét negatívba fordulhat. Ennek a kockázatot mérsékli ugyanakkor, hogy bár a jegybanki kamatcsökkentési ciklussal párhuzamosan a KJK-k kamata is folyamatosan csökkent (a 2012. februári 8 százalékról 2,5 százalékra), az éven belül lejáró bankbetétekkel szemben továbbra is közel 1 százalékpont a kamatelőny.

2014 közepétől ugyanakkor a háztartások kereslete jelentősen emelkedett a hosszabb lejáratú állampapírok iránt, ami szintén csökkentheti a lakosság által birtokolt állampapírok megújítási kockázatát. 2014 márciusától ugyanis – vélhetően a kamatkülönbözet mérséklődésével összefüggésben – csökkent a rövid futamidejű kincstárjegyek állománya. Ezzel párhuzamosan azonban emelkedett a hosszabb futamidejű lakossági állampapírokban elhelyezett megtakarítás (9. ábra). Ebben szerepe lehetett annak is, hogy 2014 márciusa során új lakossági állampapírt hozott forgalomba az ÁKK. A Bónusz Magyar Államkötvényből márciusban két sorozatot is elindítottak 2018-as, illetve 2020-as lejáratúval. A papírok kamatozását az egyéves diszkontkincstárjegyek átlagos aukciós hozamához kötötték: a rövidebb papír 1,75 százalékpontnyi, a hosszabb pedig 2,5 százalékpontnyi hozamprémiumot biztosít az egyéves DKJ-hozam felett. A hosszú állampapírok állománya ugyanakkor csak ezt követően, 2014 júniusától kezdett el jelentősebb mértékben emelkedni. Ebben jelentős szerepet játszott az is, hogy a Prémium és Bónusz Magyar Államkötvényeket ettől kezdően már nemcsak a Magyar Államkincstár Állampénztári Irodáiban, valamint a WebKincstáron keresztül, hanem a forgalmazók (kereskedelmi bankok) fiókhálózatában is meg lehet vásárolni.

⁷ Mint azt korábban láttuk, a lakosság pénzügyi megtakarításai között általában a rövidebb, legfeljebb egyéves futamidejű megtakarítási formákat preferálja, így ez a viselkedés beleillik a lakossági megtakarítások korábbi szerkezetébe.

9. ábra

A háztartások állampapír-állománya futamidő és devizanem szerinti megbontásban



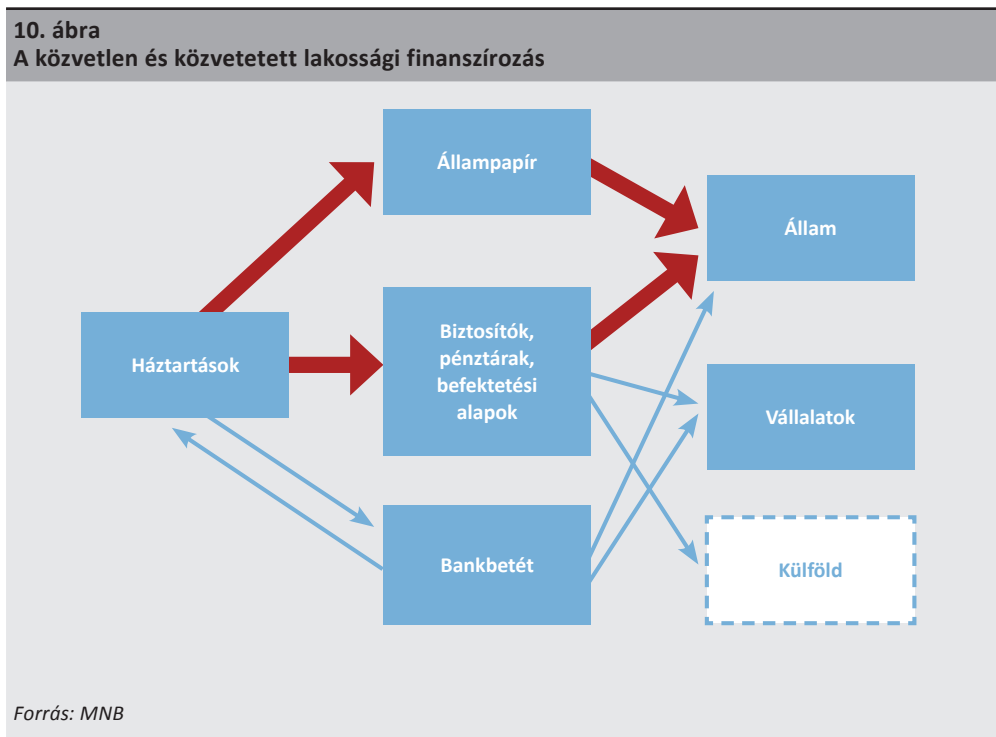
Forrás: MNB

3. Melyik szektort finanszírozza valójában a lakosság?

A háztartások eszközallokációs döntéseikkel végső soron a főbb szektorokat (az államháztartást, a vállalatokat és a külföldi szektort) finanszírozzák. A háztartások megtakarításai finanszírozzák a hazai gazdaság szereplőit, az államot és a vállalatokat (illetve, a külföldi eszközök tartásán keresztül részben a külföldi szektort is). Ahhoz azonban, hogy pontosabb képet kaphassunk arról, hogy a magyar háztartások megtakarításai melyik szektort finanszírozzák, nemcsak a közvetlen finanszírozási formákat, hanem a közvetett, befektetési alapokon, biztosítókön, pénztárakon keresztüli tartást is érdemes figyelembe venni. A lakosság közvetlen finanszírozása alatt azt értjük, amikor a vásárolt eszköz megjelenik a háztartások mérlegében az adott szektorral szembeni követelésként (például állampapír). Ezzel szemben a közvetett finanszírozás esetében a lakosság nem közvetlenül finanszírozza a főbb belföldi szektorokat, hanem egyéb pénzügyi közvetítőkön (például befektetési alapokon, biztosítókön, pénztárakon) keresztül, áttételesen birtokol eszközöket.

A lakossági finanszírozás számszerűsítéséhez fontos figyelembe venni a lakosság közvetlenül birtokolt állampapír-állományát is. A lakossági finanszírozás vizsgálatokor általában csak a lakosság által közvetlenül tartott állampapírok állományát szokták vizsgálni. Ugyanakkor a lakosság által közvetetten birtokolt állampapírok is a lakossági finanszírozás részét képezik. A lakosság által közvetetten birtokolt értékpapírok is részét képezik az állami finanszírozásnak, hiszen egyrészt a pénzügyi közvetítők által kínált befektetési formák esetében a lakosság (típustól függő mértékű) hatással van a portfólióban tartott megtakarításokra, másrészt a befektetés hozamát közvetve a háztartások élvezik. Például a befektetési alapok esetében a háztartások választhatnak többek között pénzügyi, kötvény- vagy akár ingatlanbefektetési alapok közül, vagyis a lakosság portfólióallokációs döntése mutathatja a preferenciát (10. ábra).

10. ábra
A közvetlen és közvetett lakossági finanszírozás



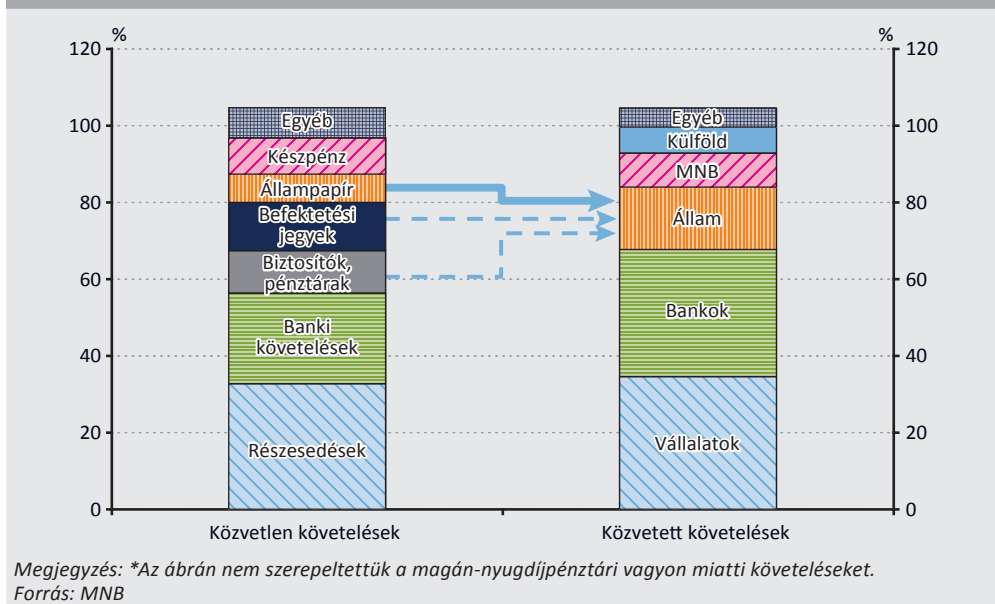
Forrás: MNB

A lakosság közvetlenül a GDP több mint 7 százalékát kitevő, míg a közvetett⁸ tartást is beszámítva, mintegy 16 százalékát elérő állampapír-állománnyal rendelkezik. A háztartások az államot közvetlenül állampapírok tartásával finanszírozzák, ugyanakkor a szektor közvetve, a befektetési alapokon, biztosítókon, pénztárakon keresztül is tart állampapírt. Így a háztartási szektor összességében a közvetlenül tartottnál jóval nagyobb mértékű,

⁸ A lakosság közvetett állampapír-tulajdona becslésen alapul, és számottevő bizonytalanság övezi. A közvetett finanszírozás között a bankbetéteket nem vesszük számba, mivel a banki megtakarítások elhelyezésekor a lakosság nem a bankok eszköportfóliója alapján hozza meg döntéseit.

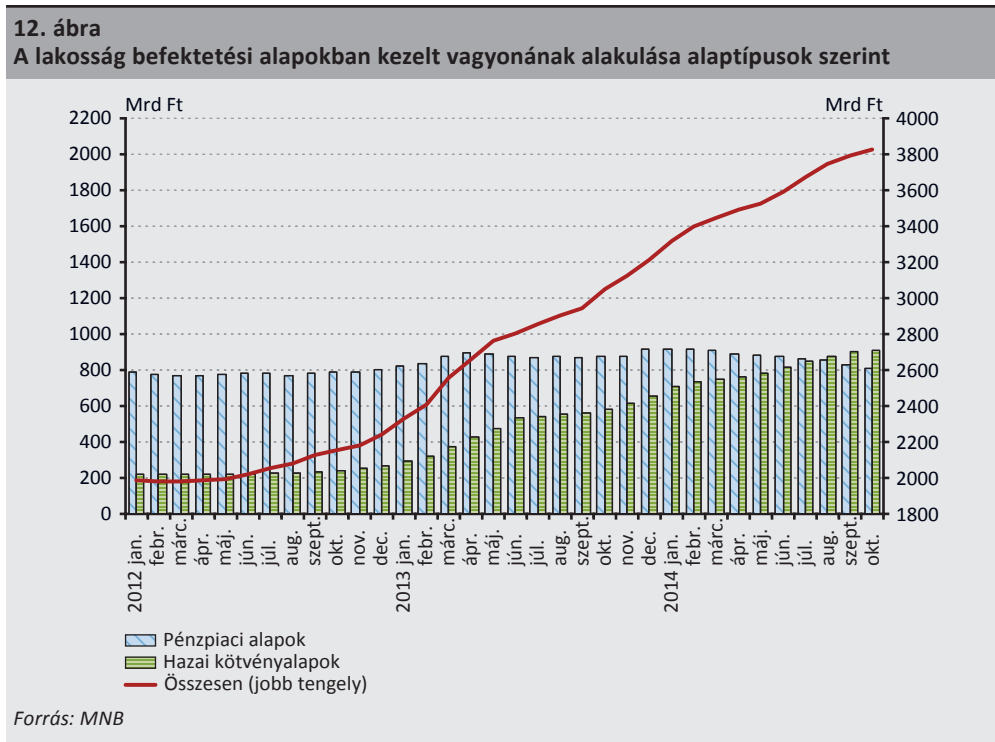
a GDP mintegy 16 százalékának megfelelő állampapírt birtokol (11. ábra jobb oldala, ahol a lakosság pénzügyi közvetítőkön keresztül tartott eszközeit is figyelembe vettük).

11. ábra
A háztartások bruttó pénzügyi vagyona* a GDP arányában
 (2014. szeptember)



A lakossági állampapír-állomány emelkedése 2014 közepén megtorpant, ugyanakkor a lakosság a befektetési alapokon keresztül továbbra is egyre nagyobb mértékben nyújt friss forrásokat az állam számára. A háztartási állampapír-állomány növekedése 2014 közepén megtorpant. Ebben – ahogy már korábban is említettük – az is szerepet játszhatott, hogy a Kamatozó Kincstárjegyek kamatelőnye a rövid bankbetétekkel szemben 1 százalékpontonra mérséklődött. A rövid papírok kieső keresletét a hosszú papírok (BMÁK és PMÁK) csak részben tudták pótolni, így a lakossági állampapír-állomány emelkedése jelentősen lassult. A befektetési jegyek vásárlása és így az államháztartás közvetett finanszírozása ugyanakkor tovább folytatódott. Míg korábban a lakosság főként a pénzpiaci alapok által kínált befektetési jegyeket részesítette előnyben, addig 2013-tól kezdően ez megváltozott: a kötvényalapok által kezelt vagyon számottevő mértékben, 300 milliárd forintról 900 milliárd forint fölé emelkedett (12. ábra). A háztartások – ahogy már korábban is említettük – a befektetési alapok esetében jellemzően a visszatekintő hozamok alapján döntenek, így a növekedésben döntően a hozamok csökkenése miatt emelkedő árfolyamok játszhattak szerepet (a pénzpiaci alapok visszatekintő hozama csak kisebb mértékben emelkedhetett az alacsony banki kamatok, valamint a rövidebb futamidejű állampapírok miatt). A lakosság kötvényalapokban lévő megtakarításai így már meghaladják a pénzpiaci alapok alapokban

lévő befektetéseit. Ez pedig azt is mutathatja, hogy a lakosság közvetett állami finanszírozása az elmúlt évek során a befektetési alapok térnyerésével párhuzamosan jelentős mértékben nőtt.

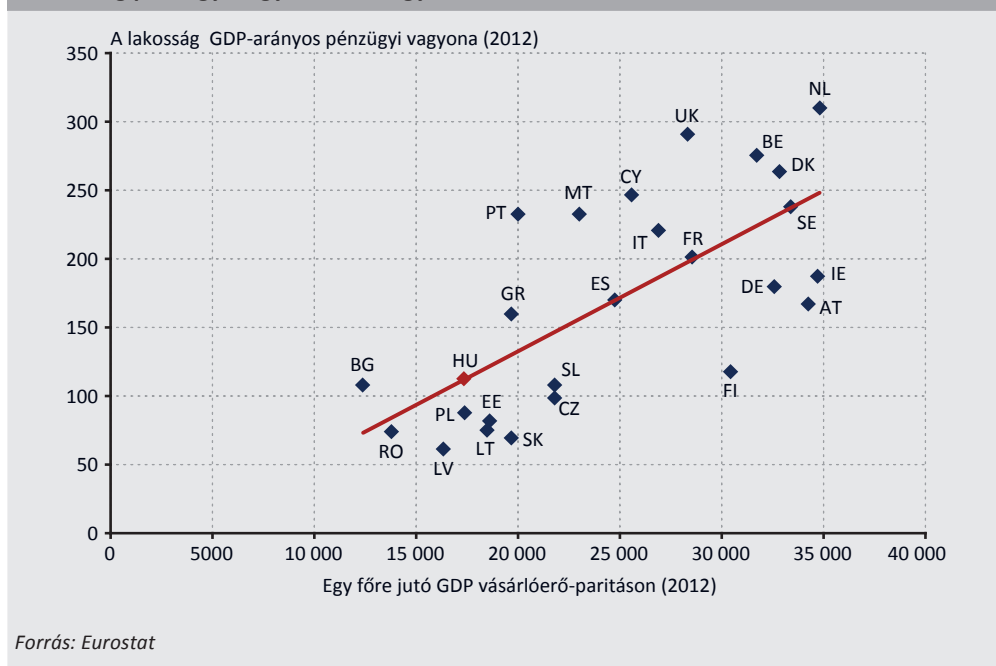


4. Az államháztartás lakossági finanszírozásának alakulása más országokban

Az előző fejezetekben bemutattuk, hogy Magyarországon az elmúlt években számottevően nőtt a lakosság állampapír-megtakarítása, amelyben döntően az inflációval párhuzamosan mérséklődő betéti kamatok és a lakosság „hozamkereső” viselkedése játszott szerepet. A lakossági állampapírtartás nemzetközi összevetésben is vizsgálható. A következő fejezetben megvizsgáljuk, hogy az Európai Unió más országaiban hogyan alakult a lakosság állampapír-megtakarítása.

A nemzetközi adatok alapján a lakosság pénzügyi eszközeinek állománya magasabb a nagyobb egy főre eső GDP-vel rendelkező országokban. A lakossági megtakarítások esetében megfigyelhető, hogy általában a magasabb egy főre jutó GDP-vel rendelkező, fejlettebb országokban a lakosság pénzügyi eszközei akár kétszeresen is meghaladják a kevésbé fejlett országokban (pl. Magyarországon) megfigyelt szintet. Magyarország esetében érdemes azt is megjegyezni, hogy a régiós versenytársainkhoz (Lengyelország, Csehország, Szlovákia) képest a lakosság pénzügyi vagyona magasabb a GDP arányában (13. ábra). Az egyes országok közvetlen állampapírtartása közötti eltérésben ugyanakkor szerepe lehet a lakosság eltérő megtakarítási rátájának, illetve az államadósságok eltérő méretének és finanszírozási szerkezetének is.

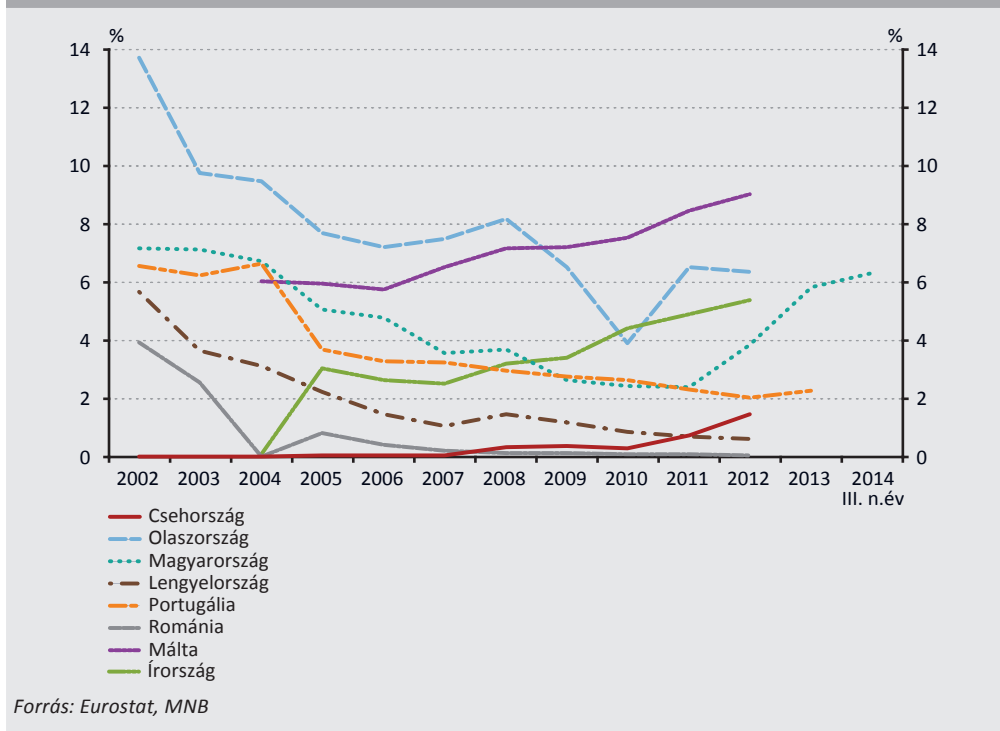
13. ábra
A lakosság pénzügyi vagyona és az egy főre eső GDP



Az Európai Unió országait tekintve, Magyarországon magas a lakosság pénzügyi eszközeinek arányában mért közvetlen állampapír-állománya. Az eltérő fejlettségi szintekből fakadó különbségek miatt érdemesebb azt megvizsgálni, hogy a lakosság pénzügyi eszközeinek mekkora részét fekteti közvetlenül állampapírokba. A 2000-es évek elejétől a magyar lakosság állampapír-vagyona a pénzügyi eszközökön belül egyre kisebb súlyt képviselt. Ebben az is szerepet játszhatott, hogy a magas bankközi kamatokkal párhuzamosan, a lakossági betétek kamatai is magasan maradtak. 2002-től Olaszországban is csökkent a lakoságnak az állami finanszírozásában betöltött szerepe, ugyanakkor ennek ellenére is meghaladta

a vizsgált időszak legnagyobb részében a legtöbb uniós országban megfigyelt szintet. Magyarországon a 2010–2011-es mélypontot követően, két év alatt jelentősen emelkedett a lakosság pénzügyi vagyonán belül az állampapírok aránya, és a korábbi 2,4 százalékról 2013 végére 6 százalék közelébe emelkedett. Az eddig rendelkezésünkre álló információk alapján 2014-ben mérséklődhetett a magyar lakosság portfólióátrendezése, így a lakossági állampapírok bővülési üteme is csökkent – ennek ellenére az állampapírok aránya 2014 szeptemberére tovább nőtt, és a pénzügyi eszközök 6,3 százalékát tette ki. A GDP-arányos adatokat tekintve, hasonló folyamatokat figyelhetünk meg, ugyanakkor például Olaszországban vagy Írországban és Máltán a lakosság GDP-arányos vagyona közel kétszerese a magyarnak, így a GDP-arányos állampapírvagyon jelentősen meghaladja a magyarországit (14. ábra). Amennyiben a pénzügyi vagyon között nem vennénk figyelembe az igen illikvidnek számító, egyéb üzletrészeket, akkor a magyar lakosság állampapír-állománya a máltai 9 százalék közelében alakulna. A GDP arányában hasonlóan vagyonos lakossággal rendelkező Csehország esetében, bár a lakosság állampapír-állománya jelentősen elmarad a Magyarországon tapasztalt szinttől, a háztartásoknak az állampapírok iránti kereslete az elmúlt években – főként a lakossági állampapír-programnak köszönhetően – fokozatosan emelkedett. A hasonló mértékű pénzügyi vagyonnal rendelkező Finnországban a lakosság állampapírtulajdona ugyanakkor elenyésző.

14. ábra
A lakosság állampapírtartásának aránya a lakosság pénzügyi vagyonának arányában



A közvetlen állampapíradatok azonban a legtöbb ország esetében csak 2012-ig állnak rendelkezésünkre, továbbá a lakosság közvetett állampapír-tartásáról nemzetközi összevetésben csak korlátozottan vannak adataink. Az Eurostaton – a cikk megírásakor – a legtöbb országra csupán 2012-re vonatkozó adat volt hozzáférhető, a lakossági finanszírozás mértéke azonban az elmúlt két évben jelentősen megváltozhatott más országokban is. Ugyanakkor az is lehetséges, hogy egyes országokban a lakosság nem a közvetlen, hanem inkább a közvetett finanszírozási formákat részesíti előnyben – ezt azonban nem tartalmazza a közvetlen állampapírokat tartalmazó adatsor. Továbbá fontos hangsúlyozni azt, hogy az adatokat jele tősen befolyásolja a különböző országok államadosságának, valamint a lakosság pénzügyi megtakarításának mértéke is.

5. A lakossági finanszírozás emelkedése miatt is megváltozott az állam finanszírozásának szerkezete

A lakoságnak az elmúlt időszakban tapasztalt, számottevő mértékű állampapír-vásárlása révén a magyar háztartások már európai összevetésben is jelentős mértékben finanszírozzák az államot. A belföldi finanszírozás erősödése mérsékelheti a gazdaság külső sérülékenységét és az állam finanszírozásának árfolyamkockázatát is. A lakossági állampapír-állomány további növekedését azonban fékezheti, hogy a bankrendszer belföldi forrásigénye a hitelezés beindulásával, illetve a devizahitelek forintosításával párhuzamosan emelkedhet, illetve a rövid állomány miatt jelentős megújításokra van szükség. Míg általában a lakossági finanszírozás alatt csak a lakosság által közvetlenül birtokolt állampapírokat szokták számba venni, a cikkünk következő fejezetében bemutatjuk a közvetett finanszírozásnak az elmúlt években elért mértékét és változását is.

A lakosság növekvő szerepvállalásának több vetülete van. Az elmúlt években – nemzetközi összevetésben is – jelentősen nőtt a háztartási szektor szerepe az államháztartás finanszírozásában. Az alábbiakban megvizsgáltuk, hogy az elmúlt évek során az államháztartás milyen szerkezetben vont be forrásokat, és a lakosság portfólióátrendezése milyen hatással volt az állam finanszírozására és finanszírozási költségeire.

5.1. Az állam finanszírozási szerkezetének átalakulása

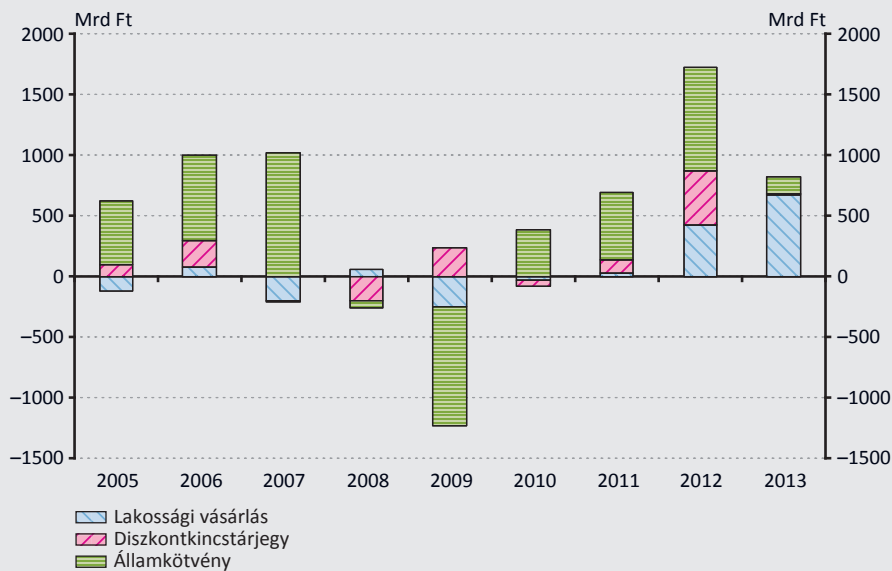
Míg a korábbiakban arra helyeztük a hangsúlyt, hogy a háztartási szektor megtakarításaiban (annak mérlegében) mekkora értékben szerepelnek a közvetlen vagy közvetett megtakarítási formák között az állampapírok, addig a következőkben azt fogjuk áttekinteni, hogy

a lakosság megváltozott portfólióátrendezése hogyan befolyásolja az állam finanszírozásának szerkezetét.

A lakossági finanszírozás szerepe számottevően emelkedett 2012-től kezdődően (15. ábra). Az állam forint forrásbevonása 2012 során jelentős méretű volt, amiben szerepe volt annak is, hogy az állam nem bocsátott ki devizakötvényt, így a lejáró adósság refinanszírozását kizárólag forintkötvényekből fedezte. Ebben az évben kezdett el jelentősen emelkedni a lakosság állampapír-állománya is, így a lakossági állampapír-vásárlás már nagyobb mértékben járult hozzá az államháztartás finanszírozásához. Mint azt korábban bemutattuk, a lakosság állampapír-vásárlása 2013-ban folytatódott, és így a nettó forintban denominált kibocsátás több mint felét a lakosság vásárolta meg. A korábbi években megfigyelt mértéket meghaladó vásárlásokban az is szerepet játszott – mint azt korábban is körbejártuk –, hogy a lakosság számára a csökkenő betéti kamatok mellett vonzó alternatívát nyújtott az állampapírba történő befektetés.

15. ábra

Az állam forintban denominált nettó forrásbevonásának alakulása



Forrás: MNB

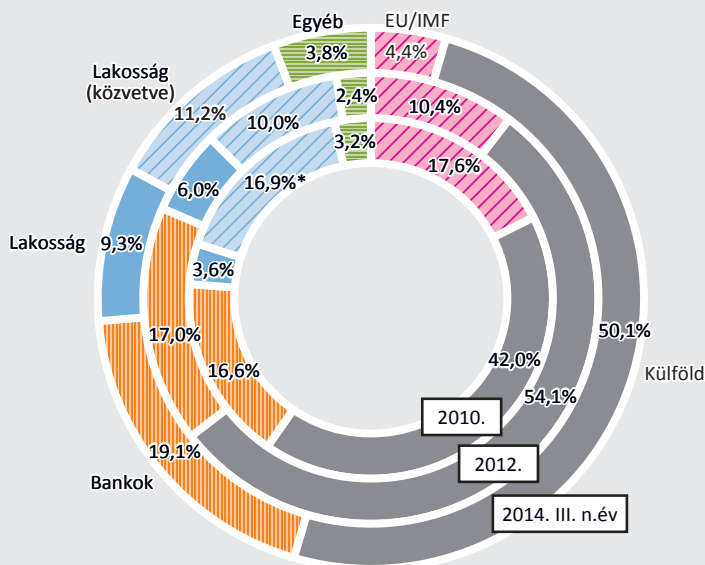
A nemzetközi szervezetektől felvett hitelek jelentősen csökkentek az elmúlt években. A 2008-as pénzügyi válság következtében Magyarország nem tudta magát finanszírozni a pénzpiacokról, ezért számottevő hitelt vett fel nemzetközi szervezetektől, ami a központi költségvetés adósságán belül is jelentős súlyt képviselt. Ezt a hitelt ugyanakkor Magyarország az elmúlt években fokozatosan törlesztette, és 2014 III. negyedévének végére az már csak 4,4 százalékát tette ki a központi költségvetés adósságának.

A magánnyugdíj-pénztári rendszer átalakítása következtében csökkent a lakosság közvetett állampapír-állománya, ugyanakkor a lakosság által birtokolt állampapírok aránya a költségvetés összes adósságán belül az elmúlt évek lakossági állampapír-vásárlásának és portfólióátrendezésének hatására a korábbi szintre emelkedett. További jelentős változás volt az elmúlt években a magánnyugdíj-pénztári rendszer átalakítása. A háztartások ugyanis jelentős mértékben közvetve a pénztárakon keresztül finanszírozták az állam működését. A rendszer átalakítását követően a lakosság nyugdíjpénztári eszközei jelentős mértékben csökkentek, így mérséklődött a lakosság közvetett finanszírozásának mértéke az államadósság arányában is. Jelentősen árnyalja a lakossági finanszírozás mérséklődésének hatását ugyanakkor az, hogy bár csökkent a lakosság közvetett finanszírozása, ezzel párhuzamosan a magánnyugdíj-pénztárak által tartott állampapírok bevonása révén az államadósság is mérséklődött.

A lakosság által közvetlenül vásárolt állampapírok mennyisége jelentősen emelkedett 2012-höz képest, miközben a közvetett finanszírozás szerepe is nőtt. Az elmúlt években – összhangban a lakosság számottevő állampapír-vásárlásával – a lakosság szerepe az államadósság finanszírozásában a 2010-ben megfigyelt 3,6 százalékról 2014. III. negyedévére 9,3 százalékra emelkedett, ami historikus összevetésben is magasnak számít (16. ábra). A közvetett finanszírozásban a nyugdíjpénztári rendszer átalakítása miatt 2011-ben számottevő mérséklődés zajlott le. Ugyanakkor az ezt követően lezajlott portfólióátrendezés révén az állampapírok mellett a befektetési jegy-állomány is számottevően nőtt.⁹ Így összességében a lakosság közvetett állampapír-tulajdona is nagymértékben emelkedett, és a legfrissebb adatok alapján már meghaladja a központi költségvetés adósságának 11 százalékát.

A lakosság közvetett finanszírozását is figyelembe véve, 2014 III. negyedévében a lakossági források aránya elérte a korábbi, még a magánnyugdíj-pénztári megtakarításokat is tartalmazó finanszírozási arányt. A portfólióátrendezés hatására a lakosság közvetlen és közvetett finanszírozása az államadósság több mint 20 százalékát tette ki 2014. III. negyedévében, ami megfelel a korábbi – még magán-nyugdíjpénztári eszközöket is birtokló – finanszírozás mértékének. Másrésztől a nemzetközi szervezetektől származó hitelek mérséklődése is a lakossági finanszírozás emelkedése mellett valósult meg. Annak ellenére, hogy a nyugdíjrendszer átalakításával a lakossági finanszírozás egy lépésben számottevően alakult át, a háztartások a folyamatosan emelkedő megtakarításaik segítségével, illetve a jelentős állampapír és befektetési jegy vásárlásával visszaállították a korábban is jellemző, magas lakossági finanszírozási arányt. Ebben a közvetlenül tartott lakossági állampapírok számottevő bővülése is szerepet játszott.

⁹ A befektetési alapok mellett a biztosítók és az önkéntes nyugdíjpénztárok is jelentős mértékben finanszírozzák az államot.

16. ábra**Az állam finanszírozásának szerkezete***(a központi költségvetés adósságának arányában, 2010; 2012; 2014. III.)*

Megjegyzés: *A lakosság 2010-es közvetett finanszírozásának közel felét a magánnyugdíj-pénztárak állampapír-vagyona tette ki.

Forrás: ÁKK, MNB

5.2. A lakossági finanszírozás bővülésének hatásai

A beföldi finanszírozás emelkedése révén mérséklődhet a gazdaság külső sérülékenysége szempontjából kiemelten fontos külső adósság, és csökkenhet az állam árfolyamkitettsége. A lakossági finanszírozás emelkedése – az elmúlt néhány hónapot leszámítva – főként a rövid források növekedésében tükröződött, ugyanakkor ez az állam berövidülő¹⁰ adósságának emelkedésével is járt. A beföldi szereplőkhöz kerülő kamatok ösztönzőleg hathatnak a gazdaságra úgy, hogy a beföldi finanszírozás konszolidált költségei nem feltétlenül haladják meg a külföldi forrásbevonását. A lakossági finanszírozás emelkedésének ugyanakkor számos vetülete van. A következő fejezetben ezeket a főbb kérdéseket járjuk körül.

A lakosság az állam finanszírozását nem csak közvetlenül, állampapírok tartásával tudja támogatni. Ahogy azt már korábban bemutattuk, a lakossági finanszírozás emelkedésével nőtt az állam beföldi finanszírozásának az aránya is. A csökkenő külföldi finanszírozás a külső sérülékenység szempontjából – a külső adósság mérséklődésén keresztül – pozi-

10 Eredetileg hosszú futamidejű, de éven belül lejárávára váló adósság.

tív fejleménynek tekinthető. Érdeemes ugyanakkor azt is megjegyezni, hogy amennyiben a háztartások állampapír-vásárlás helyett a pénzügyi közvetítőrendszerrel helyeznék el megtakarításaikat, akkor sem feltétlenül csökkenne az állam belföldi finanszírozásának mértéke. Ez akkor valósulhatna meg, ha a lakossági források olyan közvetítőkhöz kerülnének, amelyek teljes mértékben állampapírba fektetik a hozzájuk beérkező forrásokat.

A lakossági állampapíroknak az alternatív befektetésekhez képest magasabb kamatozása növeli a lakosság jövedelmét, ami pozitívan hathat a gazdaság külső sérülékenységére, illetve a gazdasági növekedésre. A lakossági állampapírok térnyerése részben annak köszönhető, hogy az állam a lakosság számára vonzóan árazza az állampapírokat a piacon elérhető, egyéb befektetési formákhoz (pl. azonos lejáratú bankbetétekhez) képest. Az állampapírokon elérhető, magasabb kamat közvetlenül a lakossági szereplőkhöz kerül. Ha a korábban leírtaknak megfelelően nőne az állam közvetett finanszírozása, akkor a pénzügyi közvetítő rendszer fenntartásának költségei miatt a háztartásokhoz csak a hozam egy része kerülne.¹¹ A közvetlen finanszírozás bővülésével emelkedik a lakosság jövedelme is¹², ami a magasabb fogyasztáson, illetve a mérlegalkalmazkodáson keresztül segíti a gazdaság stabilitásának, illetve növekedésének erősödését. A pontosabb hatást alapvetően az állampapírokat birtokló réteg jövedelmi-megtakarítási helyzete határozza meg. A fogyasztási határráta mértéke ugyanis függ a háztartás jövedelmi, illetve vagyoni helyzetétől: a magasabb jövedelmű, illetve vagyonú háztartások általában alacsonyabb fogyasztási határrátával rendelkeznek (Carroll et al., 2014). Így ha az ő jövedelmük emelkedik az állampapírok magasabb kamatbevétele miatt, akkor valószínűleg a megtakarítások növekedésén keresztül a gazdaság külső sérülékenysége is tovább mérséklődhet. Amennyiben az alacsonyabb jövedelmű vagy vagyonú háztartások kamatjövedelme emelkedik, úgy a lakossági fogyasztás növekedési hozzájárulása lehet magasabb.

A pénzügyi közvetítőkön keresztül (közvetetten) tartott állampapír-állomány stabilabb lehet, ugyanakkor az állam által kifizetett kamatnak csak egy része kerül a lakossághoz. Érdeemes azt is megjegyezni, hogy a pénzügyi közvetítőkön keresztül az állam finanszírozása vélhetően hosszabb futamidő mellett lenne megvalósítható. Ahogy korábban már bemutattuk, a lakosság általában (a legutóbbi néhány hónapot leszámítva) a rövidebb futamidejű állampapírokat részesíti előnyben. Az elmúlt hónapok során a háztartások egyre inkább a hosszabb lejáratú papírok felé fordultak, ennek ellenére a lakossági állampapír-állomány jelentős része továbbra is egyéves lejáratú. Ugyanakkor például a befektetési alapok – a számos befektetőnek köszönhetően – hosszabb távra is fektethetnek állampapírokba, ugyanis az egyéni szinten meghozott döntések a befektetési alap forrásait csak kisebb mértékben érintik. A hosszabb lejáratú papírok vásárlásának az is gátat szab, hogy a magyar háztartások – a megfigyelések alapján – befektetési döntéseiket alapvetően

11 Ebben az esetben ugyanakkor a pénzügyi közvetítőrendszer fenntartása vagy bővülése a magasabb foglalkoztatáson keresztül járulhat hozzá a növekedéshez, vagy a gazdaság sérülékenységének csökkenéséhez.

12 Itt érdemes megjegyezni, hogy a többletjövedelem az alternatív befektetéseken elérhető hozamokhoz képest növelheti a lakosság rendelkezésre álló jövedelmét.

egyéves időhorizonton hozzák meg, így hosszabb távra csak kisebb mértékben tudnak vagy akarnak elköteleződni. Ugyanakkor egy pénzügyi közvetítő sok kisbefektetőt gyűjthet össze, így hosszabb távon nyújthat forrást az állam számára, aminek köszönhetően az éves szinten lejáró adósság csökkenésén keresztül mérsékelheti az államadósság megújítási kockázatát. Ennek azonban költsége van: a háztartásokhoz kisebb kamatjövdelem kerül. Hasonlóképpen, a nyugdíjpénztárak, illetve biztosítók tipikusan hosszabb távon, tartósan tudnak állampapírokat vásárolni, és így az állam finanszírozását is kisebb bizonytalanság mellett tudják biztosítani.

A lakossági állampapírok magasabb kamatozásának többletköltségét ellensúlyozhatja, hogy a belföldi finanszírozás nem növeli a tartalékigényt, és így összességében az államháztartás konszolidált költsége alacsonyabb is lehet. A finanszírozás költségeit is meg kell vizsgálni a lakossági finanszírozás bővülésének elemzésekor. A lakossági állampapírok árazása igen kedvező, így felmerülhet, hogy megéri-e a külföldi forrásokat belföldre cserélni. A finanszírozás költségeit ugyanakkor a konszolidált államháztartás szintjén érdemes nézni: a külföldi források bevonásának magas szintje a rövid adósság emelkedésén keresztül a devizatartalékok magasabb tartását is eredményezheti (Hoffman et al., 2013). Ezt is figyelembe véve, tehát az állam lakossági finanszírozásának költsége nem feltétlenül haladja meg az egyéb piaci finanszírozások költségeit, ráadásul a teljes kamatjövdelem közvetlenül a háztartási szektorhoz kerül, mint azt korábban említettük, aminek másodkörös hatásai lehetnek – akár az államháztartás bevételeire (például a fogyasztás révén emelkedő áfa-bevételekre) vagy finanszírozására is.

A lakosság állampapír-állománya kevésbé érzékeny a forintárfolyam ingadozására, így stabilabb forrást jelent az állam részére. A lakossági állampapír-finanszírozás előnye továbbá, hogy a lejáráti horizonton stabil finanszírozást nyújt az állam számára abban az esetben is, ha a nemzetközi pénzpiacokon esetlegesen turbulenciák lépnének fel. A külső feltételek romlása esetén a nemzetközi befektetők eladhatják a kockázatosabb eszközeiket, ami adott esetben a magyar állampapírpiacot is érintheti. Ezzel szemben a lakossági befektetőkre csak kisebb mértékben hat a nemzetközi tőkepiac likviditásának esetleges előre nem látható szűkülése. Ugyanakkor megemlítjük, hogy 2008 őszét követően a lakosság csökkentette állampapír-kitettséget, ami a lakosság fogyasztássimító viselkedéséből fakadhatott. A lakossági reakció mértéke azonban nagyságrendekkel volt kisebb, mint a külföldi befektetők reakciója.

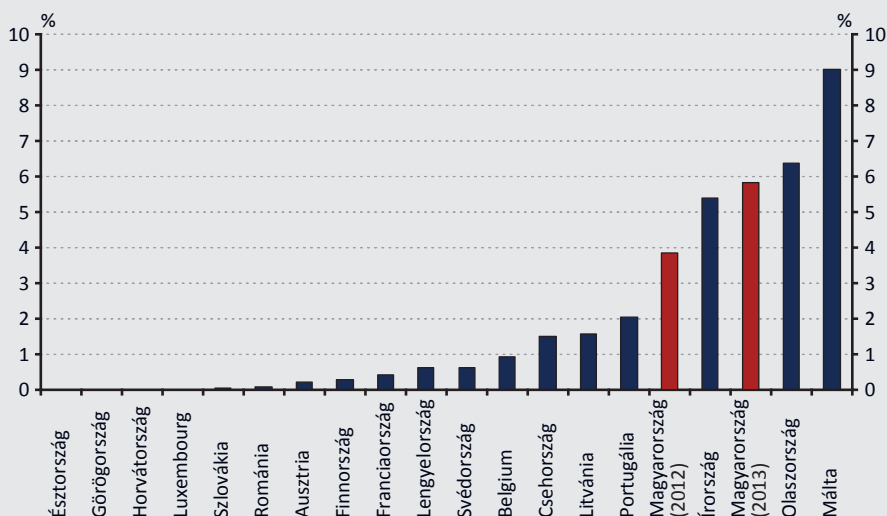
A jelentős rövid állampapír-állomány ugyanakkor számottevő megújítási kockázatot is magában hordoz, amit tovább fokozhat, ha a bankok is kompetitívebben kezdenek el betéteket gyűjteni. A lakosság pénzügyi eszközeinek alakulását érdemben befolyásolhatja az is, hogy a bankoknak szükségük van a lakossági betételhelyezésből származó forrásokra. Ha a bankok forintforrásaik biztosítása érdekében – a kamatok emelése mellett – betétgyűjtésbe kezdenek, akkor elképzelhető, hogy a lakossági állampapír-állománya is mérséklődni fog. A lakosság ugyanis a felkínált hozamok alapján választ a befektetési lehetőségek közül, így a lejáró állampapírok miatt felszabaduló forrásait nem feltétlenül az állam finanszírozására

fordítja. A forint lakossági állampapírok megújítási kockázatát 2015-ben tovább növelheti a devizahitelek forintosítása is, ugyanis élénkítheti a versenyt a hazai forintforrásokért a bankok között (MNB, 2014b). Ennek következményeként a jelenleg állampapírban tartott lakossági források egy része ismét a bankbetétek felé áramolhat. Ezzel kapcsolatban megjegyezzük, hogy amennyiben az ÁKK továbbra is növelni szeretné az államadósság belső finanszírozásának arányát, az a lakossági állampapírok kamatának emelkedésével, így végső soron az állam kamatkadásainak emelkedésével járna (ez ugyanakkor a háztartások rendelkezésre álló jövedelmét növelné, illetve konszolidált szinten nem feltétlenül járna többletköltségekkel). Fontos lehet azonban, a nemzetközi példák alapján a lakosság pénzügyi vagyonában – néhány példát leszámítva – nem képviselt a jelenleginél számottevően nagyobb részt az állampapír az elmúlt években.

17. ábra

A lakosság állampapír-állománya a háztartások bruttó pénzügyi vagyonán belül

(2012)



Forrás: Eurostat, MNB

A lakosság tartós eszközoldali átcsoportosítása negatívan befolyásolhatja a gazdaság egyes szereplőinek a forrásellátottságát is. Az elmúlt időszakban jelentősen megemelkedett a háztartások állampapír-vásárlása, ami mérsékli ugyan az államháztartás külföldi függőségét, azonban lassíthatja a bankok külső adósságának a csökkenését – vagyis a teljes nemzetgazdaság külföldi függősége nem feltétlenül mérséklődik nagyobb ütemben a lakossági állampapír-vásárlás következtében. 2012 elejétől a háztartások számottevő mértékben bővítették állampapírjaik mennyiségét, aminek a jelentős részét ugyanakkor banki betétek csökkentésével finanszírozták. A rendelkezésre álló források csökkenése meglátásunk szerint rövid távon nem

hat negatívan a hitelezési folyamatokra, hanem vélhetően a bankok külső adósságsökkentő képességét mérsékli. Ez ugyanakkor azt is jelenti, hogy a lakossági állampapír-vásárlás közvetett módon gátolhatja a bankok nettó külső, ezen belül is a rövid külső adósságának csökkenését. Vagyis az állam külföldi függőségének csökkenése egy másik szektor külföldi függőségének csökkenését lassíthatja. Ugyanakkor a magánszektor nagyobb mértékű megtakarításának köszönhetően konszolidált szinten mérséklődhet a gazdaság külső függősége.

6. Összefoglalás

2008 és 2014 között jelentősen nőtt a lakosság nettó megtakarítási rátája. Az emelkedés egy része a hitelek magasabb törlesztéséből fakadt, ugyanakkor az emelkedéshez az óvatossági motívumok erősödésével a lakosság pénzügyi eszközfelhalmozása is egyre jelentősebb mértékben járult hozzá. A lakosság portfólióallokációs döntéseiben 2012 eleje óta egyre jelentősebb szerepet kaptak az értékpapírok: különösen az állampapírok és a befektetési jegyek. A lakosság portfólióátrendezését erősítette a jegybank alapkamat-csökkentési ciklusa is, mivel a lakosság egyre nagyobb mértékben kezdte el keresni a magasabb megtérülést nyújtó, de biztonságos befektetéseket. Így míg 2011-ben a lakosság pénzügyi eszközein belül az állampapírok még csak 2 százalékot képviseltek, addig ennek a mértéke 2014 III. negyedévére már 6 százalék fölé emelkedett, ami már nemzetközi összehasonlításban is magasnak számít. Azonban a számottevő mértékű rövid lejáratú állampapír-állomány miatt a lakossági finanszírozás jelenlegi szintjének megtartásához, illetve emeléséhez további állami intézkedések lehetnek szükségesek.

A lakosság befektetési jegy-állománya is jelentősen nőtt ebben az időszakban: a korábban népszerű pénzpiaci alapok helyett a kötvényalapok által kezelt vagyon nőtt a legnagyobb mértékben, és a lakossági megtakarítási portfólióban a legnagyobb súlyt képviselő alaptípusává vált. Így a lakosság a befektetési jegyek tartása révén is egyre nagyobb súlyt képvisel az államadósság finanszírozásában.

Egyrészt a lakossági finanszírozásnak számos előnye lehet, például a kamatjövedelem közvetlenül a háztartásokhoz kerül, ami a növekedést támogathatja, illetve az állam számára stabilabb forrást biztosíthat, mivel a lakosság az esetleges árfolyam-ingadozásokra, pénzpiaci turbulenciákra vélhetően kevésbé érzékeny. Vagy a belföldi finanszírozás emelkedésével lehetséges a külföldi adósságnak így a gazdaság külső sérülékenységének csökkentése is.

Másrészt a lakossági finanszírozása kockázatokat is hordozhat magában, mivel jelentős a lakosság kezében lévő, rövid állampapírok állománya, ami megújítási kockázatot is jelent. Továbbá, ha például a bankrendszer forrásbevonás szükségessége miatt a lakosság számára magasabb kamatozatot kínálna, akkor ez akár a lakossági állampapír-állomány csökkenéséhez vagy az állam kamatkiadásainak növekedéséhez is vezethetne.

Felhasznált irodalom

ÁLLAMADÓSSÁG KEZELŐ KÖZPONT (2014): KJ-kibocsátások. <http://www.akk.hu/aukcio.ivy?public.cat-sys-831CB809-1D7C-4ACE-B415-0238913A053E-filtergroup=search> (letöltve: 2014. 12. 01.)

ÁRVAI, ZSÓFIA – MENCZEL, PÉTER (2000): A magyar háztartások megtakarításai 1995 és 2000 között. *MNB Füzetek*, 2000 (8).

CARROLL, CHRISTOPHER D. – KIMBALL, MILES S. (2006): Precautionary saving and precautionary wealth. *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2nd Ed.

CARROLL, CHRISTOPHER D.– SLACALEK, JIRI – TOKUOKA, KIICHI (2014): The distribution of wealth and the MPC: Implications of New European Data. *American Economic Review*, 104 (5), pp. 107–111.

ELMENDORF, DOUGLAS W. (1996): The Effect of Interest-Rate Changes on Household Saving and Consumption: A Survey, *Federal Reserve Board Working Paper*, 1996 (27).

Eurostat (2014): Statistics Database. http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database (letöltve: 2014. 12. 01.)

HOFFMANN, MIHÁLY – KÉKESI, ZSUZSA – KOROKNAI, PÉTER (2013): A jegybanki eredmény alakulása és meghatározó tényezői. *MNB-szemle*, október, pp. 36–48.

FRIEDMAN, MILTON (1986): *Infláció, munkanélküliség, monetarizmus*. Budapest, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó.

KÉKESI ZSUZSA – KÓCZIÁN BALÁZS (2014): Értékpapír vs. bankbetét: Miben takarít meg a lakosság? *MNB Szakmai cikkek*, július 14.

KEYNES, JOHN MAYNARD (1936): *The general theory of employment, interest and money*. Macmillan, London. Magyarul: *A foglalkoztatás, a kamat és a pénz elmélete*. Budapest, 1965, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó.

LELAND, HAYNE E. (1968): The precautionary demand for saving. *The Quarterly Journal of Economics*, 82 (3), pp. 465–473.

MODIGLIANI, FRANCO (1986): Life cycle, Individual Thrift, and the Wealth of Nations. *The American Economic Review*, 76 (3), pp. 297–313.

MNB (2014a): A rezidens kibocsátású értékpapírok adatai kibocsátói és tulajdonosi bontásban. Magyar Nemzeti Bank. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statisztika/mnbhu_statisztikai_idosorok/a-rezidens-kibocsatasu-ertekpapirok-adatai-kibocsato-i-es-tulajdonosi-bontasban/Idosoros_havi_hu.xls (letöltve: 2014. 12. 08.)

MNB (2014b): Stabilitási jelentés. Magyar Nemzeti Bank, november.

MNB (2014c): Módszertani leírás a rezidens kibocsátású értékpapírok adatai kibocsátói és tulajdonosi bontásban megnevezésű havi jegybanki adatközléshez. Magyar Nemzeti Bank. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statisztika/mnbhu_statisztikai_idosorok/a-rezidens-kibocsatasu-ertekpapirok-adatai-kibocsato-i-es-tulajdonosi-bontasban/Ertekpapir_modszertan_hu.pdf (letöltve: 2014. 12. 06.)

MURATA, KEIKO (2003): Precautionary Savings and Income Uncertainty: Evidence from Japanese Micro Data. *Monetary and Economic Studies*, 21 (3), pp. 21–52.

A kockázatkerülési csapda – Az alacsony kockázatú eszközök szűkösségének pénzügyi piaci és makrogazdasági következményei

Horváth Dániel – Szini Róbert

Az elmúlt években a nagy jegybankok nulla közeli kamatszintje és egyéb monetáris lazító lépései ellenére globálisan alacsony infláció és egyes térségekben deflációs aggodalmak jellemezték a gazdasági környezetet, miközben a reálgazdasági aktivitás visszafogott maradt. Bár a jelenség tünetei hasonlóak a likviditáscsapda-szituációhoz, mégis fontos különbségek azonosíthatók, amelyek arra utalnak, hogy más tényezők is állhatnak a háttérben. A szakirodalomban feltűnő, egyik új típusú megközelítés az alacsony kockázatú eszközök strukturális túlkeresletét azonosítja mögöttes tényezőként, amelyet a válságban ciklikus hatások is súlyosbítottak. Az ún. kockázatkerülési csapda mechanizmusa hasonló a likviditási csapdához, azonban csak az alacsony kockázatú eszközök körében jelentkezik, tehát a likviditási csapda egy speciális esetének tekinthető. A pénzügyi piaci feszültségek mindkét esetben gazdasági visszaesést és deflációs spirált okozhatnak, ugyanakkor mindkettőre más-más típusú monetáris politikai válasz lehet hatékony. Míg likviditási csapdában az előretekintő iránymutatás működhet hatékonyabban, kockázatkerülési csapdában bizonyos mennyiségi lazítási politikák jelenthetnek megoldást.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: G01, G15, E44, E52

Kulcsszavak: pénzügyi piacok, kockázatmentes eszközök, likviditási csapda, monetáris politika

1. Bevezetés

A közelmúlt globális gazdasági-pénzügyi válsága nyomán a pénzügyi piaci hozamok tartósan alacsony szinten stabilizálódtak. A jelenség és lehetséges következményei nagy figyelmet kaptak a gazdaságpolitikai döntéshozók részéről, és a szakirodalomban is több elemzés született a témával kapcsolatban; ezek a korábbiakhoz képest több esetben újszerű megközelítéssel éltek a folyamatok jobb megértésének érdekében. Az egyik javasolt megközelítés az alacsony kockázatú eszközökhöz kapcsolódó keresleti és kínálati tényezők viszonyának mélyrehatóbb vizsgálata. A kockázatkerülési csapda (safety trap) modellje szerint a kockázatmentes és alacsony kockázatú pénzügyi eszközök iránti megnövekvő kereslet azok szűkössége miatt extrém esetekben érdemi makrogazdasági hatásokkal járhat. A jelenség a jól ismert likviditási csapda egy speciális esetének tekinthető, ahhoz hasonló keretben vizsgálható, azonban lényegi különbség van a következmények és a hatékony gazdaságpolitikai válaszok tekintetében.

Likviditási csapdában a hozamszint olyan alacsony, hogy a gazdasági szereplők közömbössé válnak a készpénz és a más alacsony hozamú befektetési eszközök tartása között.¹ A kialakuló, alacsony nominális kamatszint miatt a monetáris politikának egy idő után a klasszikus eszközökkel korlátozottak a lehetőségei a monetáris kondíciók lazítására, bár a deflációs folyamatok és a reálgazdasági teljesítmény visszaesése ezt indokolná. Egy kockázatkerüléscsapda-szenárióban a kockázatvállalási kedv visszaesése következtében megnő az alacsony kockázatú eszközök iránti kereslet, így ezek hozama nulla közelébe mérséklődik. E határ elérése után a kockázatmentes eszközök piacán az egyensúly már nem a kamatszint lefelé módosulásával, hanem a reálgazdasági aktivitás visszaesésével áll helyre.

Bár a két eset következményei hasonlóak, a kiváltó ok és így a gazdaságpolitikai válaszok tekintetében fontos különbségek vannak. Az elméleti eredmények szerint likviditási csapdában a jegybank előrettekintő üzenetei és elköteleződése lehet hatékony eszköz, kockázatkerülési csapdában azonban inkább a mennyiségi lazítás használata lehet célszerű. Bonyolítja a helyzetet, hogy válságban a két csapdaszituáció együttesen jelentkezik, és a válság különböző szakaszaiban más és más hatás lehet a domináns, így a hatékony gazdaságpolitikai válaszok is változhatnak idővel.

Cikkünkben az alacsony kockázatú eszközök szűkösségének okaival és következményeivel foglalkozunk, kitérve mind az elméleti, mind a gyakorlati szempontokra, és különös hangsúlyt fektetve a monetáris politikai implikációkra.

A cikk második részében bemutatjuk a viszonyítási alapul szolgáló új-keynesi likviditási csapdát. A harmadik részben az alacsony kockázatú eszközökkel és azok szűkösségének okaival foglalkozunk. A negyedik rész összefoglalja a szakirodalomban fellelhető modellezési

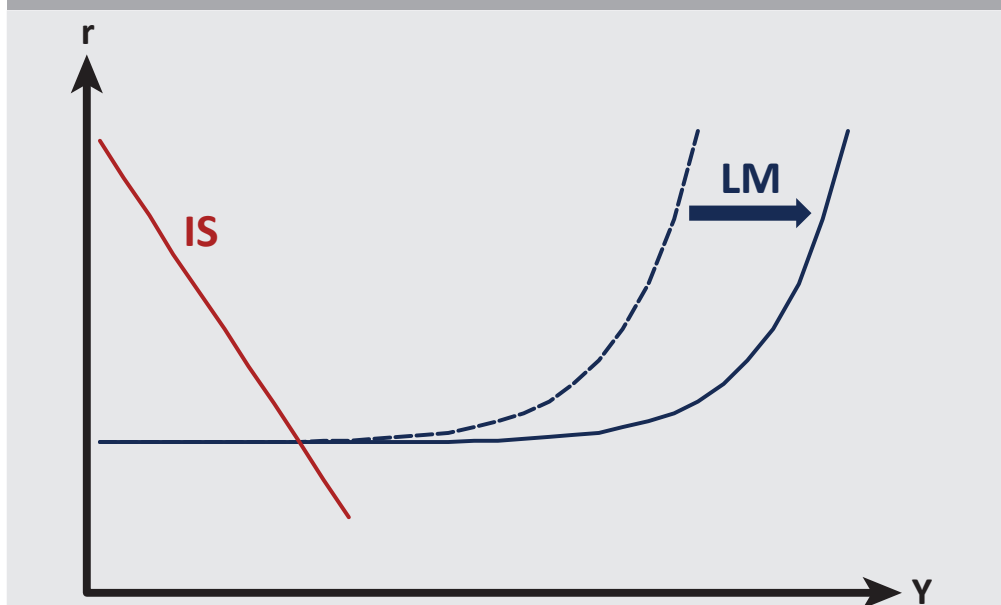
1 Lásd Keynes (1965), p. 230.

kísérleteket és következtetéseket. Az ötödik részben részletesebben bemutatjuk *Caballero et al. (2014)* modelljét, amely a jelenség leginkább kiforrott modelljének tekinthető. A hatodik részben összegezzük a monetáris politikai és feltörekvő piaci implikációkat.

2. A likviditási csapda fogalma

A likviditási csapda *Keynes (1965)* eredeti definíciója szerint olyan helyzetet jelent, amelyben egy gazdaságban a kamatok olyan szintre süllyednek, ahol a megtakarítók közömbössé válnak a készpénz és az adósság típusú eszközök tartása között. A jelenség elméleti hátterét Keynes likviditáspreferencia-elméletének spekulációs pénzkeresleti motívuma adja, amely szerint a kamatszint egy pozitív „alsó határán” a készpénzkereslet végtelenül rugalmassá válik, azaz a gazdaságba juttatott többletlikviditás teljes egészében készpénz-megtakarításokban csapódik ki, így a kamatszintre és a reálgazdasági aktivitásra nincs hatása. Ebben az esetben a monetáris politika hatékonysága drasztikusan csökken abban az értelemben, hogy a pénzkínálat növelésével nem lesz képes érdemben befolyásolni a gazdaságban érvényesülő kamatszintet. Érdeemes megjegyezni, hogy ilyen helyzet a kamatszint nullára csökkenése nélkül, a megtakarítók készpénzraktári hajlandóságában bekövetkező hirtelen

1. ábra
Likviditási csapda az IS–LM-modellben



Megjegyzés: Az LM görbe lapos szakaszán kialakuló egyensúly esetében a pénzkínálat növekedése nem mozdtítja el sem a kamatszintet, sem a kibocsátást.

változás miatt is előállhat, ami a gyakorlatban leginkább válságok idején, a befektetői bizalom erős megingásakor figyelhető meg.

A likviditási csapda fogalma az elmúlt két évtizedben előbb a japán tapasztalatok, majd a globális válság kapcsán tovább formálódott, és mára az eredeti keynesi definíciótól némileg eltérő értelemben használatos.² A modern közgazdasági szakirodalomban a likviditási csapda fogalmát általában a jegybanki alapkamat nulla alsó korlátjával összefüggésben használják. A nulla alsó korlát közelében a monetáris politika konvencionális eszközeivel már nem képes tovább lazítani a monetáris kondíciókon, annak ellenére, hogy az alacsony inflációs (és/vagy recessziós) környezet ezt indokolná. Kiemelendő, hogy az eredeti megközelítéssel ellentétben, ebben az esetben nem közvetlenül a készpénztartási hajlandóság növekedése, hanem a rövid kamatszint nulla alsó határa okozza a problémát.

Bár a hagyományos és a modern értelmezésben a likviditási csapda definíciója és kiváltó okai különböznek, a következmények tekintetében a két megközelítés igen hasonló: a monetáris politika konvencionális eszközei elveszítik hatékonyságukat; a kamatok egy alacsony szinthez „tapadnak”, az aggregált kereslet tovább esik, a recessziós és deflációs folyamatok mélyülnek. Fontos különbség azonban, hogy a likviditási csapda két felfogása más-más gazdaságpolitikai választ implicál. A hagyományos megközelítés szerint likviditási csapda fennállása esetén a monetáris politika elveszíti hatékonyságát, és kizárólag a fiskális politika képes stimulálni a gazdaságot. Ezzel szemben a modern megközelítések a nemkonvencionális jegybanki eszközök használatát javasolják, és a legtöbb ilyen jellegű modellben a lehetséges eszközök hatékonyságának vizsgálatát helyezik a középpontba.

A cikkben a későbbiekben bemutatott, a kockázatmentes eszközökhöz kapcsolódó modell a likviditási csapda egyik legnépszerűbb, új-keynesi megközelítésével hasonlítjuk össze.³ Ezen irányzat eredményei szerint egy likviditási csapda-szituációban bármilyen olyan monetáris politikai eszköz stimulálja a gazdaságot, amely növeli a megtakarítók jövőbeli várható vagyonát. Ebbe a körbe tartozik az előretételezett iránymutatás, amely az alacsony kamatszint „rögzítésével” magasabb jövőbeli eszközárakat és magasabb inflációt jelent. Ez a növekvő várható vagyon miatt kitolja és az alacsonyabb reálkamaton keresztül laposabbá teszi az intertemporális költségvetési korlátot, és így növeli a jelenbeli aggregált keresletet.

Az új-keynesi likviditási csapda-modellek a mennyiségi lazítási programokkal kapcsolatban általában ezzel ellentétes eredményre jutnak. Ennek egyik legfőbb oka, hogy az eszközvásárlások önmagukban csak a monetáris bázis jelenbeli növelését eredményezik, ami likviditási csapda-szituációban definíció szerint nem hat az árakra és a reálgazdaságra. *Krugman (1998)* rámutat, hogy „szimpla” mennyiségi lazítás esetén a piacon a likviditási csapdából való kilábalás utáni időszakra azt várják, hogy a monetáris politika – mandátu-

2 A fogalom újraértelmezését a japán tapasztalatokra alapozva Paul Krugman munkássága gyorsította fel (lásd pl. Krugman, 1998). A likviditási csapdával kapcsolatos további definíciós kérdésekről lásd pl. Rhodes (2011), vagy Koppány (2007) írását.

3 Lásd pl. Eggertson et al. (2003), Werning (2012) vagy Cochrane (2013).

mának megfelelően – ismét az infláció alacsonyan tartására fog törekedni, és így a várt infláción és eszközárakon keresztül nem lép fel olyan jelenbeli keresletnövelő hatás, mint az előzetekintő iránymutatás esetében. A mennyiségi lazítás következképpen tehát csak valamilyen – a megnövelt monetáris bázis és az alacsony kamatszint fenntartását kilátásba helyező – elköteleződéssel együtt működhet.⁴ Összességében tehát a likviditási csapda új-keynesi megközelítése szerint a mennyiségi lazítási programok önmagukban nem hatnak az aggregált keresletre.⁵

Az előzetekintő iránymutatáshoz és a mennyiségi lazításhoz kapcsolódó eredmények cikkünk szempontjából azért is érdekesek, mert a későbbiekben összehasonlítjuk a likviditási csapdabeli és az ún. kockázatkerülési csapdabeli hatékonyságukat.

3. Az alacsony kockázatú eszközök szűkössége

A likviditási csapdákhöz kapcsolódó, főáramú közgazdasági gondolatmenet azzal az egyszerűsítéssel él, hogy a gazdasági szereplők vagy készpénzben, vagy egy adott állampapír-befektetésben tarthatják megtakarításaikat. Ez futamidő és kockázat szempontjából is megkötést jelent a lehetséges befektetési formákat illetően.⁶ A valóságban ugyanakkor számos, különböző futamidejű és különböző kockázatú befektetés érhető el, ami a likviditási csapdával kapcsolatos elméleti eredmények gyakorlati relevanciáját is érintheti. A tapasztalatok szerint elsősorban a kockázati dimenzió⁷ figyelembevétele lehet fontos, ugyanis az alacsony kockázatú eszközök szűkösségét és annak makrogazdasági jelentőségét több szerző is azonosította az elmúlt években.

3.1. Mi tekinthető alacsony kockázatú eszköznek?

Az alacsony kockázatú eszközök szűkösségének vizsgálata előtt érdemes röviden kitérni terminológiai és definíciós kérdésekre. A témával foglalkozó szakirodalomban „biztonságos” eszközként (safe asset) hivatkoznak a szóban forgó instrumentumokra, ugyanakkor ez

4 Krugman megfogalmazása szerint a monetáris politikának „hitelesen kell kommunikálnia, hogy felelőtlen lesz”.

5 Cikkünk célja szempontjából megelégedhetünk ezzel az általános esetre vonatkozó állítással, ugyanakkor érdemes megemlíteni egy további eredményt (lásd pl. Woodford, 2012). Az elméleti és empirikus eredmények szerint egyes célzott – részpiacokra fókuszáló – mennyiségi lazítási programoknak lehet gazdaságstönző hatása likviditási csapdában is.

6 A befektetési döntések a mainstream közgazdasági gondolkodásban jellemző megközelítésének további problémáiról lásd például Hossein-zadeh (2014).

7 Az állampapír hozamokban érvényesülő kockázati faktorokról bővebb áttekintést ad Horváth et al. (2014).

a magyar pénzügyi terminológiában szokatlan megnevezés. Bár használhatnánk a „kockázatmentes eszköz” kifejezést, ez több szempontból is problémás lehet. Egyrészt, a közelmúlt globális válsága is rámutatott, hogy a modellekkel ellentétben a valóságban „nem léteznek igazi kockázatmentes eszközök” (IMF, 2012), így ez a megnevezés félrevezető lehet. Másrészt például a hagyományosan kockázatmentesnek tekintett, amerikai államkötvények esetében is fut inflációs kockázatot a befektető⁸, és Beckworth (2013) rá is mutat, hogy magas inflációs időszakokban jellemzően csökkent az amerikai papírok külföldi befektetőinek állománya, azaz valóban kockázatként értékelhették a magas inflációt. Ezek mellett az is megemlíthető, hogy a kockázatmentesnek tartott papírok csak a lejáratig való megtartás esetében jelentenek biztos pénzáramlást, lejárat előtti értékesítés esetében a befektető futja a papír árfolyamkockázatát. Ezen megfontolások alapján cikkünkben a modellt leíró rész kivételével az „alacsony kockázatú” kifejezést használjuk a vizsgált eszközosztályra.

A megnevezésnél természetesen fontosabb kérdés, hogy mit is értünk alacsony kockázatú eszköz alatt, azonban a szakirodalomban nincs egyértelmű álláspont ezek körét illetően:

- a legszigorúbb irányzat szerint csak a likvid és hitelkockázattól mentes állampapírok sorolhatók ebbe a körbe (lásd pl. M. C. K., 2012);
- a papírok lehetséges felhasználási módja szerint azon eszközök tekinthetők alacsony kockázatúnak, amelyek felhalmozásieszköz-, fedezet- és árazásibenchmark-funkciót töltenek be, valamint azok, amelyeket a prudenciális szabályozás annak tekint;
- modellezési szempontból az a definíció célszerű, amely szerint az tekinthető alacsony kockázatú eszköznek, amelynek értéke világalapottól független, azaz ára „információ-inszenzitív”⁹ (Steffen, 2012; Gourinchas et al., 2012);
- a szubjektivitást előtérbe helyező definíció szerint alacsony kockázatú eszköz az, amit „a befektetők biztonságos kincsképző eszköznek tartanak” (Beckworth, 2011).

Bár a fenti definíciók az alacsony kockázatú eszközök szűk és tág értelmezését is lehetővé teszik, a modellek és a kapcsolódó eredmények az információ-inszenzitivitáson és kockázatmentességen alapulnak. A később bemutatandó következtetések gyakorlati relevanciája tekintetében ez feltehetően nem jelent komoly problémát, azonban érdemes fejben tartanunk a definíciós különbségeket.

8 Az inflációhoz indexált papírok állománya pedig igen korlátozott a világban, ezért nem lenne célszerű erre a körre korlátozni a „biztonságos” eszköz kifejezést.

9 Modellezési szempontból ez a megközelítés például azért lehet hasznos, mert így az alacsony kockázatú eszközök jövőbeli és jelenbeli értéke minden világalapottban megegyezik, ezért egy adott mértékű jövőbeli sokk esetén könnyebb összefüggést teremteni a kockázatos eszközök jelenbeli és jövőbeli értéke között is (részletesebben lásd a cikk 5. részében).

3.2. Keresleti és kínálati tényezők

Az Egyesült Államokban a válság előtt kialakult, magas folyó fizetésimérleg-hiány hátterét kutató egyes elemzésekben már foglalkoztak az alacsony kockázatú eszközök piacának keresleti és kínálati egyensúlytalanságaival.¹⁰ Mögöttes tényezőként általában a '90-es évek feltörekvő piaci válságait, valamint a fejlett piacokat megrázó „dotcomlufit” azonosították, amelyek egyrészt hozzájárultak a befektetők alacsony kockázatú eszközök iránti étvágyának emelkedéséhez, másrészt az alacsony kockázatúnak vélt eszközök körének csökkenését eredményezték. A válságokhoz kapcsolódóan kiemelhető még, hogy a tanulságok alapján egyre több feltörekvő piaci jegybank kezdett a korábbiaknál magasabb devizatartalék felépítésébe, amelyet szinte kizárólag magas minőségű állampapírokban tartottak. Emellett egyes nyersanyag-kitermelő, feltörekvő országok a felfutó export és az emelkedő világpiaci nyersanyagárak következtében jelentős folyó fizetésimérleg-többletet produkáltak, amelyet szuverén alapjaikon¹¹ keresztül részben biztonságosnak vélt eszközökben fektettek be. A pénzügyi piacok fejlődése szintén növelte az alacsony kockázatú eszközök iránti igényt: az egyre bonyolultabb pénzügyi tranzakciók végrehajtásához általában valamilyen magas minőségű fedezet volt szükséges a letéti számlákon. Ezek mellett a fejlett országok előregedő társadalmi szintén egyre több biztonságos megtakarítási formát igényeltek.

Miközben a keresleti oldalon nyomás jelentkezett, kínálati oldalon nem sikerült lépést tartani az igényekkel. Mivel a feltörekvő országokban csak igen korlátozott mennyiségű a kockázatmentesnek tekinthető eszköz, ezért ez a növekvő kereslet nagyrészt a fejlett piacokra terelődött, ami két fontos következménnyel járt. Egyrészt igen alacsony szintre csökkent egyes fejlett országok – elsősorban az Egyesült Államok – állampapír-piaci hozamszintje, ami a válságot megelőzően hozzájárulhatott a túlzott kockázatvállalási hajlandóság kialakulásához, a tőzsdék felfutásához. Másrészt az alacsony kockázatú eszközök iránti túlkereslet ösztönzőket teremtett a magánszektor számára ezek előállítására, ami elősegítette a kockázatos eszközökből magas minősítésűeket előállító konstrukciók (pl. CDO-k, MBS-ek) elterjedését. Ezek alapján tehát elmondható, hogy az alacsony kockázatú eszközök iránti túlkereslet hozzájárult a globális egyensúlytalanságok válság előtti felépüléséhez és a később toxikusnak bizonyuló eszközök elterjedéséhez.

Az alacsony kockázatú eszközök szűkösségének következményei a válságban (mind a subprime, mind a szuverén válság szakaszában) és az azt követő időszakban már sokkal nyilvánvalóbban jelentkeztek, így a szakirodalomban is egyre több kutatás született a témában.¹² A válságban keresleti oldalon kiemelt jelentőségű volt a befektetői bizalom romlásának hatása. A kínálat pedig egyrészt a szuverén leminősítések, másrészt a magánszektor által

10 Lásd pl. Caballero (2006), Caballero et al. (2006), Bernanke (2005; 2007).

11 Az SWF Institute összesítése alapján 2014 végére a szuverén alapokban kezelt összesített vagyon átlépte a 7000 milliárd dollárt.

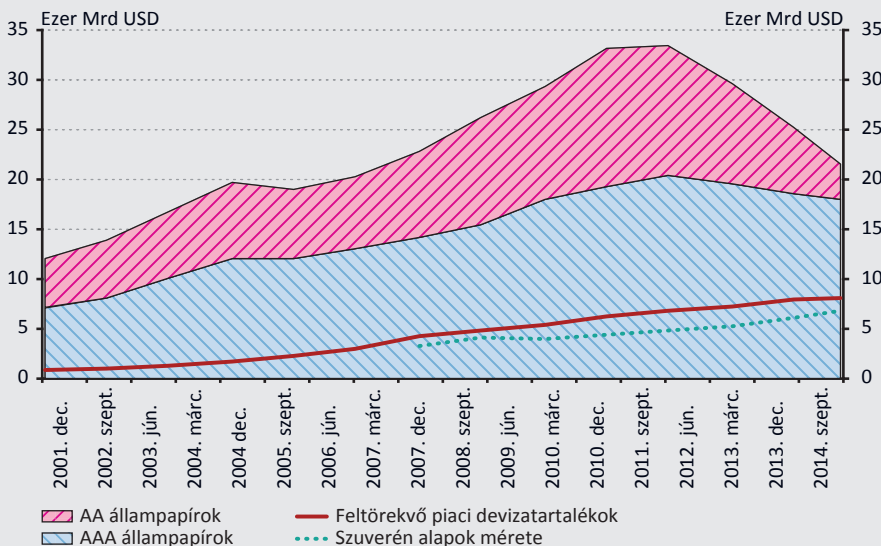
12 Lásd pl. Caballero (2010), Bernanke et al. (2011), IMF (2012), Gourinchas et al. (2012), Gorton et al. (2013), Aoki (2014).

2. ábra
Szuverén hitelminősítések eloszlása



Forrás: Fitch Ratings
Megjegyzés: Helyi devizás hitelminősítések

3. ábra
A magas minőségű szuverén papírok globális mennyiségének, valamint a feltörekvő országok devizatartalékában és szuverén alapjaiban kezelt vagyonnak az alakulása



Forrás: Fitch Ratings, BIS, IMF COFER, SWF Institute
Megjegyzés: Fed-, BoE- és BoJ-vásárlásokkal korrigálva.

létrehozott konstrukciók piacainak összeomlása miatt esett vissza. E folyamatok következtében az alacsony kockázatú eszközök ára jelentősen emelkedett, hozama pedig 0 közelébe csökkent.

A 2. és 3. ábra rámutat a magas minősítésű szuverén adósság mennyiségének abszolút és relatív értelemben vett csökkenésére, valamint a feltörekvő piaci devizatartalékokon és szuverén alapokon keresztüli kereslet növekedésére. A magánszféra alacsony kockázatú eszközei (pl. MBS-piac) esetében hasonló folyamatok voltak megfigyelhetők (*Bernanke et al., 2011; Gorton, 2010*).

Bár a válság legintenzívebb szakaszát (2008–2009-et) követően a feszültségek némileg enyhültek, előretekintve mind a keresleti, mind a kínálati oldalon olyan tényezők azonosíthatók, amelyek a probléma fennmaradását segítik elő.

A keresletet tekintve, a válság tapasztalatai nyomán továbbra is meghatározó szerepe lehet az alacsony kockázatú eszközöknek a portfólió- és likviditáskezelésben, valamint benchmarkszerepük is erős maradhat, ami szintén a keresletet támogató tényező.¹³ Emellett a prudenciális szabályozásosági környezet szigorodása (Bázel III, Szolvencia II) következtében a bankok és biztosítók részéről is növekvő keresletre számíthatunk. A válságot megelőző időszakhoz hasonlóan, a pénzügyi piacok fejlődése a letéti követelmények miatt szintén növekvő igényt jelenthet majd. Külön kiemelhető, hogy több termék esetében megindult az OTC-piaci struktúra átalakítása központi elszámolóház (CCP) rendszerűre, ami szintén növeli a rendszerszintű letéti követelményeket. A válságban és azt követően bevezetett, jegybanki eszközvásárlási programok szerepe is megemlíthető: a Fed és a Bank of England az eddig vásárolt mennyiség fenntartására törekszik, miközben a Bank of Japan eszközvásárlási programja jelenleg is aktív, az EKB esetében pedig 2015. január végén jelentették be a legalább 2016 szeptemberéig tartó, havi 60 milliárd eurós eszközvásárlási programot. Ezek a jegybanki vásárlások mind csökkentik az alacsony kockázatú eszközök piacon elérhető mennyiségét. Az EKB programja esetében külön kiemelhető, hogy az EKB-tőkekulcsok alkalmazása miatt éppen a leginkább biztonságosnak tartott, német papírokból vásárolják meg a legnagyobb mennyiséget.

13 További érdekes kérdés, hogy az alacsony kockázatú eszközök túlkereslete milyen hatással lehet ezen eszközök árazásibenchmark-szerepére. Amennyiben az eszközárzási modellekben kockázatmentesnek tekintett eszközök hozamai nem fundamentális okokból, hanem strukturális túlkereslet miatt vannak alacsony szinten, az érvénytelenítheti a hagyományos eszközárzó modellek feltételrendszerét (lásd pl. Berlinger et al., 1999) és így elméletileg hozzájárulhat eszközár-buborékok kialakulásához is (ami a válság előtt feltehetően meg is történt).

1. táblázat
Az alacsony kockázatú eszközökhöz kapcsolódó keresleti tényezők összefoglaló táblázata

Kereslet forrása	Befektetői típus	Keresletet meghatározó tényező	Tényező trendje
Portfóliókezelés	Alapkezelők	Alacsony kockázatú eszközök szerepe a portfólióallokációban és a likviditáskezelésben	↑
	Biztosítók, nyugdíjalapok	Konzervatív befektetési politika	→
	Nembanki pénzügyi intézmények	Befektetői bizalom alacsony szintje	↑
Fedezet pénzügyi tranzakciókhoz	Bankok és pénzügyi közvetítők	Derivatív ügyletekhez kapcsolódó követelmények	↑
		Fedezetképzési szabályok szigorodása	↑
		Repopiacokhoz kapcsolódó fedezet szükséglet	→
Szabályozáshoz kapcsolódó kereslet	Bankok	Bázel III szabályozás hatása	↑
		Egyes állampapírok a leminősítésekhez kapcsolódóan magasabb kockázati súllyal kerülnek beszámításra	→
	Biztosítók	Szolvencia II szabályozás hatása	↑
Válságkezelés	Jegybankok	Eszközvásárlási programok	↑
Benchmark funkció	Bankok és pénzügyi közvetítők	Biztonságos befektetési formák iránti általános kereslet	→

Forrás: IMF (2012)

A várható kínálatoldali folyamatokat tekintve, egyrészt elmondható, hogy a fejlett országok már most is magas adósságszintje következtében középtávon nem valószínű a magas minősítésű adósságállomány érdemi növekedése, miközben a korábban alacsony kockázatúnak tekintett, de a válság során leminősített szuverének iránti bizalom gyors visszanyerésére sem látszik komoly esély. A válság nyomán a magánszféra által kínált konstrukciókba vetett bizalom is eltűnt. A feltörekvő országok továbbra is csak korlátozott mértékben képesek hozzájárulni az alacsony kockázatú eszközök kínálatához. Kínálati oldalon ugyanakkor a jegybankok tevékenysége támogathatja a piacokat, mivel a válságtapasztalatok alapján szükség esetén eszközeikkel hozzájárulnak a piaci stabilitás megőrzéséhez. Az alacsony kockázatú eszközök keresletéhez és kínálatához kapcsolódó legfontosabb tényezőket az 1. és 2. táblázat foglalja össze (IMF, 2012 alapján).

Összességében tehát elmondható, hogy az alacsony kockázatú eszközök globális szűkössége ciklikus és strukturális tényezőkre is visszavezethető. Bár a válság óta a ciklikus hatások enyhülhettek, ugyanakkor a strukturális okok miatt középtávon inkább azok a tényezők dominálhatnak, amelyek erősítik a jelenséget.

2. táblázat

Az alacsony kockázatú eszközökhöz kapcsolódó kínálati tényezők összefoglaló táblázata

Kínálat forrása	Kínálatot meghatározó tényező	Tényező trendje
Fejlett szuverének	Adósságproblémák, leminősítések	↓
Magánszektor	Alacsony befektetői bizalom a válság után	↓
Jegybankok	Likviditásnyújtás a válságban	↑
Feltörekvő szuverének	Korlátozott képesség alacsony kockázatú eszközök kibocsátására	→

Forrás: IMF (2012)

1. keretes írás

Gyakorlati példák az alacsony kockázatú eszközök szűkösségének következményeiről

Két rövid példán keresztül szemléltetjük, hogy az alacsony kockázatú eszközök szűkössége a gyakorlatban milyen következményekkel jár.

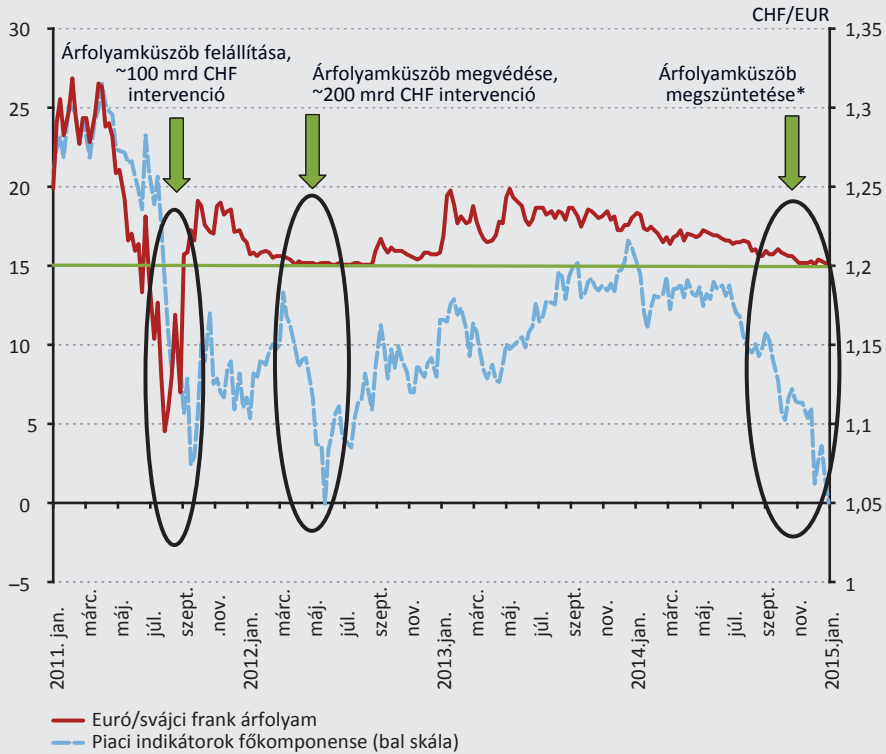
I. A svájci jegybank árfolyamküszöbére nehezedő nyomás

A svájci frankot a piacon széles körben menedékeszközként, azaz alacsony kockázatú eszközként tartják számon, ami miatt turbulens időszakokban általában érdemi erősödést mutat az árfolyama. A svájci jegybank – a frank gyors erősödésére reagálva – 2011 őszén döntött az euróval szembeni 1,2-es árfolyamküszöb felállításáról, ami a globális kockázatvállalási hajlandóság érdemi visszaesése nyomán vált szükségessé. A frank árfolyama ezt követően az 1,2–1,25-ös sávban maradt, időszakonként az 1,2-es szinthez „tapadva”. Bár a svájci frank árfolyama mint kockázati indikátor ezzel lényegében elvesztette korábbi információtartalmát, más menedékeszközök árfolyamának dinamikájából mégis következtetéseket vonhatunk le arra vonatkozóan, hogy mikor mekkora kereslet mutatkozott az alacsony kockázatú eszközök iránt, és így mekkora nyomás nehezedhetett a svájci árfolyamküszöbre. A 4. ábra a frank árfolyama mellett a más menedékeszközök ára és egyes piaci indikátorok mozgása alapján számított főkomponens alakulását mutatja be, amely rávilágít erre a nyomásra. Az alacsony kockázatú eszközök iránti kereslet dinamikáját megragadó főkomponens¹⁴ alakulása alapján 2014 őszétől ismét fokozódó kereslet mutatkozhatott a frank piacán is. 2015 januárjában a jegybank megszüntette az árfolyamküszöböt, és a frank ennek nyomán kibontakozó erősödése az első piaci elemzői vélemények szerint rontotta a svájci gazdaság növekedési kilátásait, valamint növelte a deflációs kockázatokat.

¹⁴ 10 éves euró- és dollárhozamok, az euró/dollár árfolyam, az arany ára, a VIX index és az EMBI Global felár heti változásai alapján számított első főkomponens, amely egyfajta globális kockázati indikátorként értelmezhető (alacsonyabb szintek a kockázatvállalási hajlandóság esetét jelzik).

Az eset az alacsony kockázatú eszközök strukturális és ciklikus globális túleresletének következménye-
ként is értelmezhető, és rámutat, hogy a jelenség milyen negatív makrogazdasági hatásokkal járhat.

4. ábra
Az euró/svájci frank árfolyam, illetve a piaci indikátorokból képzett főkomponens alakulása



Megjegyzés: *A cikk véglegesítésekor még nem álltak rendelkezésre intervenciók adatai.
Forrás: Bloomberg, www.snb.ch, saját számítás

II. Az amerikai állampapírok szerepe

Az amerikai állampapírokhoz kötődő, kockázatmentes piaci percepció és az alacsony kockázatú eszközök szűkösségének következményeit Robert Jenkinsnek, a Bank of England egyik vezetőjének a gondolatai alapján foglaljuk össze:

1. A jelenlegi rendkívül alacsony hozamkörnyezet következtében az Egyesült Államok kormánya igen olcsón jut forrásokhoz, ami átmenetileg elfedheti a költségvetés hosszabb távú fenntarthatóságával kapcsolatos problémákat, így késleltetheti a szükséges strukturális reformokat. Egy százalékpontos

15 Jenkins (2013)

emelkedés a dollárhozamgörbében évi 160 milliárd dolláros kiadásnövekedéssel járna. A hozamok normalizálódása a válság előtt átlagosnak nevezhető hozamok alapján évi 500 milliárd dolláros (a GDP 3 százalékának megfelelő) többletkiadást jelenthet az Egyesült Államokban.

2. A dollár tartalékdeviza szerepe, az amerikai állampapírok kockázatmentes piaci percepciója, illetve az alacsony kockázatú eszközök globális túlkereslete következtében az amerikai papírok iránt jelentős a külföldi kereslet. Emiatt jelenleg a kintlévőség állományának majdnem a fele van külföldi szereplők kezében, ami a fejlett országok közt kiemelkedően magasnak számít, és korlátozhatja az Egyesült Államok pénzügyi függetlenségét.
3. A hosszú állampapírszegmensre koncentráló, mennyiségi lazítási programok, illetve a jegybanksi állomány hosszabbítását célzó, ún. „operation twist” műveletek eredményeként a külföldiek állománya az elmúlt években érdemben rövidült, ami miatt a külföldi piaci szereplők kamatkitettsége csökkent, így a hozamok normalizációjának megindulásakor bátrabban eladhatják majd amerikai papírjaikat, ez pedig volatilisabbá teheti a hozamokat és a dollár árfolyamát.
4. Globálisan mintegy 20 ezer milliárd dolláros nyugdíjvagyon, 60 ezer milliárd dollár befektetési alapon kezelt eszköz és 600 ezer milliárd dollár értékű derivatív eszköz árazása kapcsolódik közvetlenül vagy közvetve az amerikai állampapírcsoporthoz kialakuló hozamokhoz. Emiatt bármilyen torzító tényező sokszoros hatással van a globális folyamatokra, az amerikai papírok kockázatmentességébe vetett hit megingása pedig beláthatatlan következményekkel járna.
5. Az Egyesült Államok 2011-es leminősítése, illetve a fent említett tényezőkből fakadó kockázatok nyomán az elmúlt években egyre több befektető vizsgálta felül befektetési stratégiáját. Ez abba az irányba mutat, hogy a jövőben a piaci kapitalizáció alapján súlyozott indexek helyett egyre nagyobb hangsúlyt kaphatnak a (külső, vagy belső) hitelminősítések alapján súlyozó indexek. Ez az Egyesült Államok állampapírcsoporthoz kívül más nagy hitelfelvevőket is negatívan érinthet (lásd például a nagy állampapír piaccal rendelkező, de „csupán” BBB hitelminősítésű Olaszországot).

4. Modellezési lehetőségek

A szakirodalom számos megközelítési módot, modellezési lehetőséget vizsgál és mutat be; ezek közül kiemelnénk *Gourinchas et al. (2012)* eredményeit. A szerzőpáros cikkükben arra a kérdésre keresi a választ, hogy milyen hatással lenne a világ pénzügyi stabilitására, ha az alacsony kockázatú pénzügyi eszközök kínálata szűkössé válna, azaz hiány lépne fel. A szerzőpáros kiemeli a téma és a kérdés aktualitását, mivel állításuk szerint egy gazdasági sokk esetén kizárólag ezen eszközök képesek a piaci szereplők számára kellő mértékű biztonságot nyújtani. Az értékállóság mellett továbbá – mivel ezen eszközök pénzügyi tranzakciók fedezetéül is szolgálnak, a pénzügyi közvetítőrendszer prudenciális követelményeit teljesítik, valamint a pénzügyi eszközök árazásbenchmark-funkcióját is betöltik –,

a pénzügyi rendszer instabilitását az esetleges hiányuk erőteljesen növelné. A cikkben feltett kérdésre a választ egy új típusú modellezési keretrendszerben kapja a szerzőpáros: olyan pénzügyi buborékokat vizsgálnak, amelyek segítségével átmenetileg növelhető az alacsony kockázatú pénzügyi eszközök kínálati szintje. Ugyanakkor nem lehetnek tökéletes helyettesítők a szerzők által vizsgált pénzügyi buborékok, mivel ezek értékelése során feltételezzük, hogy jövőbeli értékük stabil. Amennyiben ugyanis a későbbiekben értékük kapcsán mégis bizonytalanság lépne fel, úgy az tovább rontaná a kínálati hiány problémáját. Az alacsony kockázatú eszközök szűkössége magában hordozza tehát a pénzügyi buborékok kialakulásának kockázatát, mivel ez átmenetileg enyhíteni képes a jelenséget. A szerzők a kapott eredmények alapján felhívják a figyelmet arra, hogy a prudenciális szabályozásban az alacsony kockázatú pénzügyi eszközök definícióját mindenképpen kompetens és következetes hatóságnak kell meghatározni, mivel a privát szektor e téren magában hordozza a magas morális kockázatot.

Agarwal (2012) cikkében a jegybank szerepét vizsgálta az alacsony kockázatú eszközök túlkereslete esetén. A vizsgálat szintén modellezési keretrendszerben történt, és az eredménye alapján kijelenthető, hogy amennyiben az állam által kibocsátható, alacsony kockázatú pénzügyi instrumentumok mennyisége korlátos, azaz egy bizonyos szint fölött már nem növelhető, akkor a jegybank szerepe a kérdéses kínálati hiány elkerülése kapcsán kiemelkedő, mivel a jegybank az eszköztára felhasználásával közvetlenül befolyásolhatja a piaci szereplőknél lévő kockázatmentes eszközök mennyiségét. A vizsgálat másik központi megállapítása az, hogy az érték hosszú távú megőrzésére szolgáló, alacsony kockázatú pénzügyi instrumentumok mennyisége erősen meghatározza a piaci szereplőknek a kockázatos eszközök iránti vásárlási hajlandóságát is. Ezt azt jelenti, hogy a kockázati prémium, amelyet a kockázatos eszközök tartásáért várunk el, alacsonyabb lesz, amikor nagyobb arányban vannak jelen a piaci szereplők portfóliójában az alacsony kockázatú pénzügyi instrumentumok.

Aoki et al. (2014) cikkében már konkrét megoldási javaslatot tesz a cikkünk tárgyát képező kínálati hiány jelenség megoldására. A vizsgálat alapját képező modellezési keretrendszerben a gazdaságot negatív sokk éri, ennek során megnő az alacsony kockázatú eszközök iránti kereslet. A kínálati hiány elkerülése két úton lehetséges: csökkentjük a reálkamat szintjét és ezáltal a biztonságos eszközök iránti keresletet, vagy biztosítjuk a többletkeresletnek megfelelő kínálatot. Ez utóbbira nyújt megoldást az *Aoki et al. (2014)* által javasolt „biztonságos eszközbuborék”¹⁶ megközelítés, amely megteremtené a többletkereslet kielégítő kínálatot, ezáltal biztosítva a piaci szereplők több perióduson átívelő, egyenletes szintű fogyasztását a negatív gazdasági sokk ellenére. A szerzők által ismertetett modell alapján a buborékok egyértelműen csökkentik a gazdasági növekedést, mivel a kockázatos eszközök helyett a tőkét a buborékokba fogják befektetni a piaci szereplők, azaz összességében a lassabb gazdasági növekedés lesz annak az ára, hogy a fogyasztási szint egyenletes mértékét biztosítsuk több periódus esetén. A szerzők a társadalmi jólét szemszögéből is

16 Kockázatmentes vagy alacsony kockázatúnak vélt/azonosított pénzügyi eszközök.

vizsgálták a buborékok alkalmazását, és arra az eredményre jutottak, hogy minden esetben nagyobb volt a társadalmi összjólet¹⁷ szintje a buborékokkal, mint nélkülük. Azonban a cikk szerzői felhívják a figyelmet arra, hogy a buborékok jólétnövelő hatása mellett az értékük mindig a befektetők szubjektív értékelésétől függ, így soha nem lehetnek teljesen biztonságosak, kockázatmentesek. A kérdéses problémának a buborékokkal történő kezelése éppen ezért leginkább csak rövid távon lehetséges, ezért mindenképp szükségesek olyan további intézkedések, amelyek megfelelő szinten képesek biztosítani a biztonságos eszközök kínálatát a piaci szereplők gazdasági sokkok elleni hatékony védekezése érdekében.

5. A modell

A következőkben *Caballero et al. (2014)* az alacsony kockázatú pénzügyi eszközök piacának egyensúlyi állapotát leíró modelljét mutatjuk be, különös tekintettel arra a forgatókönyvre, amikor az azok szűkös volta melletti hirtelen keresletnövekedés extrém esetekben jelentős makrogazdasági hatásokat idézhet elő.

5.1. Az egyensúlyi állapot

Tegyük fel, hogy egy adott gazdaság kibocsátásának aktuális szintjét (a továbbiakban jelölje X) két eltérő jellegű gazdasági sokk¹⁸ befolyásolhatja: egy pozitív sokk, amely a jelenlegi kibocsátást μ^+ -szorosára, azaz az eredeti szint fölé emeli ($\mu^+ X > X$) és egy negatív sokk, mely μ^- -szorosára, azaz az eredeti szint alá csökkenti ($\mu^- X < X$). Továbbá tegyük fel, hogy a két sokk közül csak egy következhet be, azaz bármely sokk bekövetkezése után a kibocsátás új szintje hosszú távon állandó.

Egy átfedő generációs (OLG) struktúrát feltételezve jelölje a továbbiakban a gazdasági szereplők születési és halálozási rátáját ϑ , továbbá tegyük fel, hogy a gazdasági szereplők csak a halálozás pillanatában fogyasztanak.¹⁹ Az eddigi feltételek és jelölések alapján a kö-

17 A társadalmi jólét csökken a gazdasági növekedés csökkenésével, viszont növekszik a fogyasztás emelkedésével és szintjének kisímitásával több periódusra nézve. Ez utóbbi kettőnek a jólétre gyakorolt, pozitív hatása meghaladja a szerzők modellje szerint a gazdasági növekedés lassulása kapcsán bekövetkező, negatív jóléti hatást.

18 A szerzők az eltérő jellegű gazdasági sokkok modellezéséhez eltérő intenzitásparaméterű (λ^+ , λ^-) Poisson-folyamatokat használnak, azonban a modell egyszerűbb keretek közötti vizsgálatához felteszik, hogy azok 0-hoz tartanak ($\lambda^+ \rightarrow 0$, $\lambda^- \rightarrow 0$). Az egyszerűsítő feltételt a kockázatmentes eszközök iránti, megnövekvő kereslet esetleges makrogazdasági hatásainak kezelésére alkalmazható, a nemkonvencionális jegybanki eszköztár részét képező, előretékintő iránymutatás hatékonyságának vizsgálata során oldják csak fel, aminek az eredményére a későbbiekben szintén kitérünk.

19 Az említett elméleti egyszerűsítésre az átfedő generációs struktúra mellett a későbbiekben definiált, egyszerű aggregált fogyasztási függvény definiálhatósága miatt kerül sor.

vetkezőképpen írhatjuk fel t időpontra vonatkozóan az aggregált fogyasztási függvényt: $C_t = \vartheta W_t$, ahol W_t a t időponthoz tartozó aggregált összvagyon, amelyet az egyes gazdasági szereplők birtokolnak. Piaci egyensúly esetén annyit fogyasztunk, amennyi termelünk ($X = C$), így az egyensúlyi összvagyonra az aggregált fogyasztási függvény alapján a következő összefüggést kapjuk minden t időpontra vonatkozóan:

$$W = \frac{X}{\theta}.$$

Caballero et al. (2014) modelljükben két típusú piaci szereplőt különböztetnek meg. A kockázatsemleges piaci szereplők kockázatmentes²⁰ és kockázatos eszközöket egyaránt tartanak portfóliójukban, míg a kockázatkerülő piaci szereplők²¹ csak az előbbit kívánják tartani. A továbbiakban tegyük fel, hogy a kockázatsemleges piaci szereplők aránya a teljes populációt tekintve $1 - \alpha$, míg a kockázatkerülőké α , valamint a teljes összvagyon a két típusú piaci szereplő között oszlik meg minden t időpontot tekintve, azaz $W_t^k + W_t^s = W_t$, ahol a k index jelöli a kockázatkerülő, s index pedig a kockázatsemleges piaci szereplőket.

A kínálati oldalról a továbbiakban tegyük fel, hogy a teljes kibocsátás δX része minden t időpontban felhalmozódik vagyon formájában (osztalékkifizetés történik), míg $(1 - \delta)X$ részét az új és a piacon maradó piaci szereplők között osztják fel. A gazdasági sokk bekövetkezése előtt, egyensúlyi állapotban a teljes felhalmozott vagyonnak, valamint az eszközök teljes piaci értékének meg kell egyeznie, azaz

$$V = W = \frac{X}{\theta}.$$

A továbbiakban feltesszük, hogy az összes eszköznek csupán egy ρ hányada kockázatmentes, valamint megjegyezzük, hogy az összes eszköz értéke megegyezik a kockázatos és kockázatmentes komponensek értékeinek összegével, azaz $V = V^m + V^r$, ahol m index jelöli a kockázatmentes, r index pedig a kockázatos eszközöket. Az eddigiek alapján most már fel tudjuk írni a kockázatmentes pénzügyi eszközök kínálatát egy esetleges negatív gazdasági sokk megtörténte után:

$$V^m = \rho \mu^- \frac{X}{\theta}.$$

Mivel a kockázatmentes eszközök értéke negatív sokk esetén definíció szerint nem változik, ezért ebből meghatározható a kockázatos eszközök jelenbeli kínálata a $V - V^m$ összefüggés felhasználásával:

$$V^r = \left(1 - \rho \mu^-\right) \frac{X}{\theta}.$$

20 Mivel a modell az alacsony kockázatú eszközök információ-inszenzivitásán alapul, ezért ebben a modell-leírásban kockázatmentes eszközökkel foglalkozunk.

21 A kockázatkerülő piaci szereplők végtelenül kockázatkerülő, azaz úgy alakítják a portfóliójukat t és $t + dt$ időintervallumban, mintha a gazdasági sokk a következő végtelenül kicsi időintervallumban következne be egy valószínűséggel.

Mivel azt már a piaci szereplők bemutatásánál jeleztük, hogy a kockázatkerülők csak kockázatmentes eszközöket tartanak a portfóliójukban, így a teljes vagyonuk nem lehet nagyobb a kockázatmentes eszközök teljes piaci értékénél, azaz $W_t^k \leq V^m$.

A piaci egyensúlyt meghatározó egyenletek felírásához még szükségünk van három újabb változó bevezetésére. Jelölje a továbbiakban r a kockázatos, r^m pedig a kockázatmentes eszközökön elért hozamokat, valamint jelölje δ^m az előállított és kibocsátott kockázatmentes eszközök után fizetett osztalékot. A piaci egyensúlyt leíró egyenletrendszer *Caballero et al. (2014)* alapján a következő:

$$\begin{aligned} r^m V^m &= \delta^m X \\ r V^r &= (\delta - \delta^m) X \\ W_t^k &= -\theta W_t^k + \alpha(1 - \delta)X + r^m W_t^k \\ W_t^s &= -\theta W_t^s + (1 - \alpha)(1 - \delta)X + r W_t^s \\ W_t^k + W_t^s &= V^m + V^r \end{aligned}$$

A fentiekben ismertetett modell kapcsán két eltérő esetet különböztet meg *Caballero et al. (2014)* ahhoz kapcsolódóan, hogy a $W_t^k \leq V^m$ feltétel egyenlőtlenség formájában teljesül (azaz nem köt) vagy egyenlőségként (kötő feltétel). Ha a feltétel nem köt, akkor a kockázatsemleges piaci szereplők a kockázatmentes eszközök egy bizonyos részét is tulajdonolni fogják, ami csak abban az esetben teljesülhet, ha a két típusú eszközön elért hozam egyenlő, azaz:

$$r = r^m = \delta\theta.$$

Így tehát a számunkra fontos és elemzésre váró eset az, amikor az egyenlőtlenség kötő feltételként teljesül ($W^k = V^m$). Ilyen piaci környezet mellett már megjelenhet a cikkünk fő témáját képező kockázatkerülési csapda („safety trap”) scenárió is. Az előzőekben ismertetett összefüggések alapján, megfelelő algebrai átalakítások²² segítségével megkaphatjuk a kockázatmentes pénzügyi eszközök szűkösségi feltételét:

$$\alpha > \rho\mu^-.$$

A továbbiakban a kockázatkerüléscsapda-szenárió elemzése érdekében feltesszük, hogy a fenti feltétel teljesül, így tehát a kockázatmentes pénzügyi eszközök kínálata a negatív sokk súlyosságától (μ^-) és a gazdaság kockázatmentes eszköz előállítási képességétől (ρ) függ. A keresletüket pedig az α szintje határozza meg, amely a kérdéses feltétel alapján nagyobb a kínálatnál. Ekkor

$$r^m < \delta\theta < r,$$

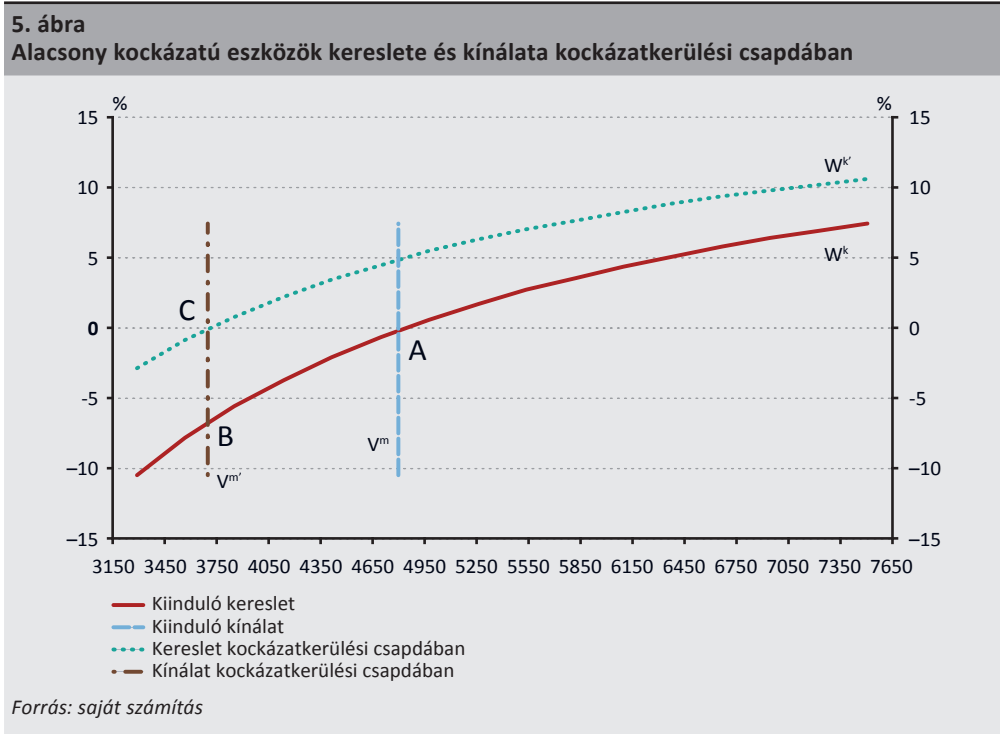
azaz már van pozitív kockázati prémium ($r - r^m > 0$) a modellben.

²² Az érdeklődő olvasó a pontos levezetést megtalálja *Caballero et al. (2014)* cikkében.

5.2. A kockázatkerülési csapda scenárió

Az előzőekben bemutatott szűkösségi feltételből kiindulva, ha a negatív gazdasági sokk súlyossága nő (μ^- csökken) vagy a gazdaság kockázatmentes eszköz előállítási képessége csökken (ρ csökken), akkor ezen eszközök kínálata is visszaesik, és ezzel párhuzamosan nő irántuk a kereslet (α nő). Ahhoz, hogy újra egyensúlyba kerüljön a kockázatmentes pénzügyi eszközök piaca, csökkennie kell a keresletnek, amely a kockázatmentes hozam (r^m) csökkenésén keresztül valósulhat meg. De vajon mi történik akkor, ha a kockázatmentes hozam nem lehet negatív, azaz érvényesül az $r^m \geq 0$ korlát?

A fenti eset vizsgálatához bevezetünk egy ξ paramétert, mely azt mutatja meg, hogy a potenciális kibocsátási szinthez képest hogyan alakul az aktuális kibocsátás szintje. Azaz, ha $\xi < 1$, akkor a kibocsátás aktuális szintje, ξX a potenciális kibocsátási szint alatt van. A fentiekben ismertetett $(1-\delta)X$, azaz az új és a piacon maradó piaci szereplők között felosztott kibocsátást, valamint a ξX , azaz a kifizetett osztalékot a következő módon újraértelmezzük: legyen az előbbi a megtermelt javak mennyisége, az utóbbi pedig a munkaerő, azaz a következő periódus során felhasznált munkaerő „újratermeléséhez” szükséges mennyiség. Ekkor, ha $\xi < 1$, akkor kevesebb inputot fogunk felhasználni a termelés során. A piaci szereplőket és a kezdeti feltételt tekintve, amely szerint a gazdasági szereplők csak a halálkozás pillanatában fogyasztanak, elmondhatjuk, hogy a piacról kilépők megtermelt



javakat keresnek (fogyasztási céllal) és a munkaerő „újratermeléséhez” szükséges eszközt kínálnak, míg az új belépők és piacon maradóak megtermelt javakat kínálnak és eszközt keresnek. A bemutatott környezetben a kockázatkerülési scenárió kialakulását a fenti grafikonon szemléltetjük.

A fenti grafikonon a V^m görbe jelöli az r^m , azaz a kockázatmentes pénzügyi eszközökön elért hozam szintjét adott kínálati szint mellett, míg a W^k az adott keresleti szint mellett r^m hozamot. A két görbe metszéspontja adja meg az egyensúlyi helyzetben kialakuló kockázatmentes hozam szintjét.²³ Tegyük fel, hogy az előző fejezetben ismertetett, negatív gazdasági sokk bekövetkezik, így a kockázatmentes pénzügyi eszközök kínálata csökken, azaz a V^m függőleges egyenes balra tolódik a fenti grafikonon, amelyet V^m jelöl. Ekkor a sokk előtti r^m kamatszint és a csökkenő kínálat mellett a kockázatmentes eszközök iránt túlkereslet alakul ki, továbbá a kockázatkerülők vagyona relatíve emelkedik, mivel az új kínálati szintnek megfelelő egyensúlyi állapotban alacsonyabb lenne a hozamszint²⁴, mint a jelenlegi. Tehát ahhoz, hogy újra egyensúlyi állapotba kerüljünk, az aktuális hozamszintet kell megfelelő módon csökkenteni, ezen keresztül csökken a kereslet és csökken a kockázatkerülők összvagyon. A kockázatkerüléscsapda-scenárió kialakulásának viszont az az előfeltétele, hogy legyen egy alsó korlát a hozam szintjére vonatkozóan, amelynek a mértéke az előzőekben ismertetetteknek megfelelően 0. A fenti grafikon éppen a kockázatkerüléscsapda-scenárió létrejöttének feltételét mutatja. A kockázatmentes eszközök hozama a sokk előtti egyensúlyi állapotban épp 0 volt, ami a sokk utáni csökkenő kínálatnak megfelelő, új egyensúlyi állapot eléréséhez szükséges negatív hozam kritériumát az alkalmazott korlát miatt nem teljesítheti. Így tehát felmerül a kérdés, hogy az eredeti 0 százalékos hozamszint megtartása mellett hogyan alakulhat ki újra egyensúly a piacon.

Mivel a sokk utáni új egyensúlyi állapot eléréséhez a hozamszint nem csökkenhet, így a keresletet, valamint a kockázatkerülő piaci szereplők vagyonát csak egy recesszió csökkentheti. A recesszió hatását az előzőekben ismertetett ξ paraméter fogja megjeleníteni a modellben, amely a kibocsátás aktuális szintjét csökkenti. Az új egyensúlyi állapotot²⁵ a sokk utáni alacsonyabb kínálat és a recesszió utáni alacsonyabb kereslet alapján a következő egyenlet határozza meg:

$$\frac{\alpha(1-\delta)\xi X}{\theta - r^m} = \rho\mu \frac{X}{\theta}.$$

Ahogy azt az 5. ábrán láthatjuk, az új egyensúlyi állapot kisebb kínálati és keresleti szint mellett valósul meg, éppen olyan recessziós hatás (ξ paraméter) mellett, hogy az egyensúlyi hozamszint 0 maradjon. Azaz a recesszió úgy csökkentette a kockázatmentes eszközök iránti túlkeresletet, hogy a kínálatot nem módosította, ezáltal biztosítva az új egyensúlyi állapot kialakulását.

²³ A grafikonon ezt a pontot A-val jelöltük.

²⁴ A grafikonon az egyensúlyi állapot kialakulásához szükséges alacsonyabb hozamszintet B-vel jelöltük.

²⁵ A grafikonon ezt a pontot C-vel jelöltük.

A recesszió azonban nemcsak a kockázatkerülő, de a kockázatsemleges piaci szereplőket is érinti. Ők a kockázatmentes pénzügyi eszközökön kívül (amelyeken keresztül a fent vázoltaknak megfelelően csökken a felhalmozott vagyonuk) kockázatos eszközöket is tartanak. Egy esetleges recesszió után a kockázatos eszközökből származó osztalék mindenképp csökken (azaz csökken az r paraméter értéke), csökkentve ezáltal a kockázatos eszközök értékét, ami tovább csökkenti a kockázatsemleges piaci szereplők által felhalmozott vagyont. Ezáltal pedig tovább csökken az eszközök iránti kereslet a piacon, tovább erősítve a recessziós állapotot. Megjegyzendő, hogy a kockázatkerülő piaci szereplők felhalmozott vagyona mindkét lehetséges kimenetel esetén megegyezik, azaz független attól, hogy az új egyensúlyi állapotot az r^m szabadon történő csökkentésével vagy recesszióval érjük-e el. Ugyanakkor a kockázatsemleges piaci szereplők vagyoni helyzetük szempontjából rosszabbul járnak a recessziós állapottal a kockázatos eszközök értékének csökkenése kapcsán, mint ha az r^m szabadon csökkenthető lenne.

6. Monetáris politikai és feltörekvő piaci implikációk

A következőkben *Caballero et al. (2014)* nyomán két olyan, a jegybanki eszköztár részét képező eszközt mutatunk be, amelyek alkalmasak lehetnek a cikkünk fő témáját képező kockázatkerülésicsapda-szenárió megoldására, valamint kitérünk a feltörekvő piaci szempontokra.

6.1. Az előretékinő iránymutatás hatékonysága

Az előretékinő iránymutatás (forward guidance) a jegybank nyilvános elköteleződését jelenti a laza monetáris kondíciók huzamosabb időre szóló fenntartása mellett, azaz a jegybank kommunikációja szerint akkor sem szigorítják azonnal a monetáris feltételeket, ha az inflációs kilátások egy ideig a kívánatosnak tartott szint felett alakulnak.²⁶ Az eredmények alapján, amennyiben a jelenlegi alacsony hozamszint oka az alacsony kockázatú eszközök szűkössége, akkor az előretékinő iránymutatás nem lesz hatásos.

Az előretékinő iránymutatás hatékonyságának vizsgálatához tegyük fel, hogy a gazdaságra a cikkünk fő témáját képező kockázatkerülésicsapda-szenárió minden, az előző fejezetben ismertetett feltétele fennáll, azaz a gazdaságot egy negatív sokk érte, teljesül az $r^m=0$ feltétel, és az új egyensúlyi állapotot recesszió mellett értük el, amit a modellben a $\xi < 1$ feltétel képvisel. Tegyük fel, hogy a jegybank az előretékinő iránymutatás részeként azt

²⁶ Bihari (2013), Ábel et al. (2014).

kommunikálja a piaci szereplők felé, hogy miután a gazdaság helyreáll²⁷, az r^m kamatlábat egy ideig alacsony szinten fogja tartani. A modellben a gazdaság helyreállítását a modell ismertetésekor említett Poisson-sokkal fogjuk figyelembe venni, ami jelen esetben pozitív intenzitású²⁸, ahol a $\mu^+ X > X$.

Először tekintsük azt az esetet, amikor a kockázatkerülési csapda helyzetét recesszió követi, és a jegybank él az előretekintő iránymutatással, de a pozitív gazdasági sokk még nem következik be. Ekkor a kockázatmentes eszközök kínálata továbbra is változatlanul az alacsonyabb szinten marad²⁹, a kockázatos eszközök kínálata pedig a recesszió miatt az eredeti állapothoz képest szintén alacsonyabb lesz:

$$V^m = \rho\mu^- \frac{X}{\theta}$$

$$V^r = \left(\xi - \rho\mu^-\right) \frac{X}{\theta}.$$

Mivel a jegybank már élt az előretekintő iránymutatással, így annak a hatása már beépül a kockázatos eszközökön elérhető hozam szintjébe, amely egyrészt áll a recesszió miatti alacsonyabb mértékű osztalékból, valamint egy adott periódus során felhalmozott vagyon mértékéből. Képlettel:

$$rV^r = \xi\delta X + \lambda^+ \left(\mu^+ - \xi\right) \frac{X}{\theta}.$$

E három egyenlet határozza meg a kockázatos eszközök r hozamszintjét. Ha az utóbbi összefüggésben felhasználjuk a kockázatos eszközök kínálatára kapott eredményünket, akkor a kockázatos eszközök hozamára a következő összefüggést kapjuk:

$$r = \frac{\xi\delta\theta + \lambda^+ \left(\mu^+ - \xi\right)}{\xi - \rho\mu^-}.$$

Vegyük észre, hogy a pozitív sokk paraméterei csak a kockázatos kamatszint egyenletében jelennek meg, így az előretekintő iránymutatás alkalmazásának egyetlen hatása van a gazdasági fellendülés előtt: a kockázatos eszközök hozama magasabb lesz. Tehát sem a kockázatmentes, sem a kockázatos eszközök kínálata nem változik a recessziós állapothoz képest, a kockázatkerülő piaci szereplők vagyona (kereslete) szintén nem változik, az egyensúlyi helyzet miatt pedig a kockázatos eszközök hozamának emelkedése olyan mértékű, hogy a kockázatsemlegesek vagyona (kereslete) is változatlan szinten marad. Az eddigiek alapján pedig világosan látszik, hogy amennyiben a gazdasági fellendülés,

27 Matematikai eszközökkel leírva: tegyük fel, hogy t időpontban áll helyre a gazdaság, ekkor a jegybank t szinten rögzíti a kockázatmentes pénzügyi eszközök kamatlábat egy $t + T$ terjedelmű időszakra vonatkozóan, ahol $i_t < \delta\theta$, ahol $\delta\theta$ a modell ismertetése során alkalmazott természetes kamatlábat jelöli. A $t + T$ időszak után pedig a kérdéses kamatlábat újra a $\delta\theta$ szinten rögzítik.

28 $\lambda^+ > 0$

29 A modell ismertetésekor felhasznált grafikonon a párhuzamosan balra eltoltt görbének megfelelő szint.

azaz a pozitív Poisson-sokk bekövetkezik, úgy a kockázatos eszközök kínálata (értéke) fog tartósan megemelkedni, ami a kockázatsemleges piaci szereplők vagyontát fogja növelni.

Összességében tehát az előretekinthető iránymutatás eszköze a kockázatkerülési csapda jelenségének a kezelésére ebben a modellben alkalmatlannak bizonyul, mivel a kockázatmentes pénzügyi eszközök kínálatát változatlan szinten hagyja, azaz kibocsátásukat nem növeli. Ugyanez igaz a kockázatos eszközökre vonatkozóan is, amennyiben a jegybanki ígéret elhangzik, de a gazdasági növekedés még nem indul be. Összességében tehát az előretekinthető iránymutatás egyetlen hatása az r kockázatos kamatláb emelkedése lesz.

6.2. A mennyiségi lazítás hatékonysága

A nemkonvencionális jegybanki eszköztár részét képező mennyiségi lazítást érdemes a kormányzati eszközök bemutatásával együtt kezelni. Megjegyezzük, hogy a szakirodalom által megkülönböztetett mennyiségi és minőségi lazítás más-más módon hat a jegybanki mérlegre, azaz a mennyiségi lazítás esetén az eszközkategóriák aránya változatlan marad, míg a mérlegfőösszeg összességében emelkedik, addig a minőségi lazítás során a mérlegfőösszeg lesz változatlan, és az eszközök összetétele fog a kockázatosabb típusúak javára változni.

A továbbiakban ismertetett eszköz mennyiségi és minőségi lazítást³⁰ fog jelenteni. Ehhez először is definiálnunk kell az államadósságot, valamint a kormányzat által kivetett adó mértékét. Jelölje τ^+ a pozitív gazdasági sokk utáni adókulcs mértékét, továbbá jelölje τ^- a negatív sokk utáni, valamint τ a negatív gazdasági sokk előtti adókulcs mértékét. Az állam fiskális kapacitása³¹ alapján $\tau^+ < \tau^-$, hiszen a pozitív gazdasági sokk bekövetkezése után várhatóan kisebb mértékű adóbevétel is elégséges az államadósság finanszírozására. Az államadósság mértékét a negatív gazdasági sokk után definiálja az eddigi jelöléseink alapján a következő:

$$D = \tau^- \mu^- \frac{X}{\theta}.$$

Mivel természetesen feltételezhető, hogy a fiskális korlátok a negatív gazdasági sokk után szigorúbbak a pozitív sokkhoz képest, így a kormányzat fiskális kapacitásának mérőszámaként a τ^- paramétert használjuk, amely a kormányzat adókulcs-emelési képességét jellemzi. A továbbiakban tegyük fel, hogy fennáll a kockázatkerüléscsapda-szituáció, azaz negatív sokk érte a gazdaságot, a kockázatmentes pénzügyi eszközök kereslete emelkedett, a kockázatmentes hozam szintje 0, azaz nem csökkenthető tovább, és a pénzpiaci egyensúlyt az előző fejezetekben bemutatott recesszió ($\xi < 1$) állítja helyre.

30 A jegybankok, például a japán jegybank a két bemutatott technikát gyakran együtt, kombinált módon alkalmazzák (Shirai, 2014).

31 Abban az értelemben, hogy meddig tudja finanszírozni az államadósságot negatív gazdasági környezetben.

A fenti helyzetben a kormányzat megteheti, hogy a kockázatmentes pénzügyi eszközök kínálatát a rövid távú államadósság terhére megemeli, ennek a mértéke az előzőekben említett fiskális kapacitás függvénye, amelyet a τ^- adókulcs szintjében mérünk. Azaz összességében minél nagyobb a fiskális kapacitás, annál inkább képes a kormányzat a rövid távú államadósság terhére növelni a kockázatmentes pénzügyi eszközök kínálatát, ezáltal csökkenteni a kockázati prémiumot.³² Az eddigi jelöléseink alapján, ha az államadósság szintje D -ről D' szintre nő, akkor a recesszió általi kisebb kibocsátás szintje is emelkedik, méghozzá ξX szintről $\xi' X$ szintre, ahol

$$\xi' = \frac{D'}{D} \xi > \xi.$$

Ahhoz, hogy az államadósság D' szintjét is finanszírozni tudja az állam, kellő fiskális kapacitással kell rendelkeznie, azaz megfelelő mértékű adókulcsot kell alkalmaznia:

$$\tau'^- = \frac{D'}{D} \tau^- > \tau^-.$$

A fentiek alapján elmondhatjuk, hogy az alacsony kockázatú eszközök kibocsátásában komparatív előnye van a kormányzatnak a magánszektorhoz képest és ezáltal, ha a fiskális kapacitása megengedi, hatékony módon tudja kezelni a kockázatkerülési csapda jelenségét.

De mi történik akkor, ha a kormányzatnak nincs lehetősége megemelni az adóbevételeket, és ezáltal az államadósság terhére megnövelni a kockázatmentes eszközök kínálatát? Ebben az esetben szintén hatékony megoldást jelenthet a kockázatkerülési csapda jelenségére a mennyiségi lazítás is, amikor az állam (a jegybankon keresztül) kockázatos eszközöket vásárol, miközben a magasabb államadósság-kibocsátáson keresztül kockázatmentes eszközöket juttat a rendszerbe, azaz növeli azok kínálatát. Fontos kiemelni, hogy ez nem a jegybanki állampapír-vásárlási programokra, hanem a kockázatos eszköz-vásárlási programokra vonatkozik (pl. a Fed QE1 programja, illetve a jegybanki „lender of last resort” funkcióhoz kapcsolódó műveletek). Az állam a többlet-állampapír-kibocsátásból származó forrásokat nem költi el, hanem a jegybankon keresztül kockázatos eszközökbe fekteti, így ezzel a megoldással nem terheli fiskális kapacitását. Ez a mechanizmus a modellben jól működik, de a gyakorlatban természetesen nem ilyen egyszerű a helyzet: előfeltétel az államháztartás és a jegybanki eredmény szorosabb összeköttetése, a stratégiák összehangolása és a hitelesség.

Eddigi jelöléseink alapján az államadósság D szintjét, valamint az adókulcs τ mértékét változatlanak tekintjük, azaz feltételezzük, hogy a kormányzatnak nincs kellő mértékű fiskális kapacitása, így a jegybanki mennyiségi lazítás hatására összességében a kockázatmentes eszközök hozama (r^k) emelkedik, a kockázatos eszközök hozama (r) csökken, így a kockázati prémium szintén csökken.

³² Az eddigi jelöléseinkkel összhangban: $r - r^k \geq 0$. A pontos levezetés megtalálható Caballero et al. (2014)-ben.

A fentiek alapján kijelenthetjük, hogy a kockázatkerülésicsapda-jelenség hatékony kezelésére alkalmasak lehetnek a kormányzati eszközök, amennyiben a fiskális kapacitás ezt kellő mértékben megengedi, ugyanakkor ennek hiányában a mennyiségi lazítás segítségével is elérhető a kívánt cél.

6.3. A likviditási és a kockázatkerülési csapda összehasonlítása

Korábban már említettük, hogy az új-keynesi likviditási csapdában azok a jegybaki eszközök működnek, amelyek növelik a megtakarítók jövőbeli várható vagyonát. Ezzel szemben kockázatkerülési csapdában csak azok az eszközök lesznek hatásosak, amelyek növelik a kockázatmentes eszközök mennyiségét (vagy ami a modellben ezzel ekvivalens: a kockázatkerülő szereplők vagyonát).

Az előrettekintő iránymutatás a likviditási csapdában az intertemporális költségvetési korlát elmozdításával növelte a jelenbeli aggregált keresletet. Mivel azonban modellünk alapján ezzel csak a kockázatos eszközök hozamára és nem az alacsony kockázatú eszközök kínálatára hat, ezért kockázatkerülési csapdában alkalmatlannak bizonyulhat a helyzet kezelésére.

A mennyiségi lazítás likviditási csapdában az új-keynesi felfogás szerint hatástalan, mivel a jelenben növeli a pénzkínálatot (ami likviditási csapdában nem vezet stimulushoz), míg a jövőre vonatkozóan önmagában semmilyen elköteleződést nem tartalmaz. Ezzel szemben a modellhez kapcsolódóan vizsgált, speciális mennyiségi lazítási típus (a kockázatos eszközök felvásárlása melletti állampapír-kibocsátás) kockázatkerülési csapdában hatékony lehet, mivel növeli az alacsony kockázatú eszközök kínálatát.

6.4. A feltörekvő piacok helyzete

A feltörekvő piaci pénzügyi instrumentumok hagyományosan nem tartoznak az alacsony kockázatú eszközök közé, így a főként a fejlett piacokra kialakított modellek és a szakirodalom következtetései sem feltétlenül alkalmazhatók közvetlenül egy feltörekvő piaci fókuszú elemzésben. A következőkben röviden összefoglaljuk, hogy elméleti és gyakorlati oldalról melyek azok a legfontosabb hatások, amelyek az alacsony kockázatú eszközök szűkössége kapcsán a feltörekvő piacokon jelentkeznek.

A cikkben bemutatott modell nemcsak a teljes globális gazdaság, hanem egy kis, nyitott, feltörekvő ország szempontjából is alkalmazható. Feltehető, hogy a piaci szereplők körében van némi torzítás a hazai eszközök irányába (home bias), ami miatt a feltörekvő piaci belföldi állampapírokat – a legalacsonyabb kockázatú hazai eszközöket – kvázi kockázatmentesként kezelik. Ebben az esetben ugyanakkor nem a 0 kamatszint jelent majd alsó korlátot,

hanem a globális kockázatmentes hozamszint plusz egy pozitív kockázati prémium. Ez azt jelenti, hogy a kockázati prémium növekedése mellett könnyebben alakulhat ki kockázatkerülési csapda, mivel a kamatszint alsó határa magasabban van. Másrészt azt is ki kell emelni, hogy az eszközpiaci egyensúly ebben az esetben nem feltétlenül recesszióval áll helyre. Amennyiben a hazai gazdasági szereplők külföldön szabadon vásárolhatnak a hazainál alacsonyabb, de pozitív hozamú, alacsony kockázatú eszközöket, akkor keresletüket ilyen módon ki tudják elégíteni. Ez azt jelenti, hogy feltörekvő piacokon a kockázatkerülési csapda nem feltétlenül recessziót, hanem felépülő pénzügyi piaci egyensúlytalanságokat okozhat.

Tegyük fel, hogy a modellt először csak a fejlett piacokra alkalmazzuk, majd a feltörekvő piacokat is figyelembe vesszük. Tekintsük a modelltől kapott szűkösségi feltétel ($\alpha > \rho\mu^-$) három paraméterét. A modell szempontjából a feltörekvő országok eszközei nagyrészt a kockázatos eszközök közé tartoznak, azaz a ρ alacsony. Az országcsoport a tapasztalatok szerint érzékenyebb a globális válságokra, így a recessziós μ^- paraméter is alacsonyabb lehet. A feltörekvő piacok figyelembevétele tehát a szűkösségi feltétel jobb oldalán alacsonyabb értéket eredményez. A kockázatkerülő piaci szereplők arányára (α) vonatkozóan nehéz erős állításokat megfogalmazni: a korábbiaknál magasabb devizatartalékok, valamint a nagy szuverén alapok és a lakosság részéről jelentkező, egyre magasabb kereslet miatt ezekben az országokban is nagy az igény az alacsony kockázatú eszközökre, másrészt ugyanakkor a pénzügyi integráció alacsonyabb szintje miatt a fejlett piacnál alacsonyabb lehet a kereslet ezen eszközök iránt. Összességében tehát elmondható, hogy a feltörekvő piaci kereslet súlyosbíthatja az alacsony kockázatú eszközök globális szinten jelentkező szűkösségét, valamint a feltörekvő piacokra vonatkozóan a modell tőkekiáramlást jósol a hazai kockázatmentes eszközök alacsony aránya miatt, ami egyensúlytalanságokhoz vezethet.

A modellel a nemkonvencionális, fejlett piaci jegybanki politikák feltörekvő piaci hatását is vizsgálhatjuk. A mennyiségi lazítás speciális esetének globális hatásai esetében láttuk, hogy a kockázatmentes hozamok emelkedésével, a kockázatos eszközök hozamának csökkenésével és magasabb kibocsátással jár. A nagyrészt kockázatosnak minősülő, feltörekvő piaci állampapírok esetében ez hozamcsökkenést jelent, valamint a fejlett piacokon növekvő kereslet miatti magasabb exportot eredményez. Az előretekintő iránymutatás esetében azt állapítottuk meg, hogy az nem segít a kockázatkerülési csapdából való kilábalásban, csupán a kockázatos eszközök hozamszintjét növeli. Ez a jegybanki eszköz tehát nem hat a fejlett piacokon, ugyanakkor a fejlődő piacokon hozamemelkedést eredményez. Ez segíthet ugyan a feltörekvő piaci egyensúlytalanság csökkenésében, ugyanakkor a recessziós helyzetet feltehetően súlyosbíthatja, mivel a monetáris kondíciók szigorodását jelenti.

Caballero (2006) egy további fontos feltörekvő piaci jelenségre is felhívja a figyelmet: az alacsony kockázatú eszközök szűkössége miatt kialakuló, alacsony globális hozamszint és kontrasztban áll egyes feltörekvő piaci befektetések hozamával. Ebben a tekintetben elsősorban az ingatlanbefektetések emelhetők ki. Ez ösztönzőket jelent a feltörekvő piaci eszközárborbecok kialakulására, ami növeli a makrogazdasági volatilitást és a válságok

hatását súlyosbíthatja. Magyarországon ez a hatás a devizahitelezés elterjedésében jelentkezett. *Caballero et al. (2005)* egy érdekes monetáris politikai felvetéssel él ezzel kapcsolatban. Arra jutnak, hogy e hatás miatt bizonyos körülmények közt szóba jöhet az inflációs cél újradefiniálása. Konkrétan a tradeable eszközök inflációja súlyának csökkentését javasolják az inflációs célban, mivel ez mérsékli a gazdasági szereplőknek azt a várakozását, amely szerint a jegybank reagálni fog az árfolyamban bekövetkező nagyobb változásokra, és így csökkentheti a spekulációs motivációkat és az eszközárbuborékok kialakulásának a valószínűségét.

7. Következtetések

A válságban és az elmúlt években a globális szinten látott, alacsony inflációs környezet és visszafogott gazdasági aktivitás részben magyarázható a likviditási csapda jelenségével, ugyanakkor több jel is arra mutat, hogy az alacsony kockázatú eszközök strukturális és ciklikus szűkössége is hozzájárult a problémához. Az ún. kockázatkerülési csapda mechanizmusa hasonló a likviditási csapdához, azonban csak az alacsony kockázatú eszközök körében jelentkezik, tehát a likviditási csapda egy speciális esetének tekinthető. A jelenséghez keresleti oldalról hozzájárulnak a prudenciális szabályozásban bekövetkező változások, a pénzügyi innovációk, a fedezett pénzügyi tranzakciók terjedése, illetve az erősödő feltörekvő piaci igények. Ezzel párhuzamosan kínálati oldalon sem a fejlett országok, sem a feltörekvő országok, sem a magánszféra nem tudja kellőképp növelni az alacsony kockázatú eszközök kibocsátását. A cikkben bemutatott modell szerint a kockázatkerülési csapda a likviditási csapdához hasonlóan gazdasági visszaesést és deflációs spirált okozhat, ugyanakkor más típusú monetáris politikai válasz lehet célszerű a két esetben. Míg likviditási csapdában az előrettekintő iránymutatás működhet hatékonyabban, kockázatkerülési csapdában bizonyos mennyiségi lazítási politikák jelenthetnek megoldást. A jelenség vizsgálata feltörekvő piaci szempontból is releváns: egyrészt egyensúlytalanságok és buborékok kialakulását segítheti, másrészt a fejlett jegybankok válaszreakcióinak feltörekvő piaci hatásait is új megvilágításba helyezi.

Felhasznált irodalom

ÁBEL, ISTVÁN – CSORTOS, ORSOLYA – LEHMANN, KRISTÓF – MADARÁSZ, ANNAMÁRIA – SZALAI, ZOLTÁN (2014): Az inflációs célkövetés megújulása a válság után. *Hitelintézeti Szemle*, 13 (4).

AGARWAL, RUCHIR (2012): Uncertainty and the Special Role of Safe Assets. PhD dissertation, Harvard University.

AOKI, KOSUKE – NAKAJIMA, TOMOYUKI – NIKOLOV, KALIN (2014): Safe asset shortages and asset price bubbles. *Journal of Mathematical Economics*, 53.

BECKWORTH, DAVID (2013): Resolving the Safe Asset Shortage Problem. <http://macromarketmusings.blogspot.hu> (letöltés ideje: 2014. 11. 08.).

BECKWORTH, DAVID (2011): Why the Global Shortage of Safe Assets Matters. <http://macromarketmusings.blogspot.hu> (letöltés ideje: 2014. 11. 14.).

BERLINGER, EDINA – WALTER, GYÖRGY (1999): Faktormodellek az értékpárpiacon. *Bankszemle* 43 (4).

BERNANKE, BEN S. (2005): The global saving glut and the U.S. current account deficit. Speech 77, Board of Governors of the Federal Reserve System.

BERNANKE, BEN S. (2007): Global imbalances: recent developments and prospects. Speech 317, Board of Governors of the Federal Reserve System.

BERNANKE, BEN S. – BERTAUT, CAROL – DEMARCO, LAURIE POUNDER – KAMIN, STEVEN (2011): International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003-2007. *International Finance Discussion Papers* No. 1014, Board of Governors of the Federal Reserve System.

BIHARI, PÉTER (2013): Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazása Magyarországon és külföldön – néhány tapasztalat. *Köz-gazdaság* 2013 (3).

CABALLERO, RICARDO J. – KRISHNAMURTHY, ARVIND (2005): *Inflation Target and Sudden Stops*. Chicago Press.

CABALLERO, RICARDO J. (2006): On the Macroeconomics of Asset Shortages. *NBER Working Paper* No. 12753

CABALLERO, RICARDO J. – FARHI, EMMANUEL – GOURINCHAS, PIERRE-OLIVIER (2006): An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates. MIT mimeo, June.

CABALLERO, RICARDO J. (2010): The Other Imbalance and The Financial Crisis. *NBER Working Paper* No. 15636

CABALLERO, RICARDO J. – FARHI, EMMANUEL (2014): The Safety Trap. *NBER Working Paper* No. 19927

COCHRANE, JOHN H. (2013): The New-Keynesian Liquidity Trap. *NBER Working Paper* No. 19476

EGGERTSSON, GAUTI B. – WOODFORD, MICHAEL (2003): The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2003 (1).

GORTON, GARY (2010): *Slapped in the Face by the Invisible Hand: Banking and the Panic of 2007*. Oxford University Press.

GORTON, GARY – ORDONEZ, GUILLERMO (2013): The Supply and Demand for Safe Assets. *NBER Working Papers* 18732.

GOURINCHAS, PIERRE-OLIVIER – JEANNE, OLIVIER (2012): Global Safe Assets. *BIS Working Papers* 399.

HOSSEIN-ZADEH, ISMAEL (2014): *Beyond Mainstream Explanations of the Financial Crisis: Parasitic Finance Capital*. New York: Routledge.

IMF (2012): Safe Assets: Financial Market Cornerstone? Global Financial Stability Report, Chapter 3, April.

JENKINS, ROBERT (2013): Think the unthinkable on US debt. *BIS Papers* 72, July.

KEYNES, JOHN MAYNARD (1965): *A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete*. Budapest, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó.

KOPPÁNY, KRISZTIÁN (2007): Likviditási csapda és deflációs spirál egy inflációs célt követő modellben – a hitelesség szerepe. *Közgazdasági Szemle*, Vol. LIV. évf., 2007. november, pp. 974–1003.

KRUGMAN, PAUL R. (1998): It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1998 (2).

M. C. K. (2012): The Safe Asset Shortage. www.economist.com (letöltés ideje: 2014. 12. 03.).

RHODES, JAMES R. (2011): The Curious Case of the Liquidity Trap. *The Hikone Ronso*, Spring, 3872011.

SHIRAI S. (2014): Japan's monetary policy in a challenging environment. *Eurasian Economic Review* 4, pp. 3–24.

STEFFEN, CHRISTOPH, G. (2014): The Safe Asset Controversy: Policy Implications after the Crisis. Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, DIW Roundup 3.

WERNING, IVÁN (2012): Managing a Liquidity Trap: Monetary and Fiscal Policy. *NBER Working Papers* 17344.

WOODFORD, MICHAEL (2012): Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound. Proceedings – Economic Policy Symposium – Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City.

A jegybank által vezérelt BUBOR-reformok legfontosabb lépései nemzetközi összehasonlításban

Erhart Szilárd – Mátrai Róbert

Mit mutatnak a bankközi referenciakamatok, és miért kitüntetett fontosságúak? Miért volt szükség a BUBOR (Budapest Interbank Offered Rate) reformjára, és milyen lépéseket tett a reformok során a Magyar Nemzeti Bank? A nemzetközi reformlépéseket is áttekintő tanulmányunkban ezekre és hasonló kérdésekre keressük a választ. A jegybank által indított reformok célja az volt, hogy a LIBOR (London Interbank Offered Rate) árjegyzések kapcsán felmerült, legfontosabb kockázatokat a hazai környezetben is kiküszöböljék. A referenciakamatok közjóságnak tekinthetők, és a gazdasági szereplőknek jelentős értékben van BUBOR-hoz kötött pénzügyi szerződése, illetve a BUBOR-ra hivatkozik számos jogszabály is. A reformok egyik legfontosabb lépése volt az adminisztrátor függetlenségének erősítése érdekében a Magyar Forex Társaságon (MFT) belül a Jegyzési Bizottság megalapítása, amelynek a jegyző bankok képviselőin túl már tagjai a Magyar Nemzeti Bank és a Magyar Bankszövetség delegáltjai. A BUBOR módszertanában a nemzetközi gyakorlatot követve fontos változások történtek: (i) az árjegyzések elérhetőségének és megbízhatóságának javítása érdekében finomították az úgynevezett nyesési eljárást, (ii) a jegyzett futamidők száma csökkent, és (iii) megerősítést kapott a BUBOR-árjegyzők kiválasztásának módszertana. Az MNB a BUBOR-árjegyzések átláthatóbbá tétele érdekében a jegyzések idősoros adatait már panelbankonként is közzéteszi a Reuters hírügynökségen keresztül, valamint rendszeres elemzéseket készít és publikál arról, hogy a jegyzések megfelelnek-e a piaci kondícióknak. Emellett a Jegyzési Bizottság üléseinek jegyzőkönyvei is nyilvánosak a 2014. júliusi első ülés óta.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E43, E52, E58

Kulcsszavak: BUBOR, referenciakamat, LIBOR, monetáris politika

A szerzők hálával tartoznak a tanulmány véleményeztetése során kapott hasznos megjegyzéseikért a két bírálónak, Koroknai Péternek, Kuti Zsoltnek, Palotai Dánielnek és Liener Gábornak.

Erhart Szilárd a Magyar Nemzeti Bank Monetáris politika és pénzügyi elemzés igazgatóságának vezető közgazdásza, a BUBOR Jegyzési Bizottság MNB által delegált tagja. E-mail: erhartsz@mn.hu.

Mátrai Róbert a Magyar Nemzeti Bank Jegybanki eszköztár, devizatartalék és kockázatkezelési igazgatóság közgazdászája, a BUBOR Jegyzési Bizottság MNB által delegált tagja. E-mail: matrai@mn.hu.

1. A reformok indokai

1.1. A BUBOR definíciója

A BUBOR (Budapest Interbank Offered Rate) Magyarország talán legfontosabb referenciakamata, amely a kamatjegyző bankok úgynevezett fixing eljárás keretében meghatározott kamatjegyzéseinek nyesett átlagát jeleníti meg minden egyes munkanapon. A fixing eljárás során a kamatjegyzés azt a kamatlábat jelenti, amely kamatlábon a kamatjegyzést szolgáló bank a jegyzési eljárásban meghatározott futamidőkön (1 nap, 1 hét, 2 hét, 1 hónap, 2 hónap, 3 hónap, 6 hónap, 9 hónap, 12 hónap) valamely aktív kamatjegyző bank legjobb tudomása és megítélése szerint az adott magyar banki munkanapon egy másik aktív kamatjegyző bank részére fedezetlen bankközi hitel (*unsecured interbank loan*) nyújtására üzleti ajánlatot tenne (*Magyar Forex Társaság, 2014a*).

1.2. A BUBOR rendszerszinten is fontos pénzügyi mutató

A BUBOR rendszerszinten fontos referenciakamat, alakulása több ezermilliárd forintnyi vállalathitel-állomány, illetve derivatív pénzügyi termék (határidős kamatláb-megállapodások, kamatswapok stb.) pénzügyi elszámolását befolyásolja (Erhart et al., 2013). 2012 végén a becslések szerint a 2700 milliárd forintra rúgó vállalati forinthitelek döntő hányada változó kamatozású, BUBOR-hoz kötött volt. Bár a 4000 milliárd forintnyi háztartási forinthitel esetében ezek aránya alacsony volt korábban, a háztartási devizahitelek konverzióját követően ugyanakkor ebben a szektorban is fontosabb szerephez juthat a BUBOR a kamatkondíciók meghatározása során. A BUBOR-hoz kötött mérlegen kívüli tételek közül az MNB K14-es statisztikája alapján a legnagyobb forgalma az FRA-ügyleteknek, azon belül is a 3 hónapos BUBOR-hoz kötött ügyleteknek volt, az állomány tekintetében ugyanakkor a kamatswapok (IRS) meghatározóak megközelítőleg 25 000 milliárd forintos állományukkal. Az FRA- és IRS-ügyletek kapcsán érdemes megemlíteni, hogy ezek döntő hányadát pénzügyi partnerekkel kötötték a hazai bankok a manipulációnak leginkább kitétt 2012 előtti években (Kocsis et al., 2013:25), miközben a manipulációs kockázat leginkább a nem pénzügyi partnerekkel szemben merült fel.

A BUBOR-jegyzések mint pénzügyi mutatók a monetáris transzmisszióban betöltött szerepük miatt is kulcsfontosságúak a jegybank számára (Horváth et al., 2004; BIS, 2013).

A monetáris politikai beavatkozás kiinduló lépése ugyanis a piaci kamatkondíciók és kamatvárakozások befolyásolása. Emellett a BUBOR-ra hivatkozik számos jogszabály.¹

1.3. A nemzetközi átvilágítások azonosították a bankközi referenciakamatok átalakításainak indokait

A bankközi árjegyzések kapcsán számos probléma merült fel, ami a referenciakamatok hitelességét általánosságban is veszélybe sodorta (*The Wheatley Review, 2012a; BIS, 2013; EBA–ESMA, 2013*).

Érdekkonfliktus és manipulációs veszély:

A LIBOR² manipulációja kapcsán manifesztálódott kockázat leginkább abból fakadt, hogy az árjegyzők pénzügyi eredményét, illetve reputációját is befolyásolhatta saját árjegyzésük. Emiatt nem volt kizárható, hogy a kamatvárakozások, hitelkockázat stb. megítélése mellett az árjegyzésekre a manipuláció is hatott.

A piaci forgalom hiánya:

A BUBOR/LIBOR és egyéb bankközi referenciakamatok megállapítása szempontjából releváns bankközi piacok likviditása – különösen a 2008-as válság óta – az 1 hónapnál rövidebb futamidőkre koncentrálódik, így nincs az árjegyzések mögött valós piaci aktivitás, és az árjegyzéseket a szakértői becslések határozzák meg.

A referenciakamatok a pénzügyi piac világítótornyai, azaz közjóságok:

A referenciakamatokhoz bárki korlátlanul és mások akadályozása nélkül hozzáférhet, ezért a referenciakamatok közjóságoknak tekinthetőek. A közjóságok esetében felmerülő külső hatások és problémák ugyanakkor a referenciakamatoknál is jelentkeznek (pótyautas-probléma, közlegelő tragédiája), ami indokoltá teszi a hatósági beavatkozást.

A referenciakamatokkal szembeni elvárások megváltozása:

Az elmúlt évtizedben jelentősen megnőtt az igény a hitelkockázatot nem, vagy a bankközi referenciakamatoknál kisebb mértékben tartalmazó referenciakamatok iránt. A derivatív piacokon az elszámolások központosítása és kollateralizációja miatt az ügyletek

1 A BUBOR-ra hivatkozik többek között a hitelintézetekről és pénzügyi vállalkozásokról szóló 2013. évi CCXXXVII. törvény, a 2011. évi LXXV. törvény a devizakölcsönök törlesztési árfolyamának rögzítéséről és a lakóingatlanok kényszerértékesítésének rendjéről, a 2009. évi IV. törvény a lakáscélú kölcsönökre vonatkozó állami készpénzes kezességről, a 2007. évi CVI. törvény az állami vagyonról, a 250/2000. (XII. 24.) Korm. rendelet a hitelintézetek és a pénzügyi vállalkozások éves beszámolóképzési és könyvvezetési kötelezettségének sajátosságairól, a 215/2000. (XII. 11.) Korm. rendelet a befektetési alapok éves beszámolóképzési és könyvvezetési kötelezettségének sajátosságairól, a 251/2000. (XII. 24.) Korm. rendelet a befektetési vállalkozások éves beszámolóképzési és könyvvezetési kötelezettségének sajátosságairól.

2 LIBOR (London Interbank Offered Rate): a londoni bankközi referenciakamat rövidítése.

hitelkockázata érdemben csökkent, így a mögöttes referenciakamatokkal szemben egyre kevésbé elvárás, hogy a hitelkockázatot tükrözzék; a LIBOR típusú referenciakamatok ugyanakkor tartalmazzák a hitelkockázati komponenst.

A referenciakamatok szűk palettája és jelenlegi szerkezete növelheti a monetáris politikai és stabilitási kockázatot:

A jegybankok számára aggasztóvá vált, hogy a bankok hitelkockázatának emelkedése a válságot követően a referenciakamatokon keresztül olyan makrogazdasági szereplőket is érintett, amelyeknél a szerződő fél hitelkockázata nem változott. Mindez a pénzügyi rendszer zavarainak időszakában a kockázatok felnagyítását is okozhatja, ami stabilitási veszélyeket hordoz, torzíthatja a monetáris politikai transzmissziót, illetve fékezhet a hitelkeresletet és makrogazdasági kilábalást.

Az ösztönzőrendszer, az átláthatóság és felügyelet hiánya:

Az árjegyzőket sem negatív, sem pozitív ösztönzők nem sarkallták a hatékony árjegyzési munkára, tevékenységük eredményessége nem befolyásolta az árjegyző munkatársak értékelését, a hibás árjegyzések nem vonnak maguk után szankciókat.

A LIBOR/EURIBOR manipulációs botránya ellenére a bankközi kamatok többségénél, így a BUBOR esetében sem merült fel, hogy eltérítették volna a piaci kondíciók által meghatározott szintektől. Az átlagos BUBOR-jegyzések összességében a jegybanki irányadó kamatszint változásait követték (Fliszár, 2013:7). A felmerült kockázatokra ugyanakkor reagálni kellett a BUBOR hitelességének tartós megőrzése érdekében.

1.4. Az állami szerepvállalás lehetőségei a referenciakamatok előállításakor

A LIBOR manipulációja a piac részbeni kudarcát mutatja, ugyanakkor fontos kérdést jelent, hogy milyen mértékben és milyen módon érdemes a hatóságoknak szerepet vállalnia a referenciakamatok kialakítása során.

A piac kudarcát részben az okozhatta, hogy a szélesebb társadalmi előnyöket a referenciakamat előállítói nem élvezték, ugyanakkor a költségeket teljes egészében viselni voltak kénytelenek. A LIBOR esetében a Brit Bankszövetség (BBA) például a globális pénzügyi piacot szolgálta ki, így az ingyenes felhasználásból származó hasznokat a teljes pénzügyi világ élvezte, miközben a költségek a referenciakamat működtetőjét terhelték. Mindez közrejátszott abban, hogy a BBA nem investált a biztonságos működéshez szükséges tőkét a LIBOR rendszerébe, ami veszélybe sodorta a szolgáltatás működtetési biztonságát és színvonalát.

A nemzetközi hatósági vizsgálatok ugyanakkor arra is felhívták a figyelmet, hogy a referenciakamatok kialakítását és működtetését továbbra is a piaci erőknél kell vezérelni

(*Wheatley Review, 2012b:22*). A korábban leírtak szerint az árjegyzések készítését és az árjegyzői panelek munkájában történő szerepvállalást a nemzetközi hatóságok továbbra is elvárják a független piaci szereplőktől.

Az árjegyzések teljes állami irányítás alá vonásával szembeni érvet jelent, hogy érdekkonfliktusok ebben az esetben is felmerülhetnek, például egyes kormányzati célokkal való ütközés esetén. Emellett ebben az esetben a versenyhelyzet megszűnik, ami a referenciakamatok új körülményekhez igazodó fejlesztését lassíthatja, illetve a referenciakamatok kínálatát szűkítheti. A teljes állami felelősségvállalás az egyedi árjegyzők erőfeszítéseit gyengítheti, hiszen a felelősséget nem nekik kell viselniük.

Az állami szerepvállalás lehetőségei:

- olyan elvárások és szabályozások megfogalmazása, amelyek elősegítik az árjegyzések kamatjegyző bankok profitcéljaitól való függetlenségének növelését,
- árjegyzések felügyelete,
- segíteni az átállást az új referenciakamatokra, aktív közreműködéssel a lehetséges alternatívák fejlesztésében (a referenciakamatok fejlesztése a múltban több országban, így Magyarországon is a jegybankok közreműködésével történt),
- részvétel az árjegyzések irányításában, publikációjában (az MNB-hez hasonlóan több jegybank jelenleg is közreműködik az árjegyzések irányítása, közzététele során, illetve a tranzakciós adatok gyűjtésében),
- a transzparencia érvényesítésének támogatása,
- az alternatív referenciakamatok közötti választás szempontjainak feltérképezése és azok megismertetése a piaci szereplőkkel.

2. A BUBOR-reformok menetrendje és lépései

2.1. A BUBOR-reformok menetrendje

A LIBOR és EURIBOR manipulációját követően megkezdődött a referenciakamatok és pénzügyi indexek átvilágítása. A 2012 júniusában elindított hazai átvilágítás nem talált a legfontosabb hazai referenciakamat, a BUBOR manipulációjára utaló jeleket. A hazai

hatóságok (az MNB, illetve a korábbi Felügyelet) azonban szükségesnek ítélték az árjegyzés módszertanának és felügyeletének hiányosságai miatt a nemzetközi reformokhoz igazodó átalakítást (1. táblázat). A Monetáris Tanács és a Pénzügyi Stabilitási Tanács 2013. januárban és februárban hagyta jóvá a BUBOR-reformcsomagot.

A reformok az MNB és a korábbi Felügyelet által kidolgozott ajánlások 2013. áprilisi publikációjával kezdődtek el. Ezt követően többoldalú tárgyalásokat folytatott az árjegyzések fő felelőse, a Magyar Forex Társaság, az MNB és a Bankszövetség az intézményi és módszertani reformokról.

1. táblázat	
A BUBOR átalakításának eddigi lépései	
2012. június	A LIBOR manipulációs botrány kirobbanása után nyilvánvalóvá válik, hogy szükség van a LIBOR, illetve a LIBOR módszertanát követő számos referenciakamat, köztük a BUBOR reformjára.
2012. június–december	Megkezdődik a referenciakamatok nemzetközi és hazai átvilágítása. Magyarországon a PSZÁF és MNB munkacsoportjai nem találnak a BUBOR manipulációjára utaló jeleket, ugyanakkor a hazai reformokat indokoltnak látják.
2013. január–február	A Monetáris Tanács ⁴ és a Pénzügyi Stabilitási Tanács ⁵ jóváhagyja a BUBOR reformjára vonatkozó, stratégiai javaslatokat. A javaslatok kitérnek a BUBOR irányításának, módszertanának, ellenőrzésének és alternatíváinak kérdéseire.
2013. április – 2014. június	Megkezdődik a BUBOR reformja. A PSZÁF nyilvánosságra hozza elnöki ajánlásait a BUBOR-árjegyzők számára ⁶ az év eleji Pénzügyi Stabilitási Tanácson tárgyalta javaslatokat követve (2013. április). Négyoldalú tárgyalások kezdődnek a BUBOR adminisztrátorával, a Magyar Forex Társasággal (MFT), a Bankszövetséggel, valamint a PSZÁF és az MNB bevonásával a BUBOR reformjáról (2013. május). Módszertani átalakítások kidolgozásának megkezdése: futamidőszám csökkentés, nyelési eljárás (2013. június).
2014. május –	Az MFT–MNB–Bankszövetség háromoldalú megállapodást köt az intézményi reformokról és a Jegyzési Bizottság felállításáról. 2014. júliustól a Jegyzési Bizottság legalább háromhavonta ülésezik, és az eddigi ülésein többek között áttekintette a jegyzések rendszeres ellenőrzésének és az árjegyzők kiválasztásának módszertanát.

A reformokat több lépésben hajtották végre. Tekintettel a gazdasági szereplők jelentős értékű BUBOR-kitettségre és az új alternatívákra történő átállás rövid távon feloldhatatlannak tűnő ellentmondásaira, elsődleges fontosságú volt a BUBOR-árjegyzések intézményi megerősítése. Ezt követően kezdődött meg 2013. júniustól a módszertan átalakítása. Több

3 A 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról alapján a Monetáris Tanács (MT) a Magyar Nemzeti Bank legfőbb döntéshozó szerve, míg a Pénzügyi Stabilitási Tanács (PST) az MT által meghatározott stratégiai keretek között a pénzügyi közvetítőrendszerrel és annak stabilitási kérdéseivel kapcsolatban hoz döntéseket.

4 A Pénzügyi Stabilitási Tanács (PST) a Magyar Nemzeti Bank elnöke és a (pénz-, tőke- és biztosítási piac szabályozásáért felelős) nemzetgazdasági miniszter alkotta konzultációs testület volt a BUBOR-reformjavaslatok elfogadásának időpontjában. (A Felügyelet jegybanki integrációját követően a PST a jegybankon belüli testületté vált a Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény alapján, illetve a testület összetétele is átalakult.)

5 A PSZÁF elnökének 8/2013. (IV.29.) ajánlása a BUBOR-jegyzésben részt vevő piaci szereplők számára megtalálható a 2. számú függelékben (http://felugyelet.mnb.hu/data/cms2394592/8_2013_ajanas.pdf).

BUBOR-t érintő változtatás azonban hosszabb előkészítést igényelhet (a tranzakciós adatokra történő áttérés vizsgálata, a panelméret bővítése, az alternatív referenciakamatok palettájának szélesítése stb. A jövőbeli reformfeladatokat a jelen tanulmány 4. fejezetében tekintjük át).

2.2. A BUBOR intézményi reformja

A jegyzések hitelességének megerősítése érdekében a korábbi PSZÁF és az MNB 2013 első negyedévében a BUBOR-jegyzésért felelős testület megerősítését, a jegyző bankoktól való függetlenségének fokozását javasolta a 8/2013 (IV. 29.) számú felügyeleti ajánlás kiadásával, követve a nemzetközi hatóságok ajánlásait (IOSCO, 2013; Wheatley Review, 2012b; EBA–ESMA, 2013). A korábbi rendszerben a jegyző bankok mérlegkitettségekükből fakadóan érintettjei, végrehajtói és a Magyar Forex Társaságon (MFT) keresztül felelősei is voltak a BUBOR-jegyzéseknek. A hitelintézeteken kívül ugyanakkor számos érdekcsoportja van a jegyzéseknek (BUBOR-hoz árazott hitellel rendelkező háztartások, vállalatok, BUBOR alapú derivatív kitétséggel rendelkező pénzügyi piaci szereplők). A felügyeleti ajánlás ezért – a BUBOR intézményi függetlenségének erősítése érdekében – a BUBOR fő felelősének, a Magyar Forex Társaságnak (i) a szervezeti megerősítését; és (ii) a BUBOR-adminisztrációnak az MNB képviselőjével, illetve a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (PSZÁF) által delegált független szakértővel⁶ történő kibővítését tartalmazta.

Az MNB, több más jegybankhoz (cseh, lengyel, román stb.) hasonlóan, a kezdetektől közreműködött a bankközi referenciakamatok kialakításában és a jegyzések lebonyolításában. Az MNB a Magyar Forex Társasággal kötött megállapodás szerinti technikai közreműködői feladatokat látott el a BUBOR megállapítása és publikálása során: az aktív kamatjegyző bankoktól érkező kamatadatok befogadása és rögzítése, trimmelt átlagok kiszámítása. Emellett az MNB közreműködőként részt vett az aktív kamatjegyző bankok listájának MFT általi megállapításában, a jegyzések archiválásában.

Az intézményi reformok keretében 2014. júliustól az MNB már a jegyzések módszertani és ellenőrzési munkáiban is közreműködik a Jegyzési Bizottságon keresztül. A Jegyzési Bizottság negyedévente ülészik; a tagok kinevezése legfeljebb két évre szólhat, illetve egyszer megújítható, ezzel is követve az EBA-ESMA (2013) reformjavaslatait.

Az MFT–MNB–Bankszövetség által megkötött háromoldalú megállapodás alapján a Jegyzési Bizottság felügyeli többek között a BUBOR számítási módszertanát, a Jegyzési Eljárásokban részt vevő panelbankok kinevezésének és visszahívásának a kritériumait, a Jegyzési Eljárásokkal kapcsolatos futamidőket és a jegyzési mechanizmusokat, a Jegyzési Eljárások

⁶ A PSZÁF 2013. őszi jegybanki integrációja következtében az MFT–MNB–Bankszövetség–megállapodás alapján az MNB két képviselőt jelölt a Jegyzési Bizottságba.

során alkalmazandó átlagolási, trimmelési szabályokat és a minimális árjegyzői szám biztosításának módszerét, valamint a tagoknak a Jegyzési Bizottságban betöltött és egyéb, a Jegyzési Bizottságon kívüli feladataik során felmerülő érdekellentétek kezelését (*Magyar Forex Társaság, 2014b*).

A függetlenség erősítése érdekében a referenciakamatok felügyeletét ellátó nemzetközi intézmények is átalakultak:

- LIBOR: A nemzetközi intézményi reformok során a manipulációnak korábban kitett LIBOR esetében komolyabb intézményi változtatásokra volt szükség a hitelesség visszaállítása érdekében, ezért a Brit Bankszövetség helyett új adminisztrátort választottak. A tendereljárás során a New York-i székhelyű International Exchange (ICE) lett az új LIBOR-adminisztrátor. A LIBOR felügyeletére megalakult a Felügyelőbizottság (Oversight Committee), amelynek a panelbankokon túl tagja lett többek között az amerikai, az angol és a svájci jegybank (Federal Reserves, Bank of England, Swiss National Bank).
- STIBOR: A Riksbank reformjavaslatait követve, 2013 januárjában a Svéd Bankszövetség elnöksége jóváhagyta az adminisztrátori felelősség átvételét.
- EURIBOR: Az EURIBOR felügyeletét ellátó EURIBOR–EBF szintén intézményi reformokat hajtott végre – nem panelbanki tagokat nevezett ki, és létrejött az Európai Pénzügyi Intézet, amely az EURIBOR–EBF helyett a jegyzések új felelőse lett.
- TIBOR: Megalakultak a Japán Bankszövetségen belül a TIBOR adminisztrációjáért felelős testületek, köztük a Felügyelőbizottság, amelynek a tagjai többek között ügyvédek, számviteli, akadémiai és egyéb szakemberek.
- WIBOR: Megalakult a WIBOR Tanács, amelynek tagjai a Lengyel Felügyeleti hatóság (KNF), a Varsói Részvénytőzsde (GPW), a Lengyel Bankszövetség (ZBP), a pénzügyminiszter (MF), a KDPW_CCP és a Lengyel Forex Társaság (ACI Polska).

2.3. Kisebb változtatások a BUBOR-számítás módszertanában

A LIBOR-árjegyzések kapcsán felmerült legfontosabb kockázatok (manipuláció, piaci forgalom hiánya, szakértői becslések esetleges hibái) kizárása érdekében a BUBOR módszertana is változott: *(i)* csökkentették a jegyzési futamidők számát, *(ii)* módosult a nyelési eljárás, *(iii)* megerősítést kapott a panel kiválasztásának módszertana.

2.3.1. A lejáratok számának csökkentését a BUBOR esetében is végrehajtották

Az árjegyzések fontos problémája, hogy a fedezetlen bankközi piacon 1-2 hétnél hosszabb ügyletek az elmúlt években jellemzően nem kötöttek, így a hosszabb lejáratok kamatát szakértői becslések befolyásolták (Wheatley Review, 2012a; Erhart et al., 2013).

2. táblázat**A bankközi referenciakamatok adminisztrátorai és az árjegyzések felügyeletének új intézményi struktúrájú**

Név	Adminisztrátor			Árjegyzések felügyeletének intézményi átalakulása
	2012		2014	
BUBOR	Magyar Forex Társaság		Magyar Forex Társaság	Megalakul a Jegyzési Bizottság, amelynek tagjai az MNB és a Bankszövetség delegáltjai.
LIBOR	Brit Bankszövetség	➔	ICE Benchmark Administration	Megalakul a Felügyelőbizottság, amelynek tagjai Bank of England, Federal Reserve, Swiss National Bank, ISDA, Association of Corporate Treasurers, DTCC New York, Thomson Reuters, stb.
PRIBOR	Cseh Forex Társaság		Cseh Forex Társaság	Cseh Jegybank*
EURIBOR	Euribor-EBF	➔	Európai Pénzügyi Intézet (EMMI)	Az EMMI Irányítótestülete (Steering Committee) kibővítésre kerül új, kamatjegyző bankoktól független tagokkal, akik az irányítótestület többségét kell, hogy adják.
WIBOR	Lengyel Forex Társaság		Lengyel Forex Társaság	A WIBOR Tanács tagja a Lengyel Felügyeleti hatóság (KNF), Varsói Részvénytőzsde (GPW), Lengyel Bankszövetség (ZBP), Pénzügyminiszter (MF), KDPW_CCP és a Lengyel Forex Társaság
STIBOR	árjegyző bankok	➔	Svéd Bankszövetség	Megalakul a STIBOR Bizottság, amelynek tagja a Riksbank, egy független szakértő.
TIBOR	Japán Bankszövetség (JBA)	➔	Japán Bankszövetség Tibor Adminisztrátora (JBATA)	Megalakul a Felügyelőbizottság, amelynek tagjai ügyvédek, számviteli, akadémiai és egyéb szakemberek.

*Megjegyzés: *A Cseh Jegybank közreműködőként korábban is részt vett a jegyzések számításában.*

Forrás: ACI Polska, CNB, EMMI, ICE, JBA, Magyar Forex Társaság

Emiatt nemzetközileg is fontos módszertani javaslatként merült fel a lejáratok számának csökkentése. A javaslat végrehajtását megkönnyítette, hogy a pénzügyi szerződések általában csak néhány lejáratra (leggyakrabban az 1, 3 és 6 hónapos lejáratra) hivatkoznak. Egyes országokban – a BUBOR és LIBOR esetében korábban jegyzett 15 lejárat helyett – csak lényegesen kevesebb lejáratra készültek bankközi kamatjegyzések már a LIBOR-ügy kirobbanását megelőzően is (WIBOR: 9, PRIBOR: 9, ROBOR: 8, STIBOR: 8). A hazai és nemzetközi viták során többen úgy érveltek, hogy a futamidőszám csökkentése könnyen végrehajtható, ugyanis néhány hozamgörbepont megtartása mellett már interpolálhatóak a köztes lejáratok kamatai.

3. táblázat
Bankközi referenciakamat-jegyzések száma futamidőnként és a megszüntetett futamidők⁸

Referencia-kamat	Deviza	Futamidők száma			Megszüntetett futamidők
		2012	2014	Változás 2014 és 2012. között (%)	
BUBOR	HUF	15	9	-40%	4, 5, 7, 8, 10, 11 hó
CIBOR	DKK	14	8	-43%	4, 5, 7, 8, 10, 11 hó
EURIBOR	EUR	15	8	-47%	3 hét, 4, 5,7,8,10,11 hó
LIBOR	CHF, EUR, GBP, USD, JPY	15	7	-53%	2 hét, 4, 5, 7, 8, 9, 10, 11 hó
PRIBOR	CZK	9	9	0%	-
ROBOR	RON	8	8	0%	-
STIBOR	SEK	8	6	-25%	9,12 hónap
TIBOR	YEN	13	13	0%	-
WIBOR	PLN	9	9	0%	-

Forrás: ACI Polska, BNRO, CNB, Danish Bankers Association, EMMI, ICE, JBA, Magyar Forex Társaság, Riksbank

A nemzetközi gyakorlatban a referenciakamat-jegyzési futamidők száma 20–50 százalékkal csökkent. Elsősorban a 3 hónapnál hosszabb, szerződésben ritkán hivatkozott futamidőket (4, 5, 7, 8, 10, 11 hó) törölték 2013-at követően (3. táblázat).

Az MNB ajánlásaira reagálva módosult a BUBOR-szabályzata, és 2014 februárjától a jegyzéseket a korábbi 15 helyett csak a legfontosabb 9 futamidőre készítene a panelbankok (1 nap⁸, 1 hét, 2 hét, 1 hó, 2 hó, 3 hó, 6 hó, 9 hó, 12 hó). Mindez az árjegyzők eljárásrendjét egyszerűsíti, és csökkenti az árjegyzések adminisztrációs költségeit.

2.3.2. Az árjegyzések megbízhatóságának és elérhetőségének javítása érdekében változott a nyelési eljárás

A nemzetközi gyakorlatban a szélsőségesen alacsony és magas jegyzéseket figyelmen kívül hagyják a referenciakamatok kalkulációja során, amit szakszóval nyelési eljárásnak (trimmelés) neveznek. A nyelési eljárás csökkenti a manipuláció lehetőségét és az egyedi banki ügyletek volatilitásának átgyűrűzését. A trimmelés hátulütője ugyanakkor az, hogy

7 CIBOR (Copenhagen Interbank Offered Rate) - dán koronában denominált koppenhágai bankközi hitelek referenciakamata, EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) - euróban denominált hitelek bankközi referenciakamata, PRIBOR (Prague InterBank Offered Rate) - cseh koronában denominált hitelek prágai bankközi referenciakamata, ROBOR (Romanian Interbank Offered Rate) - román lejben denominált hitelek bankközi referenciakamata, STIBOR (Stockholm InterBank Offered Rate) - svéd koronában denominált hitelek stockholmi bankközi referenciakamata, TIBOR (Tokyo InterBank Offered Rate) japán jenben denominált hitelek tokiói bankközi referenciakamata.

8 overnight (o/n)

minden nap figyelmen kívül hagyja a jegyzések egy adott részét (korábban a BUBOR esetében a legmagasabb és legalacsonyabb 4-4 jegyzést), még olyankor is, amikor a kezelni kívánt kockázatok nincsenek jelen, és így értékes információkat hagyhatnak figyelmen kívül, ami akár torzítást is vihet a jegyzésekbe.

Amennyiben az árjegyzők száma alacsony, az árjegyzést koordináló intézmény trimmelési mozgástere kisebb, hiszen értékes megfigyeléseket kell kizárnia a mintából. Így Svédországban és egyes ázsiai országokban, ahol alacsony az árjegyzők száma, jelenleg nem trimmelt átlagokat számítanak, illetve a trimmelés mértéke az árjegyzők számának függvénye.

A BUBOR-szabályzatot követve, korábban a nyesési eljárás során az átlagszámításhoz a kalkulációkat végző Magyar Nemzeti Bank a legmagasabb 4, illetve a legalacsonyabb 4 jegyzést elhagyta a mintából. Az árjegyzői szám csökkenésére reagálva, ugyanakkor az MNB javaslatára a nyesési módszert az árjegyzők számának függvényében határozták meg. Az új eljárás szerint a trimmelés igazodik az árjegyzők számához: kisebb árjegyzői szám esetén csökken az átlagszámítás során elhagyott jegyzések száma (Magyar Forex Társaság, 2014a).

4. táblázat

A nyesés abszolút és relatív mértéke különböző panelbankméretek esetén a korábbi és az új eljárás szerint*

Panelbankok száma (N)	Korábbi eljárás		Új eljárás	
	Trimmelés (db)	Trimmelés relatív értéke	Trimmelés (db)	Trimmelés relatív értéke
16 ≤ N	4	<25%	4	<=25%
12 ≤ N < 16	4	27-33%	3	20-25%
7 ≤ N < 12	4	36-57%	2	18-29%
N < 7	4	66%<	1	17%<

*Megjegyzés: A táblázatban az egyirányú nyesés mértékét tüntettük fel.

A nemzetközi gyakorlatban további módosítási javaslatként merültek fel a középérték-számítás olyan alternatívái, amelyek az átlagnál kevésbé érzékenyek a manipulációra: egyrészt a medián, másrészt a véletlen kiválasztás, harmadrészt az adaptív trimmelés. Ezek hátránya ugyanakkor, hogy nehezebben értelmezhetők és ellenőrizhetők a közvélemény számára. Tekintettel arra, hogy a nemzetközi gyakorlatban sem született javaslat új számítási módszerre történő áttérésre, a BUBOR esetében sem történt ezen a téren változtatás.

2.3.3. A panelméret csökkenésének megfordítása kiemelt céljá vált

A nagyobb panelméret statisztikai szempontokból előnyös, különösen figyelembe véve azt, hogy az átlagszámítás során alkalmazott nyesési eljárás miatt a mintának csak egy része használható a BUBOR kalkulációja során (lásd részletesebben a 2.3.2. pontban a nyesési eljárás kapcsán írottakat).

A LIBOR manipulációját követően a jegyzési tevékenység kockázatai növekedtek, ami átmenetileg a panelméret nemkívánatos csökkenéséhez vezetett számos országban. Az árjegyzési tevékenység egyrészt költségesebbé vált, mert a reformokhoz kapcsolódó ajánlásoknak egyre nehezebb volt megfelelni. Emellett a jegyzési tevékenység jelenleg már fokozottabb szabályozói ellenőrzésekkel jár, és reputációs kockázatot hordoz. Az önkéntes alapon működő jegyzési hajlandóság csökkenésének kockázataira a nemzetközi hatóságok is figyelmeztettek (IOSCO, 2013:32). A legnagyobb mértékű csökkenés azokban az országokban történt, ahol korábban relatíve sok jegyző volt, az EURIBOR-jegyzők száma például 44-ről 25-re csökkent bő két év alatt.

A WIBOR esetében 2013 januárjában átmenetileg csak 10 árjegyző vett részt, ugyanakkor 2014 decemberéig sikerült az árjegyzők számát a 2012. novemberi 13-ra emelni. Ebben az is közrejátszhatott, hogy a Lengyel Nemzeti Bank a panelméret csökkenésére reagálva, módosította a pénzügyi árjegyzői rendszerét, 2013 márciusától ugyanis csak WIBOR-árjegyzők férnek hozzá a 7 napnál rövidebb futamidejű gyorstenderekhez (NBP, 2013).

5. táblázat
A jegyzéseket készítő panelbankok száma a bankközi referenciakamatok esetében

Referenciakamat	Deviza	Panelméret		
		2012. szeptember	2014. december	Változás (%)
BUBOR	HUF	16	9	-44%
CIBOR	DKK	9	6	-33%
EURIBOR	EUR	44	25	-43%
LIBOR	CHF, EUR, GBP, USD, JPY	8-16 (devizánként változó)	11-18 (devizánként változó)	21%
PRIBOR	CZK	8	6	-25%
STIBOR	SEK	6	6	0%
TIBOR	YEN	16	15	-6%
WIBOR	PLN	13	13	0%

Forrás: ACI Polska, CNB, Danish Bankers Association, EMMI, ICE, JBA, Magyar Forex Társaság, Riksbank

A BUBOR-panelban 2012. szeptemberben 16 bank képviseltette magát, 2014-re ugyanakkor a panelbankok száma 9-re csökkent. Nemzetközi összehasonlításban a hasonló méretű országokhoz képest a hazai panelméret összességben továbbra is nagyra tekinthető (Csehország, PRIBOR: 6, Dánia, CIBOR: 6, Svédország, STIBOR: 6), ugyanakkor a nyelési eljárást figyelembe véve, az árjegyzői szám csökkenésének megállítása és a folyamatok megfordítása kiemelt céllá vált.

Az MNB közreműködésével kidolgozott, 2013-as felügyeleti ajánlás egyéb módszertani kérdések (futamidők, trimmelés, stb.) mellett a panelméret bővítésére is javaslatot tett:

„A jegyzésben részt vevő panelbankok körét fenn kell tartani, lehetőség szerint bővíteni kell, a Felügyelet ezt elvárja a magyar bankközi piac szereplőitől.”⁹

Az MNB hivatalosan is felkért több bankot a panelbankok kiválasztási kritériumainak 2014. novemberi felülvizsgálatát követően a BUBOR jegyzésekben történő közreműködésre.

Az árjegyzői szám további csökkenése esetén az Európai Parlament és a Tanács folyamatban lévő szabályozási javaslatának szellemében felmerülhet az árjegyzések kötelezővé tétele.

2.4. A transzparencia fokozása kedvezően hathat az árjegyzésekre

Általános kritikaként fogalmazták meg a referenciakamatok kapcsán, hogy az eljárásrend és a referenciakamatokkal kapcsolatos döntések nem eléggé átláthatóak, és a hitelesség visszaállítása érdekében is nagyobb fokú transzparencia indokolt (Wheatley Review, 2012b; Riksbank, 2012; EU Bizottság, 2012; IOSCO, 2013).

A Wheatley Review (2012b) a transzparencia fokozása érdekében a LIBOR-t felügyelő intézmény döntéshozatali jegyzőkönyveinek nyilvánosságra hozatalára tett javaslatot, valamint a referenciakamatok felügyeletét ellátó intézmények döntéshozatalának és szankcióinak átláthatóbbá tételét sürgette. Emellett a jelentés készítői a jegyzések rendszeres statisztikai átvilágítását javasolta annak ellenőrzésére, hogy a jegyzések híven tükrözik-e a piaci kondíciókat.

A BUBOR reformja során a transzparencia növelése érdekében a következő lépéseket kezdeményezte az MNB:

- A BUBOR-jegyzések közzététele: az MNB a manipulációs kockázatok csökkentése érdekében az egyedi banki jegyzéseket idősoros formában is közzétette a Reuters hírügynökség oldalán (BUBOR PANEL). A BUBOR-átlagok már korábban is elérhetőek voltak az MNB honlapján, valamint a Bloomberg és Reuters hírügynökségeken keresztül.¹⁰
- A BUBOR-jegyzések rendszeres elemzése: a nemzetközi ajánlásokat követve a Bankszövetség–MNB–MFT közötti háromoldalú megállapodásban rögzítették, hogy az MNB rendszeres, éves gyakoriságú elemzéseket készít arról: az árak megfelelnek-e a piaci kondícióknak, nem merült-e fel a BUBOR manipulációjának szándéka. A Jegyzési Bizottság 2014 augusztusában hagyta jóvá az MNB-nek a BUBOR-jegyzések éves statisztikai elemzési

⁹ 8/2013. (IV. 29.) számú MNB-ajánlás BUBOR-jegyzésben részt vevő piaci szereplők számára, https://felugyelet.mnb.hu/data/cms2394592/8_2013_ajanlas.pdf.

¹⁰ BUBOR-jegyzések idősoros formában az 1996. évtől: http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/ENMNB/Monetaris_politika/mnben_jegybanki_eszkozatar/mnben_egynaposjegybankieszkozok/bubor2.xls.

módszertanára vonatkozó javaslatait. Az első rendszeres átvilágítást 2015. februárban végezték el, az átvilágítás részleteit nyilvánosságra hozza az MNB.

- A Jegyzési Bizottság-ülések jegyzőkönyveinek publikációja: A Jegyzési Bizottság a jegybanki ajánlásokat követve határozott arról, hogy üléseinek rövidített jegyzőkönyvét közlésezi honlapján.

3. A BUBOR aktív kamatjegyzőivel szembeni kritériumrendszer felülvizsgálata

3.1. Nemzetközi kitekintés

A BUBOR-kamatjegyző bankokra vonatkozó kritériumrendszer felülvizsgálatához 10, főként európai ország, illetve az euroövezet¹¹ referenciakamatait vizsgáltuk meg. Közülük 3 ország esetében (Bulgária, Horvátország, Szerbia) nem találtunk elérhető jegyzési szabályzatot. A többi vizsgált referenciakamat szabályzata *a kamatjegyző bankok kiválasztásának szabályozottsága szerint alapvetően 3 csoportba sorolható:*

1. Nincsenek szabályzatban rögzített fix kritériumok

- a. Csehország (PRIBID/PRIBOR): A pályázó bank írásbeli pályázatát a Cseh Forex Társaság a cseh jegybankkal folytatott konzultáció után 60 napon belül elbírálja, aminek keretében elfogadhatja vagy – akár indoklás nélkül – elutasíthatja (CNB, 2013).
- b. Egyesült Királyság (LIBOR): A LIBOR-szabályzat jövőbeni módosításai fognak a kritériumokról rendelkezni, a hatályos LIBOR-szabályzat nem tartalmaz pontos iránymutatást. A hiányosság oka, hogy az Intercontinental Exchange Benchmark Administration Ltd. csak 2014. február 1-jével vette át a LIBOR szabályozását (ICE, 2014).

2. Csak nem vagy nehezen számszerűsíthető kritériumokat tartalmaz

- c. Svédország (STIBOR): A banknak működése során legalább egyéves, jelentős, közvetett vagy közvetlen kötődéssel kell rendelkeznie a STIBOR-hoz, a svéd pénzpiacon közvetítőként vagy kibocsátóként kell tevékenykednie, továbbá személyi és infrastrukturális fel-

¹¹ Bulgária (SOFIBID/SOFIBOR), Csehország (PRIBID/PRIBOR), Dánia (CIBOR), Egyesült Királyság (LIBOR), Eurozóna (EURIBOR), Horvátország (ZIBOR), Japán (TIBOR), Lengyelország (WIBID/WIBOR), Románia (ROBID/ROBOR), Svédország (STIBOR), Szerbia (BELIBOR).

tételeiben képesnek kell lennie a napi szintű kamatközlésre. A bank pályázik a tagságra, és pályázatában közli, vállalja, hogy megfelel a STIBOR-szabályzatnak és a Svéd Bankszövetség igazgatósága, valamint a STIBOR-bizottság által hozott döntéseknek (SBA, 2014).

d. Dánia (CIBOR): A jegyző bankok két csoportra oszthatók, amelyek közül az 1. csoport tagjai egész nap (8.30 és 16.00 óra között) a piac rendelkezésére állnak, és feltételezik róluk, hogy elégséges limitekkel állnak más CIBOR-jegyzők rendelkezésére. Az 1. csoport tagjai a CIBOR-on kívül más jegyzésekben is részt vesznek. A 2. csoportba kerüléshez pályázni kell a Dán Bankszövetséghez vagy egy 1-es csoportban lévő bank ajánlása szükséges, valamint legalább egyéves pénzügyi részvétel szükséges hozzá.

A CIBOR-bizottság az alábbiakat vizsgálja a felvételnélkor:

- a jelölt néhány termékével legyen meghatározó szereplő a piacon,
- álljanak rendelkezésre a szükséges erőforrásai,
- a részvétele javítsa a referenciakamat minőségét (DBA, 2012).

3. Könnyen számszerűsíthető kritériumokat is tartalmaz

e. Eurozóna (EURIBOR): Olyan bank pályázhat tagságra, amelyik eurókamathoz kötődő pénzügyi eszközökhöz kapcsolódóan képes lebonyolítani jelentős forgalmat.

A jelentkező tevékenységének és szakértelmének elbírálásakor elsődlegesen az alábbi – mérlegen belüli – ügyletekre vannak tekintettel:

- rövid lejáratú hitelek,
- pénzügyi papírok (pl.: letéti igazolás, kereskedelmi papír),
- passzív repoügyletek,
- rövid lejáratú betétek,
- aktív repoügyletek,
- kisebb mértékben derivatívák EURIBOR-hoz kötött mögöttes termékekkel GMU-országok pénznemében denominálva,
- devizaswapok, amelyeknek legalább egy lába GMU-pénznemben van denominálva (EMMI, 2014).

f. Lengyelország (WIBID/WIBOR): A szabályzat alapján a kamattjegyző bankok közé kerüléshez a Lengyel Forex Társaság meghívása szükséges. Meghívható az a hitelintézet, amelynek az eszközállománya a lengyel bankrendszer teljes eszközállományának legalább az 1 százalékát kiteszi.

A Lengyel Forex Társaság a meghívás során tekintettel van az alábbiakra:

- a banknak a bankközi piacon betöltött szerepére, különös tekintettel a likviditásnyújtó képességére és forgalmi adataira,
- a bank Tier 1 tőkeszintjére,
- a bank bankközi piaci működésének professzionalizmusára és reputációjára (ACI Polska, 2013).

g. Japán (TIBOR): Az árfolyamjegyző bankok kiválasztásánál a szervező általánosságban szem előtt tartja a TIBOR folytonosságát, valamint a pénzügyi szektor diverzifikáltságát, továbbá tekintettel van a kiválasztásra kerülő bankok

- kereskedési volumeneire (jen TIBOR – japán piac; eurojen TIBOR – Japánon kívüli piacok),
- jeneszközeinek teljes állományára,
- múltbeli árfolyamjegyzéseinek a megbízhatóságára (amennyiben nem újonnan kiválasztásra kerülő bankról van szó),
- belső folyamataira, amelyek a TIBOR-szabályzatban foglalt szabályoknak való megfeleléssel függnek össze (*JBA, 2014*).

h. Románia (ROBID/ROBOR):

A bankok meghívásánál az alábbi kritériumokat veszik figyelembe:

- aktivitás a bankközi piacon,
- a többi kamatjegyző partnereknek nyújtott lej betéti limitjei,
- a többi kamatjegyző bank lej betéti limitjei a bank felé (*BNRO, 2014*).

A fentiek alapján azon referenciakamatok, amelyeknek a szabályzata jól számszerűsíthető kritériumokat tartalmaz, közősek abban, hogy a jegyzők körének meghatározásakor vizsgálják a pályázó hitelintézetnek a fedezetlen bankközi hitelpiaci aktivitását. A depópiaci forgalom mellett több referenciakamat szabályzatában megjelenik az egyéb, nagyrészt a referenciahozamhoz köthető, vagy azok mögöttes termékének piacához hasonló pénzügyi piacokon lebonyolított forgalom is (repopiaci aktivitás, kibocsátott pénzpiaci papírok, devizaswapok, egyéb derivatívák). A WIBOR és a TIBOR esetében – a BUBOR-hoz hasonlóan – megjelennek a bankok méretére vonatkozó kritériumok is (eszközállomány, Tier 1 tőkeszint).

3.2. A BUBOR-panel kiválasztásához használt mutatók köre

A 2014 novemberét megelőzően hatályos BUBOR-szabályzat szerint az aktív kamatjegyző bankok listájának alapjául 50 százalékban a tárgyidőszakot megelőző naptári negyedév futamidővel súlyozott, teljes bankközi forintbetét/hitel és devizacsere ügyletek forgalmi ranglista, valamint 50 százalékban a tárgyidőszakot megelőző naptári negyedév végén jelentett mérlegfőösszeg alapján felállított lista szolgált. A devizacsereügyletek esetében az induló értéknappra kötött forintösszeget veszik figyelembe. Az így képzett listán szereplő bankok közül – a listán elért sorrendnek megfelelően – a Jegyzési Bizottság által az MNB közreműködésével meghatározott számú, de legfeljebb 16 bank vesz részt a BUBOR-fixing eljárásban (*Magyar Forex Társaság, 2014*).

A 2014 novemberét megelőzően hatályos BUBOR-szabályzat alapján tehát legfeljebb 16 bank vehetett részt a fixingeljárásban, így a fejezet során használt vizsgálatoknál a rangsorokban első 16 bankra fókuszáltunk. A felülvizsgálat során azt vizsgáltuk, hogy a különböző mutatók alkalmazása milyen mértékben differenciál az egyes bankok között, illetve az egyes mutatók használata esetén hogyan változna az első 16 bank közé potenciálisan bekerülő 16 bank listája. Ehhez meghatároztuk a legfrissebb elérhető adatok (2014. augusztus–szeptember–október) alapján a BUBOR-szabályzatban rögzítettek szerint az első 16 bank listáját, amelyet a különböző méretet, illetve piaci aktivitást mérő mutatók 2011. januártól 2014. szeptemberig tartó idősorai alapján kialakult rangsorokhoz lehetett viszonyítani. A rangsorokat a közvetlen VIBER- vagy BKR-tagsággal rendelkező, 39 tartalékköteles hitelintézetre határoztuk meg. Az adatok forrása a hitelintézeteknek, illetve a KELER-nek az MNB felé teljesített felügyeleti mérleg, D01, K02, K12, K14 és E06 adatszolgáltatásai.

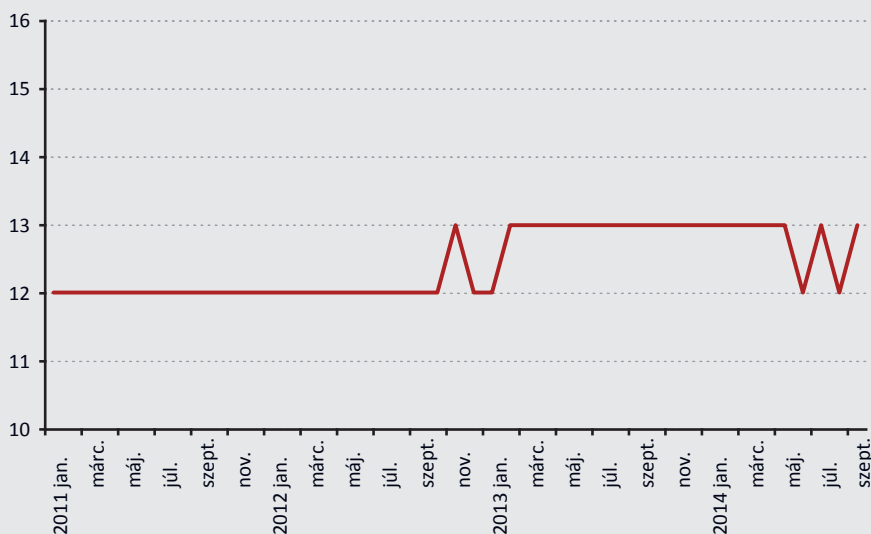
3.2.1. A bankok méretére vonatkozó mutatók (mérlegfőösszeg)

A bankok méretére vonatkozó mutatók közül a legkézenfekvőbb és a legegyszerűbben előállítható a bankok mérlegfőösszege, amelyet a 2014 novemberéig hatályos BUBOR-szabályzat szerint a Jegyzési Bizottság az MNB közreműködésével már a felülvizsgálatot megelőzően is figyelembe vett az aktív kamatjegyző bankok körének meghatározásakor. A japán referenciakamat esetében nem a teljes eszközállományt mérő mérlegfőösszeget, hanem annak egy részhalmozását, a hazai devizában denominált eszközök nagyságát vizsgálják a kiválasztás során. Magyarországon a hitelintézetek pénzügyi forgalmának jelentős részét az FX-swappiaci ügyletek teszik ki, amelyek részben a bankok deviza vagy devizaalapú eszközeiből eredő árfolyamkockázat fedezésére szolgálnak, így a bankok piaci jelenlétének mértékére, piacismeretének fokára a forinteszközök mellett a devizaeszközök is hatással lehetnek. Mindez indokolja, hogy a japán gyakorlattól eltérően, a BUBOR esetében a kamatjegyző bankok kiválasztása során olyan, a bank méretére vonatkozó mutató kerüljön alkalmazásra, ami a forinteszközök mellett a devizaeszközök nagyságát is kifejezi.

A mérlegfőösszeg kifejezi a hitelintézet forint- és devizaeszközeinek méretét, rendelkezésre áll az összes hitelintézet esetében, és a mutató nagysága alapján egyértelmű sorrend állítható fel a hazai bankok között, így *a mérlegfőösszeg alkalmas mutatószám az egyes bankok megkülönböztetésére*. Ugyanakkor a rangsorban a nagy bankoktól a kisebbek felé haladva, egyre csökken a különbség a szomszédos hitelintézetek mérlegfőösszegei között; a 16 legnagyobb bank együttes mérlegfőösszege a 39 vizsgált bank mérlegfőösszegének 89 százalékát teszi ki. Ebből következik, hogy az alacsonyabb mérlegfőösszegű bankok egymástól való megkülönböztetése során a rangsor állításánál *kis nominális különbség is jelentős hatással lehet a bankok sorrendjére, ami indokolja a mutatók diverzifikálását, a végső rangsor állításánál egyéb mutatók figyelembevételét is*.

Az 1. ábra alapján a BUBOR-szabályzatban meghatározott, legfrissebb rangsor szerinti 16 bankból viszonylag stabilan 12-13 bank szerepelt a pusztán mérlegfőösszeg szerint állított rangsor első 16 bankja között. Tehát a szabályzatban rögzített kritérium másik eleme, a bankközi betét/hitel és devizaswap-piaci rangsor 3-4 bank pozíciójára van hatással.

1. ábra
A BUBOR-szabályzatban meghatározott rangsor szerinti 16 bank közül mérlegfőösszeg alapján az első 16-ban szereplő bankok számának alakulása



Forrás: a jegybank felé teljesített (nem nyilvános, egyedi) felügyeleti mérlegjelentések alapján saját számítások

3.2.2. A bankok piaci aktivitásának mérésére szolgáló mutatók

A bankok piaci aktivitását mérő mutatók közül a legjelentősebb hazai bankközi piacok (devizaswap, depó, repo, FRA, IRS) forgalmait vizsgáltuk. Az EURIBOR esetében a Steering Committee vizsgálja a pénzpiaci papírok piacát is, az alacsony hazai kibocsátási volumenek miatt azonban ezt a piacot nem volt indokolt figyelembe venni Magyarország esetében. Bár a vizsgált piacok közül közvetlenül a BUBOR-hoz csak a depó-, az FRA- és az IRS-piacok kapcsolódnak¹², a hitelintézeti ügyletkötők piacismeretére a hitelintézetnek a devizaswap- és repopiacon mutatott aktivitása is hatással van, így indokoltnak tartottuk a vizsgálatot ezen piacokra is kiterjeszteni.

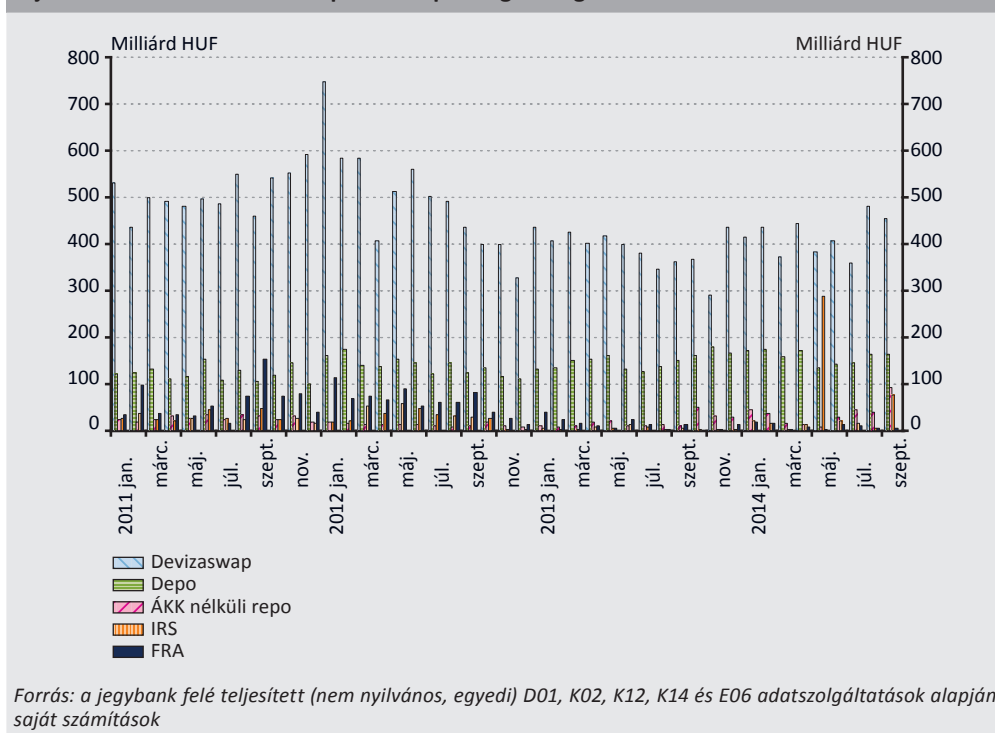
A hazai bankközi piacok közül messze a devizaswappiac bonyolítja le a legnagyobb forgalmat, míg a kötési volumenek alapján a második a fedezetlen bankközi hitel/betét (depó-)

¹² A BUBOR-jegyzések a forintdepópiacra történő hitelnyújtásra vonatkoznak, a forint IRS- és FRA-ügyletek kifizetési függvénye pedig a BUBOR-hoz kötött.

piac. A többi vizsgált hazai bankközi piac (az ÁKK ügyletkötéseitől szűrt repo, IRS, FRA) forgalma különösen 2012 végétől – néhány kiugró hónaptól eltekintve – jelentősen elmarad az előbbi két piactól.¹³ Pusztaán a bankközi piacok forgalmáról elérhető adatokat tekintve nem volt indokolt, hogy a depó- és a devizaswapiacon felül más hazai bankközi piacok forgalma befolyásolja az aktív kamatjegyző bankok körét. Ugyanakkor az EMIR¹⁴ és a vonatkozó szabályozó technikai sztenderdek változásával a jövőben várhatóan jelentősen kibővül a külföldi piacokon kötött ügyletekről a jegybankok rendelkezésére álló adatok köre, ami indokoltá teheti a megállapítások későbbi felülvizsgálatát.

A következő alfejezetekben megvizsgáljuk, hogy a forgalmon felüli egyéb szempontok alapján mennyire alkalmasak és hasznosak a jelentősebb hazai bankközi piacok a rangsor minőségének, információtartalmának javítására.

2. ábra
A jelentősebb hazai bankközi piacok napi átlagos forgalmának alakulása havi bontásban



13 Az alacsony hazai forgalom az FRA- és az IRS-piacon többek között annak tudható be, hogy a külföldi bankcsoportokhoz tartozó hazai hitelintézetek esetében az IRS- és FRA-kötéseket gyakran a bankcsoport egy külföldi tagja bonyolítja le külföldi piacokon. Ezen ügyletek nem szerepelnek a vizsgált adatszolgáltatásokban, így ezekre az MNB-nek nincs közvetlenül rálátása.

14 Az Európai Parlament és a Tanács 648/2012/EU rendelete a tőzsdén kívüli származtatott ügyletekről, a központi szerződő felekről és a kereskedési adattárakról.

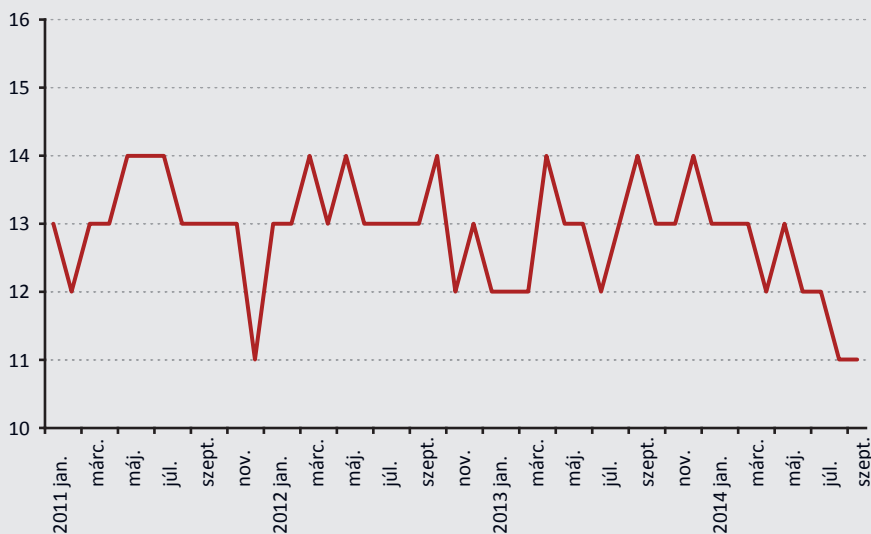
3.2.2.1. Bankközi fedezetlen forinthitel/betét piac (depópiac)

A depópiac a BUBOR definíciója alapján kiemelt jelentőségűnek tekinthető, ugyanis a BUBOR-jegyzések a depópiacon történő hitel nyújtására vonatkoznak. Forgalmát tekintve a hazai bankközi piacok második legforgalmasabb szegmense, átlagos napi forgalma eléri a 140 milliárd forintot. A közvetlen VIBER- vagy BKR-tagsággal rendelkező belföldi bankok szinte kivétel nélkül (35-en a 39 bankból) rendszeresen kötnek ügyleteket a depópiacon, tehát *a piac alkalmas a bankok közötti sorrend felállítására*. Jelentőségénél fogva indokolt forgalmának a vizsgált mutatók közti szerepeltetése. Ugyanakkor ezen a piacon is érvényes, hogy a rangsorban a magasabbtól az alacsonyabb forgalmat lebonyolító bankok felé haladva, egyre csökken a szomszédos bankok közötti különbség. A depópiacon a 16 legnagyobb forgalmat lebonyolító bank ügyletkötései a forgalom 96 százalékát teszik ki, *így az alacsonyabb forgalmú bankok egymástól való stabil megkülönböztetésére a depópiac csak mérsékelten alkalmas*.

A 3. ábra alapján a BUBOR-szabályzatban meghatározott legfrissebb rangsor szerinti 16 bankból 11-14 bank szerepelt a pusztán depópiaci forgalom szerint állított rangsor első 16 bankja között. Tehát *a szabályzatban rögzített kritérium másik két eleme, a bankközi devizaswappiac és a mérlegfőösszeg a rangsorban 2-5 bank pozíciójára van hatással*.

3. ábra

A BUBOR-szabályzatban meghatározott rangsor szerinti 16 bank közül a futamidővel súlyozott depópiaci forgalom alapján az első 16-ban szereplő bankok számának alakulása



Forrás: a jegybank felé teljesített (nem nyilvános, egyedi) K02 és K12 adatszolgáltatások alapján saját számítások

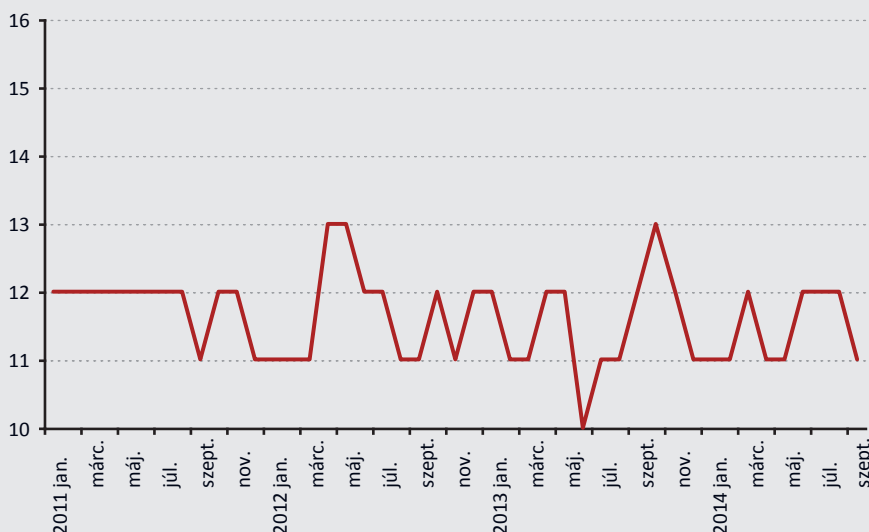
3.2.2.2. Devizaswappiac

A hazai bankok a devizaswappiacon bonyolítják le messze a legnagyobb forgalmat a bankközi piacok közül, annak az átlagos napi forgalma meghaladja a 450 milliárd forintot. Bár a lakossági deviza-, valamint devizaalapú hitelek nagy részének forintosításával a jövőben várhatóan csökken a hazai devizaswappiac jelentősége, de vélhetően még ezt követően is kiemelt jelentőséggel bír majd a hazai bankközi piacok között. A devizaswap-piaci ügyletkötések a jelenlegi kritériumrendszer szerint is részét képezik a vizsgált mutatóknak. A közvetlen VIBER- vagy BKR-tagsággal rendelkező belföldi bankok túlnyomó többsége (24 a 39 bankból) rendszeresen köt ügyleteket a devizaswappiacon, tehát *a piac alkalmas a bankok közötti sorrend felállítására*. Ugyanakkor ezen a piacon is érvényes, hogy a rangsorban a magasabbtól az alacsonyabb forgalmat lebonyolító bankok felé haladva, egyre csökken a szomszédos bankok közötti különbség. A devizaswappiacon a 16 legnagyobb forgalmat lebonyolító bank ügyletkötései a forgalom 99 százalékát teszik ki, míg a vizsgált 39-ből 15 bank 2014. július és szeptember között egyáltalán nem kötött itt ügyletet, így *az alacsonyabb forgalmú bankok egymástól való megkülönböztetésére a devizaswappiac önmagában nem alkalmas*.

A 4. ábra alapján a BUBOR-szabályzatban meghatározott, legfrissebb rangsor szerinti 16 bankból 10-13 bank szerepelt a pusztán devizaswap-piaci forgalom szerint állított rangsor első 16 bankja között. Tehát *a szabályzatban rögzített kritérium másik két eleme, a bankközi betét/hitel és a mérlegfőösszeg a rangsorban 3-6 bank pozíciójára van hatással*.

4. ábra

A BUBOR-szabályzatban meghatározott rangsor szerinti 16 bank közül a futamidővel súlyozott devizaswap-piaci forgalom alapján az első 16-ban szereplő bankok számának alakulása



Forrás: a jegybank felé teljesített (nem nyilvános, egyedi) D01adatszolgáltatás alapján saját számítások

3.2.2.3. Az ÁKK ügyletkötéseitől szűrt forintrepopiac

A hazai bankközi forintrepopiac-forgalma meglehetősen alacsony, átlagosan napi 20 milliárd forint körüli. Az ügyletelő bankok száma is meglehetősen koncentrált a piacon, a vizsgált 39 bankból mindössze 12 kötött ügyletet 2014. július és szeptember között, tehát *a piac kevésbé alkalmas a bankok közötti sorrend felállítására, és egyáltalán nem alkalmas önmagában az alacsonyabb forgalmú bankok egymástól való megkülönböztetésére.*

Mivel a kamatjegyző bankoknak a BUBOR-szabályzatban meghatározott, maximális számánál kevesebb, mindössze 12 bank köt rendszeresen ügyletet a repopiacon, *a repopiaci aktivitás önmagában nem befolyásolná az első 16 helyre bekerülő bankok listáját.*

3.2.2.4. Hazai forint bankközi IRS-piac

A repopiachoz hasonlóan, a hazai bankközi forint IRS-piac forgalma meglehetősen alacsony, átlagosan napi 20 milliárd forint körül van.¹⁵ Az ügyletet kötő bankok száma is meglehetősen koncentrált a piacon, a vizsgált 39 bankból mindössze 9 kötött ügyletet 2014. július és szeptember között, tehát a repopiachoz hasonlóan, *az IRS-piac is kevésbé alkalmas a bankok közötti sorrend felállítására, és egyáltalán nem alkalmas önmagában az alacsonyabb forgalmú bankok egymástól való megkülönböztetésére.*

Mivel a kamatjegyző bankoknak a BUBOR-szabályzatban meghatározott, maximális számánál kevesebb, mindössze 9 bank köt rendszeresen ügyletet az IRS-piacon, *az IRS-piaci aktivitás önmagában nem befolyásolná a rangsor elejére bekerülő bankok összetételét.*

3.2.2.5. Hazai bankközi forint FRA-piac

A repo- és az IRS-piachoz hasonlóan, a hazai bankközi forint FRA-piac forgalma is meglehetősen alacsony, az elmúlt két évben átlagosan napi 10 milliárd forint körül ingadozott.¹⁶ Az ügyletet kötők száma is meglehetősen koncentrált a piacon, a vizsgált 39 bankból mindössze 3 kötött ügyletet 2014. július és szeptember között, tehát *az FRA-piac nem alkalmas a bankok közötti sorrend felállítására.*

Mivel a kamatjegyző bankoknak a BUBOR-szabályzatban meghatározott, maximális számánál kevesebb, mindössze 3 bank köt rendszeresen ügyletet az FRA piacon, *az FRA-piaci aktivitás önmagában nem befolyásolná a rangsorban az egyes bankok pozícióját.*

¹⁵ Az alacsony forgalom okairól lásd a 14. lábjegyzetet.

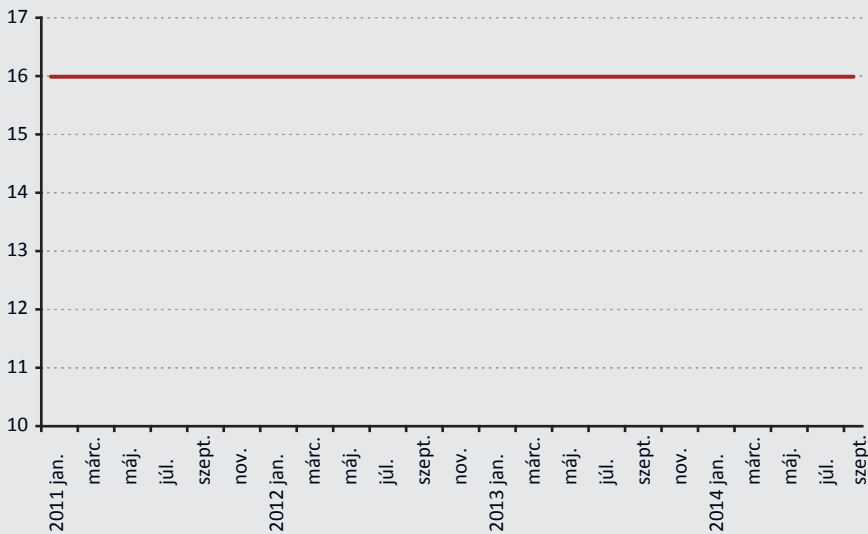
¹⁶ Az alacsony forgalom okairól lásd a 14. lábjegyzetet.

3.3. Az aktív kamatjegyzőkkel szemben támasztott kritériumrendszer felülvizsgálatának következtetései

A vizsgált nemzetközi referenciakamat-szabályozások alapján a BUBOR esetében az aktív kamatjegyző bankok körének megállapítása során vizsgált kritériumrendszer jól számszerűsíthető, nemzetközi szinten a szabályozottabbak közé sorolható. A hazai bankközi piacok sajátosságait, ezen belül is elsősorban a forgalmi adatokat és az aktívan ügyletelő bankok számát vizsgálva megállapítható, hogy a 2014 novemberéig hatályos BUBOR-szabályzat alapján vizsgált piacok további bővítése csak erősen korlátozott mértékben nyújtana többletinformációt a bankok összességének egymástól való megkülönböztetése során, és érdemlegesen valószínűleg nem befolyásolná a jelenlegi módszertan alapján kialakult rangsort. Ugyanakkor az elemzés arra rámutatott, hogy egyetlen mutató sem alkalmas tökéletesen arra, hogy önmagában differenciáljon a hitelintézetek, közülük is elsősorban a kisebb mérlegfőösszegű, illetve az alacsonyabb piaci forgalmat lebonyolító bankok között, tehát a kritériumrendszer meghatározása során indokolt több mutató alapján megállapítani a végső rangsort.

5. ábra

A BUBOR-szabályzatban meghatározott rangsor szerinti 16 bank közül a futamidővel súlyozott repo-, IRS-, FRA-piaci forgalom alapján az első 16-ban szereplő bankok számának alakulása*



Megjegyzés: *Az ábra az egyes piaci szegmensekre (repo, IRS, FRA) egyaránt 16 bankot mutatna.

Forrás: a jegybank felé teljesített (nem nyilvános, egyedi) K14 és E06 adatszolgáltatások alapján saját számítások

A vizsgálat megerősítette a kamattjegyző bankok kiválasztásánál alkalmazott módszertan indokolt és robusztus voltát, ezért a vizsgálat tárgyalása során a Jegyzési Bizottság 2014. november 27-i ülésén határozatot hozott a módszertan megőrzéséről.

4. A BUBOR-reformok további lépései

A hazai és nemzetközi intézményi ajánlások alapján a BUBOR-reformok lezárásához további lépések szükségesek. Egyrészt az MNB ajánlása alapján szükséges a BUBOR-jegyzések magatartási kódexének elkészítése, amely tartalmazza az árjegyzésben résztvevőkkel szemben elvárt eljárásrendeket és az érdekkonfliktusok kezelésére vonatkozó irányelveket. Másrészt fontos elvárásként fogalmazták meg, hogy a jegyzéseket minél inkább a tranzakciós adatokkal kell kiváltani (*Wheatley Review, 2012b; IOSCO, 2013*), illetve a felhasználói igényeknek megfelelően alternatív referenciakamatokat kell kifejleszteni. Az MNB a BUBOR 1990-es évek végi megalkotását követően *2007 óta aktívan közreműködött a BIRS index (kamatcsereügyletek jegyzése) és 2010 óta a HUFONIA Swap Index¹⁷ (egynapos kamatokhoz indexált kamatcsereügyletek jegyzése) kidolgozása és meghirdetése során.* Ezen indexek a BUBOR-ral összevetve, egyelőre kisebb jelentőségűek, mivel lényegesen kevesebb ügyletnek szolgálnak referenciaként. Harmadrészt további feladatot jelent a kontingenciatervek kialakítása olyan esetekre, ha a BUBOR nem állítható elő a „normális” piaci és egyéb kondíciókat feltételező alapforgatókönyvvel ellentétben (például csökken az árjegyzők száma, működési kockázatok, stb.).

5. Összegzés

A LIBOR manipulációját követő nemzetközi referenciakamat-átalakítások szükségessé tették a BUBOR-reform végrehajtásának megkezdését 2013-ban. Az MNB által elindított reformok legfontosabb célja az volt, hogy a bankközi referenciakamatok jegyzése során felmerülő, fő kockázatokat a hazai környezetben is kiküszöböljék. A BUBOR hitelességének megerősítése céljából annak módszertanát 2014. júliustól egy új testület, a Jegyzési Bizottság felügyeli, amelynek az érdekkonfliktusok kezelése érdekében tagjai – a jegyző bankok képviselőit tömörítő Magyar Forex Társaságon túl – a Magyar Nemzeti Bank és a Magyar Bankszövetség delegáltjai. A BUBOR módszertanában szintén történtek finomítások az elmúlt két évben: (i) az árjegyzések elérhetőségének és megbízhatóságának erősítése érdekében változott

¹⁷ HUFONIA SWAP: éven belüli kamatcsereügyletek, amelyek keretében az egynapos bankközi kamatot (HUFONIA) cserélik el a felek az előre rögzített fix kamatra, http://www.acihungary.hu/doc/HUFOIS_Fixing.pdf.
BIRS: Budapest Interest Rate Swap index, kamatcsereügyletek, <http://www.acihungary.hu/index.php?id=birs>.

az úgynevezett nyelési eljárás, *(ii)* a jegyzett futamidők száma csökkent, *(iii)* megerősítést kapott a BUBOR-árjegyzők kiválasztásának módszertana. Hogy a BUBOR-árjegyzések átláthatóbbá váljanak, az MNB a jegyzések idősoros adatait már panelbankonként is közzéteszi a Reuters hírügynökségen keresztül, illetve a Jegyzési Bizottság üléseinek jegyzőkönyvei is elérhetők 2014 decembere óta. Az aktív kamatjegyző bankok kiválasztási kritériumainak megőrzésére vonatkozó MNB-javaslatot követően több bank felkérést kapott a jegyzésekben történő közreműködésre. A BUBOR-reform további lépéseit jelenthetik a jövőben a magatartási kódex felülvizsgálata, a tranzakciós adatokra történő áttérés lehetőségeinek vizsgálata és kontingenciatervek készítése. Az Európai Parlament és a Tanács készülő rendelettervezete a pénzügyi referenciamutatók szabályozásáról a jövőben a hazai pénzügyi indexek kialakítását is befolyásolhatja.

Felhasznált irodalom

ACI Polska (2014): Rules for Fixing WIBID and WIBOR Reference Rates. The Polish Financial Markets Association, December. http://www.acipolska.pl/images/stories/Rules_for_Fixing_WIBID_and_WIBOR_Reference_Rates_EN.pdf.

BNR (2014): Rules for determining the ROBID and ROBOR reference rates. Banca Națională a României. www.bnr.ro/files/d/Legislatie/En/RRR.pdf.

BIS (2013): Towards better reference rate practices: a central bank perspective Report prepared by an ECC Working Group. <http://www.bis.org/publ/othp19.pdf>.

CNB (2013): Rules for reference banks and the calculation (fixing) of reference interest rates (PRIBID and PRIBOR). Česká národní banka, October. https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/financial_markets/regulations/download/PRIBOR_rules_2013_en.pdf.

DBA (2012): Consultation document on the regulation of indices. Danish Bankers Association, 21 November. http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2012/benchmarks/registered-organisations/danish-bankers-association_en.pdf.

EBA–ESMA (2013): Report on the administration and management of Euribor. European Banking Authority and European Securities and Markets Authority, January. http://www.esma.europa.eu/system/files/eba_bs_2013_002_annex_1.pdf.

EBA-ESMA (2014): Review of the Implementation of EBA–ESMA Recommendations to Euribor-EBF. http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-207_esma-eba_review_of_euribor_recommendations_0.pdf.

EC (2012): Consultation Document on the Regulation of Indices. European Commission, 5 September. http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2012/benchmarks/consultation-document_en.pdf.

EMMI (2014): Euribor Code of Conduct. European Money Markets Institute, September. http://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/Euribor_code_conduct.pdf.

ERHART, SZILÁRD – MOLNÁR, ZOLTÁN – LIGETI, IMRE (2013): A LIBOR-átvilágítás okai és hatásai a nemzetközi bankközi referenciakamat-jegyzésekre. *MNB-szemle*, 2013/1. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu-msz-201301/erhart-ligeti-molnar.pdf.

FLISZÁR, VILMOS (2013): A BUBOR-hoz köthető állományok és a BUBOR-jegyzések részletes statisztikai elemzése 2013., Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete, február. https://felugyelet.mnb.hu/data/cms2384951/BUBOR_allomanyok_jegyzesek.pdf.

IOSCO (2013): Principles for Financial Benchmarks. Final Report, July. <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>.

ICE (2014): Libor Code of Conduct. Benchmark Administration, 3 February. https://www.theice.com/publicdocs/IBA_Code_of_Conduct.pdf.

HORVÁTH, CSILLA – KREKÓ, JUDIT – NASZÓDI, ANNA (2004): Kamatátgyűrés Magyarországon. *MNB Füzetek*, 2004/8. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbfuzetek/mnbhu_mf_2004_8/mf2004_8v.pdf.

JBA (2014): JBA TIBOR Code of Conduct. TIBOR Administration, 1 April. http://www.jbatibor.or.jp/english/public/pdf/JBA%20TIBOR%20Code%20of%20Conduct_E.pdf.

KOCSIS, ZALÁN – CSÁVÁS, CSABA – MÁK, ISTVÁN – PULAI, GYÖRGY (2013): Kamatderivatíva-piacok Magyarországon 2009 és 2012 között a K14-es adatszolgáltatás tükrében. *MNB-tanulmányok* 107. http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbtanulmanyok/MT107.pdf.

MFT (2014a): Hivatalos BUBOR szabályzat. Magyar Forex Társaság, augusztus 1. http://www.acihungary.hu/doc/bubor_szabalyzat.pdf.

MFT (2014b): A Magyar Forex Társaság egységes szerkezetbe foglalt Alapszabálya. Magyar Forex Társaság. <http://www.acihungary.hu/doc/Alapszabaly2014.pdf>.

NBP (2013): Financial Stability Report. July. <http://www.nbp.pl/en/systemfinansowy/fsr201307.pdf>.

SBA (2014): Framework for STIBOR. Swedish Bankers' Association, January. http://www.swedishbankers.se/Sidor/en/6_Stibor/1_Framework-for-Stibor.aspx.

SVERIGES RIKSBANK (2012): The Riksbank's review of Stibor. *Riksbank Studies*, November. http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Riksbanksstudie/2012/rap_riksbanksstudie_stibor_121128_eng.pdf.

SVERIGES RIKSBANK (2014): Stibor Revisited, a follow up. *Riksbank Studies*, May. http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Riksbanksstudie/2014/rap_riksbanksstudie_stibor_140526_eng.pdf.

WHEATLEY REVIEW, THE (2012a): The Wheatley Review of LIBOR: Initial Discussion Paper. August. http://www.hm-treasury.gov.uk/d/condoc_wheatley_review.pdf.

WHEATLEY REVIEW, THE (2012b): The Wheatley Review of LIBOR: Final Report. September. http://cdn.hm-treasury.gov.uk/wheatley_review_libor_finalreport_280912.pdf.

Hány óra a négy óra? A napközbeni átutalások tényleges időszükséglete

Császár Péter

A Magyar Nemzeti Bank a hitelintézetek közötti átutalások szolgáltatási szintjének emelése érdekében olyan lépéseket tett a múltban, amelyek eredményeként 2012. júliustól a pénzforgalmi szolgáltatók ügyfelei részére – bizonyos feltételek megléte mellett – automatikusan és érezhető költségnövekedés nélkül lehetővé vált a napközbeni átutalás lehetősége. A tanulmányban bemutatom, hogy a napközbeni elszámolási modul napi öt ciklusában elszámolt átutalási megbízások átlagosan 2 óra 5 perc alatt jutnak el a fizető fél bankszámlájának terhelését követően a kedvezményezett ügyfélhez, amely időszak a több szempontból speciálisnak számít, első ciklusban 2 óra 50 perc. A teljesítés időhossza az első ciklusban 90%-os konfidenciaszint mellett 58 perc és 3 óra 48 perc, míg a többi ciklusban 36 perc és 2 óra 53 perc közötti időintervallumba esik. A szabályozás által meghatározott 4 órás időkeretnek nem része az az időszak, amikor a kedvezményezett ügyfelek számláját a fogadó bankok jóváírják. A teljesítési időből a jogszabály szerinti időszakra fókuszálva azt tapasztaltam, hogy a fizető felek hitelintézetei a napi öt ciklusban átlagosan 1 óra 45 perc alatt juttatják el a fizetési megbízás összegét a kedvezményezett ügyfél hitelintézetéhez. Ez az időhossz a rendelkezésre álló időkeretnek a 44%-a, míg az időkeret kihasználtsága a 2–5. ciklusokban mindössze 35%-os. Vizsgáltam a teljesítés időszükségletét az átutalás altípusai szerint is. Ennek során azt tapasztaltam, hogy az eseti átutalások teljesítési időszükségletéhez képest a rendszeres átutalások egy órával több, míg a csoportos átutalások 20 perccel kevesebb idő alatt teljesülnek. Válaszokat kerestem továbbá a napi első ciklus hosszabb időszükségletének okára, ami az eredmények tükrében elsősorban az e ciklust jellemző folyamatbeli különbségre vezethető vissza, illetve csak kismértékben adódik abból, hogy az első ciklusban a többi ciklus átlagának kétszeres darabszáma kerül elszámolásra. Végezetül az átutalások lebonyolításának gyorsítását lehetővé tévő javaslatokat fogalmazok meg.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: G14, G29

Kulcsszavak: napközbeni átutalás, BKR, közvetlen résztvevő, közvetett résztvevő, VIBER, MTB

Császár Péter a Magyar Nemzeti Bank Pénzügyi infrastruktúrák igazgatóság elemzője. E-mail: csaszarp@mnb.hu.

1. Bevezetés

A Bankközi Klíring Rendszer (BKR) elszámolásában típus szerint bontva kétféle pénzforgalmi szolgáltató vehet részt. Azokat, amelyek maguk csatlakoznak az elszámolási rendszerhez – ezáltal jogosultak az elszámolási rendszerbe saját, illetve ügyfelük nevében megbízást eljuttatni – nevezzük közvetlen résztvevőknek, azokat pedig, amelyek egy másik közvetlen résztvevő hitelintézetén keresztül (levelezőbank) vesznek részt az elszámolásban, nevezzük közvetett résztvevőknek. A tanulmányban elsősorban a közvetlen résztvevő hitelintézetek ügyfeleinek napközbeni átutalási adatai alapján mutatom be a napközbeni átutalások különböző szempontok szerinti időszükségletét, de részben kitérek a közvetlen résztvevők és a közvetett résztvevő takarékszövetkezetek ügyfelei közötti átutalásokra is. A takarékszövetkezetek mint közvetett résztvevő hitelintézetek a forint fizetési forgalmukat – így a napközbeni átutalásokat is – jelenleg kizárólag a Magyar Takarékszövetkezeti Bank Zrt.-n (MTB) mint levelezőbankon keresztül bonyolítják le. A közvetett résztvevők ügyfeleinek egymás közötti, illetve a levelezőbankjuk ügyfeleivel lebonyolított napközbeni átutalás időszükséglete – amelyek nem kerülnek a BKR-ben elszámolásra – ugyanakkor nem képezte az elemzés tárgyát. Szintén nem vizsgáltam a hitelintézeteken belüli átutalások időszükségletét. Ezek az átutalások elszámolást nem igényelnek, hiszen jellemzően a pénzforgalmi szolgáltató számlavezető rendszerén belüli (napjainkban a pénzforgalmi szolgáltatók döntő többsége már egyetlen számlavezető rendszert alkalmaz) könyvelési tételek és – a konverziót igénylő átutalást kivéve – az ügyfelek fizetési számlájának terhelése, illetve jóváírása valós időben, gyakorlatilag ugyanazon időpontban megvalósul.

A kis értékű reálgazdasági – tehát a tipikus lakossági és vállalati fizetések – elszámolása a GIRO Elszámolásforgalmi Zrt. (GIRO Zrt) mint elszámolóház által 1994 óta üzemeltetett BKR-ben történik. Ebben jelenleg kétfajta elszámolási rendszer működik, az éjszakai és a napközbeni többszöri elszámolási modul. A tanulmányban az utóbbiban elszámolt fizetési megbízások, azaz a napközbeni átutalások tényleges lebonyolítási időszükségletét mérem. Alapvetően nem a jogszabály által előírt, maximális teljesítési időhossz-követelménynek (4 óra) való megfelelésre keresem a választ, bár közvetetten ezt is bemutatom. A jogszabályi megfelelés esetében a rendelkezésre álló időkeret kezdő időpontja a fizetési megbízás átvételétől indul (ez lényegében a fizetési számla terhelési időpontjának tekinthető), és a kedvezményezett ügyfél pénzforgalmi szolgáltatójának számláján történt jóváírás időpontjáig tart. Az elemzés ennél hosszabb időszakot ölel fel, mert a kedvezményezett ügyfél hitelintézetének a jóváírási folyamatból adódó időszükségletét is tartalmazza. Ez utóbbi annak a folyamatnak az időigénye, amelynek kezdő időpontja az, amikor a kedvezményezett ügyfél hitelintézete a napközbeni elszámolást követően megkapja az ügyfele részére bejövő fizetési megbízás összegének fedezetét, végpontja pedig az, amikor már a kedvezményezett ügyfél rendelkezhet a részére bejövő összeg felett. A kétféle megközelítésben elméletileg eltérő az időtartamok kezdő időpontja is (az átvétel ideje, illetve a terhelés időpontja), a gyakorlatban azonban ezek az esetek döntő többségében lényegében meg-

egyező időpontok. A kiindulási pontok így tehát nagyjából azonos időpontnak tekinthetők, hiszen a fizetési megbízások átvétele során jellemzően azonnal megtörténik a fizető fél bankszámlájának a terhelése is.

2. Szabályozási környezet

A Magyar Nemzeti Banknak (MNB) a jegybanktvényben rögzített egyik alapvető feladata, hogy a pénzforgalom zavartalan lebonyolítását és az azt támogató fizetési és elszámolási rendszerek megbízható és hatékony működését biztosítsa. E feladata ellátása során az MNB

- részt vesz a fizetési és elszámolási rendszerek kialakításában és működtetésében,
- e rendszerek biztonságos és hatékony működése, továbbá a pénzforgalom zavartalan lebonyolítása érdekében folyamatosan figyelemmel kíséri (felvigyázza) azok működését,
- a pénzforgalom lebonyolításának alapvető, hitelintézetekre vonatkozó szabályait rendelet útján (MNB-rendelet¹) szabályozza,
- e szabályok hitelintézetek általi betartását hatósági jogkörében ellenőrzi.

2.1. Napközbeni átutalás 2012. július előtt

2012. július előtt is volt arra lehetőség, hogy az átutalási megbízás összegét ugyanazon a napon megkapja a kedvezményezett ügyfél, amely napon a fizető fél a megbízását elindította. Ezt – közvetlen résztvevő hitelintézetek között – ekkor még kizárólag az MNB által 1999 óta működtetett Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszer (VIBER) biztosította, amelyben a fizetési megbízások néhány perc alatt célba érhetnek. A VIBER elsődleges funkciója a bankok nagy értékű, időkritikus pénz- és tőkepiaci tranzakcióinak és sürgősséget igénylő, egyéb fizetési tranzakcióinak a lebonyolítására szolgál, amelyben az elszámolás és a teljesítés fedezetellenőrzéssel (bruttó elven), egy lépésben és valós időben történik meg (1. táblázat). A rendszer a tipikus fizetések mellett lehetőséget kínál a lakossági vagy vállalati ügyfelek akár kisebb összegű, de sürgősséget igénylő fizetési megbízásainak teljesítésére is, az ilyen jellegű forgalom azonban nem jelentős.

1 A jelenleg hatályos szabályozás a pénzforgalom lebonyolításáról szóló 18/2009. (VIII.6.) MNB-rendelet.

1. táblázat

A VIBER forgalma és főbb adatai (2013)

Elszámolt darab-szám (ezer db)	Érték (Mrd Ft)	Teljesítő fél (kiegyenlítés)	Elszámolóház	Résztevő intézmények száma (db)		Tipikus fizetések
				Közvetlen részttevő	Közvetett részttevő	
1417	1 287 582	MNB	MNB	45	132	<ul style="list-style-type: none"> – bankközi tételek: pl. pénz- és tőkepiaci ügyletek pénzüldali kiegyenlítése – BKR napközbeni átutalás és Posta Elszámoló Központ elszámolásainak kiegyenlítése – jegybanki tételek kiegyenlítése, pl. készpénzkezelés, betételhelyezés és egyéb jegybanki ügyletek

Forrás: MNB Fizetési Rendszer Jelentés 2014.

2012. július előtt nem voltak az MNB-rendeletben különleges, speciális szabályok a napon belüli teljesítésre, így a szabályozás a pénzforgalmi szolgáltatókat nem kényszerítette és nem is ösztönözte a VIBER-rendszer használatára. A hitelintézetek ennek megfelelően csak akkor teljesítették napon belül ügyfeleik átutalási megbízásait, ha ezt az igényt ügyfelük jelezte az átutalási megbízás megadása során, ezzel együtt felvállalta a BKR éjszakai elszámolásához képest lényegesen magasabb megbízási díjat is. A 2009. november 1. – 2012. június 30. közötti pénzforgalmi szabályozás a munkanapon, határidőben átvett fizetési megbízások teljesítésére csupán azt írta elő a fizető fél hitelintézete részére, hogy biztosítania kell azok összegének jóváírását legkésőbb az átvételt (terhelést) követő munkanap végéig a kedvezményezett ügyfél hitelintézetének számláján. Létezett ugyanakkor egy bankközi megállapodáson alapuló, önként vállalt norma, amelyben a VIBER igénybevételével történő átutalás továbbítás esetében két órán belüli teljesítést vállaltak a megállapodást aláíró pénzforgalmi szolgáltatók. Ezen önként vállalt kötelezettség betartását a fizető fél elvárhatta ugyan (a fizetett magasabb díj fejében), de a fizetési megbízások teljesítési szabályait tartalmazó MNB-rendelet alapján jogilag nem kérhette számon a számlavezető intézményen.

A BKR-ben 2012. július előtt kizárólag az éjszakai elszámolási modul működött, amely a terhelést követő banki munkanapra biztosítja az átutalt összeg megérkezését a címzett-höz. Ez a munkaszüneti napot megelőző napon (így jellemzően pénteken) indított fizetési megbízások esetében 3 napos időkülönbséget jelent a fizető fél fizetési számlájának megterhelése és a kedvezményezett ügyfél fizetési számlájának jóváírása között, ami ünnepnap-halmozódás esetében akár 4-5 nap is lehet. A BKR éjszakai moduljába a közvetlen részttevő hitelintézetek jellemzően késő délután vagy este küldik be a fizetési tranzakciókat a BKR-hez, maga az elszámolási tevékenység éjszaka zajlik, a kiegyenlítés – a hitelintézetek MNB-nél vezetett számláin – és a kedvezményezett ügyfelek bankszámlájának jóváírása pedig másnap kora reggel történik meg.

2.2. Napközbeni átutalás 2012. júliustól

Az átutalások nagy tömegének napközbeni elszámolásba terelése számos gazdasági előnyvel jár az ügyfelek részére. *Növekszik általa a gazdaság versenyképessége is, hiszen – elsősorban a rendszeresen tranzaktáló – vállalatok folyószámla-menedzselése hatékonyabbá válik. Előnye továbbá az ügyfelek kamatmegtakarítása, ami a folyószámlabetétből gazdálkodóknál kismértékben jelentkezik, ugyanakkor a folyószámla-hitelkeretből gazdálkodó vállalatoknál jelentős megtakarítást eredményez. A napon belüli átutalás előnyei ezért leginkább a vállalati ügyfélcsoportban csapódnak le, nem véletlenül volt a napközbeni átutalás bevezetése inkább vállalati igény (Kovács, 2013).*

Az MNB a hazai pénzforgalmi szolgáltatási színvonal emelése érdekében már 2008-ban célul tűzte ki, hogy a kis értékű fizetések (illetve azok jelentős része) napon belül is elszámolható legyen. A jegybank ezt azért tartotta fontosnak, *mert az 1994-ben bevezetett – akkor még modernnek számító – éjszakai elszámolási megoldás időközben elavulttá vált. Ekkorra már nemcsak a nyugati, hanem a kelet-európai országok többségében is a napon belül teljesített átutalás vált alapszolgáltatássá (Divéki et al., 2013).* A napközbeni átutalás bevezetésének feladata két elkülönülő, de a jegybanki cél szempontját tekintve összefüggő projekt mentén valósult meg:

- Egy 2010. október 12-én elfogadott jogszabály-módosítással² az MNB elérte, hogy az ügyfelek külön jelzése nélkül az átutalási megbízások nagy részére kötelező legyen a napközbeni teljesítés. Jelentős szolgáltatási színvonal-növekedés (értve ez alatt itt az ügyféltől ügyfélre tartó átutalási időszak lerövidülését) ugyanis csak úgy érhető el, ha a napközbeni átutalás igénybevétele nem az ügyfelek eseti – a korábbi gyakorlat alapján jelentős felárat vállaló – döntésének függvénye, hanem automatikusan és ezzel együtt nagy számban megvalósul. Az MNB-rendeletben meghatároztak egy olyan feltételrendszert, amelynek a fennállása esetén a fizető fél hitelintézetének nincs mérlegelési joga, köteles a feltételeknek megfelelő (átvett) átutalási megbízást napon belül teljesíteni. A jogszabályban azt írták elő, hogy a fizető fél pénzforgalmi szolgáltatójának – igazodva a napközbeni elszámolás ekkor még csak tervezett indulásához – 2012. július 1-jét követően biztosítania kell, hogy az ügyfelei által a tárgynapi teljesítésre meghatározott időszakon belül elektronikus úton benyújtott, belföldi forintátutalási megbízások összegét az átvételtől számított 4 órán belül eljuttatja a kedvezményezett ügyfél hitelintézetéhez, kivéve, ha a teljesítés pénznemek közötti átváltást (konverziót) igényel. Ez az úgynevezett *4 órás szabály*.
- A jogszabályalkotásra azért volt szükség, hogy kikényszerítse a változást, mert korábban sem a pénzforgalmi szolgáltatók, sem az ekkor még többségi banki tulajdonban lévő GIRO Zrt. önszántukból nem tettek lépéseket a napközbeni átutalás kialakítására. A GIRO Zrt. részéről ennek oka *részben az éjszakai elszámolás és az azt szolgáló, éjszakai elszámó-*

² 15/2010 (X. 12.) MNB-rendelet.

lási modul kifogástalan működése volt (Legeza, 2013:5). Hitelintézeti oldalról pedig az, hogy a projekt költségeit a bankszektor fedezte, miközben a bevezetés negatív pénzügyi következményei, azaz forrásoldalon az alacsonyan kamatozó folyószámla-betétállomány, eszközoldalon pedig a magas kamatozású folyószámlahitelkeret-használat csökkenése is náluk jelentkezett (Kovács, 2013).

- A jogszabályalkotáson túl egy új elszámolási rendszer kialakítására is szükség volt, amely az MNB terveinek megfelelően 2012. júliustól – a GIRO Zrt. üzemeltetésében – éles üzemmódban elindult. Ez a tulajdonképpeni napközi többszöri elszámolási modul, amelyben az átutalásokat napközben öt, egymástól elkülönülő ciklusban számolják el.
- Az MNB-rendelet nem említi elszámolási rendszert, így az új előírás elméletileg a VIBER használatával is elérhető lenne. Új elszámolási rendszer kialakítására azért volt szükség, mert a VIBER kapacitását³ tekintve nem alkalmas ekkora forgalom lebonyolítására, hiszen a rendszert nem ekkora forgalomra fejlesztették ki. A jogszabály által érintett tranzakciók darabszáma a korábbi éjszakai elszámolási modul tranzakcióinak körülbelül a felét tette ki (értékben ennél jóval nagyobb részt), ami a gyakorlatban napi több százezer tranzakciót jelent.

A szabályozás a kötelezően előírt 4 órán belüli teljesítési körön kívül lehetőséget adott a hitelintézeteknek arra, hogy saját döntésük alapján a szabályozás hatálya alá nem tartozó átutalásokat – például a papíralapon benyújtott vagy konverziót igénylő forintátutalásokat – is a napközi elszámolásba csatornázzák be.

A 4 órás szabály betartása kizárólag a fizető fél hitelintézetére vonatkozik. Az időkorlátba azért nem tartozik bele a kedvezményezett ügyfél hitelintézeténél történő, az ügyfél fizetési számlájának jóváírásáig tartó időszükséglet, mert arra a fizető fél pénzforgalmi szolgáltatójának nincs ráhatása, és információja sincs arról, hogy az valójában mikor valósul meg. Ugyanakkor a fizetési lánc jóváírási oldala is szabályozott az MNB-rendeletben, amely szerint a kedvezményezett ügyfelek pénzforgalmi szolgáltatói az elszámolásból eredően számlájukon jóváírt összegeket haladéktalanul⁴ kötelesek jóváírni a kedvezményezett ügyfelek fizetési számláin.

A napközi átutalásokat meghatározott időpontokban, 8:30-kor, 10:30-kor, 12:30-kor, 14:40-kor és 16:30-kor számolják el.⁵ Az elszámolás eredményét a GIRO Zrt. küldi meg a közvetlen résztvevő pénzforgalmi szolgáltatóknak, míg annak pénzügyi rendezése (ki-egyenlítés) a VIBER-ben történik (2. táblázat).

3 A VIBER elméleti napi rendszerkapacitása körülbelül 20 ezer darab elszámolt tranzakció. A gyakorlatban a napi átlagos tranzakciószám ennek körülbelül a negyede.

4 Az MNB-rendelet 21. §-a előírja, hogy a kedvezményezett pénzforgalmi szolgáltatójának a fizetési művelet összegét a saját számláján történt jóváírást követően haladéktalanul értékennapon kell ellátnia, és oly módon kell jóváírnia a kedvezményezett ügyfél fizetési számláján, hogy azzal az ügyfele azonnal rendelkezni tudjon.

5 Kivéve az ünnepnap-átrendeződés miatti, munkanapnak számító szombati napokon, amely napokon csak az első három elszámolási ciklusra kerül sor.

2. táblázat A BKR forgalma és főbb adatai (2013)							
Elszámoló modul	Elszámolt darabszám (ezer db)	Érték (Mrd Ft)	Teljesítő fél (kiegyenlítés)	Elszámolóház	Résztevő intézmények száma (db)		Típusos fizetések
					Közvetlen résztvevő	Közvetett résztvevő	
Éjszakai elszámolás	158 288	15 963	MNB ügyfélszámlavezető rendszer	GIRO Zrt.	39	130	– ügyfelek által papíron benyújtott átutalások – csoportos beszedés (pl. közüzemi számlák kifizetése) – Magyar Államkincstár tételei (pl nyugdíjak, családi pótlék, segélyek kifizetése)
Napközbeni elszámolás	155 326	59 278	MNB VIBER rendszer				– ügyfelek által elektronikus banki csatornán megadott egyedi, csoportos és rendszeres átutalások

Forrás: MNB Fizetési Rendszer Jelentés 2014

A fizetési megbízások nagy részének a napközbeni többszöri elszámolási rendszerben történő elszámolása a szolgáltatás színvonalának jelentős emelése mellett járulékos előnnyel is járt. Pozitív hatást gyakorolt a fizetési megbízások *árazására* (Divéki et al., 2013) azáltal, hogy sok tranzakció között oszlik meg az új elszámolás bevezetésének költsége. Ez pedig végső soron – a VIBER-átutalásoknak az MNB által későbbi visszamérése alapján – hatással volt az ügyfelek fizetési szokásaira is, hiszen a napközbeni átutalás működése alternatívát kínál a VIBER igénybevételével történő átutalásra, ráadásul annál jóval kisebb tranzakciós költséggel. *Az alkalmazkodás az új elszámolási rendszerhez azt jelentette, hogy a napközbeni átutalás indulása óta számos fizetési megbízást az ügyfelek – a korábbi gyakorlatuktól eltérően – már nem a VIBER-ben teljesítenek* (Luspay et al., 2014).

3. Az adatelemzés módszertana

A tanulmány elkészítéséhez valós historikus pénzforgalmi adatokat használtam, így a bemutatott eredmények nem szakértői becslésen alapulnak.

Az elemzés során a 2012. július 1. – 2013. december 31. közötti időszakból 17 hitelintézet küldött napközbeni átutalásaiból és 20 hitelintézet fogadott napközbeni átutalásaiból vettem mintát, összesen 6927 ezer, illetve 7327 ezer darabot. A mintavétel jellemzően egy-egy havi küldő és/vagy fogadó oldali forgalmat jelentett. Összességében így a BKR napközbeni

elszámolási moduljában a kezdeti másfél évben elszámolt átutalási forgalomból küldő oldalról nézve a tranzakciók 2,99 %-át, a fogadó oldalról nézve pedig a 3,16%-át vizsgáltam.

A későbbiekben részletesen is bemutatom, hogy elsősorban a fizető fél hitelintézetének egyes folyamatai hatással vannak az átutalás időhosszára. A minta reprezentatív jellegét a nagyszámú mintavételen felül ezért erősíti, ha azokat olyan hitelintézetek forgalmából választjuk ki, amelyeknek az összesített piaci súlya magas a napközbeni átutalásban. A piaci részesedést lehetne azon havi forgalmi adatok alapján is szemléltetni, amely hónapokat a mintavétel során az elemzésben figyelembe vettem. Ehelyett azonban az *egyes hónapok forgalma közötti szezonális eltérések* (Pál, 2013: 516–518) miatt a piaci részesedést a mintavétellel érintett hitelintézetek éves küldött napközbeni átutalásforgalma alapján mutattam ki (3. táblázat). A mintavétellel érintett hitelintézetek a 2013. évi forgalom alapján a teljes napközbeni elszámolási forgalom 64,7%-át, ezen belül a közvetlen résztvevők forgalmának – amelyekre a 4 órás szabály vonatkozik – 70,3%-át adták, így az elemzésbe bevont adatok és hitelintézetek jól reprezentálják a napközbeni átutalási forgalmat.

3. táblázat				
A BKR napközbeni elszámolásforgalmának megoszlása (2013)				
2013. évi napközbeni elszámolásforgalom adatai		Darabszám (ezer db)	Piaci részesedés (%)	
			Összesen a forga- lomhoz képest	Közvetlen résztvevők forgalmához képest
Összesen a napközbeni elszámolásforgalom		155 326	100,0%	
1.	– ebből a közvetett résztvevők küldött forgalma	12 368	8,0%	
2.	– ebből a közvetlen résztvevők küldött forgalma	142 958	92,0%	100,0%
2.1	Az elemzésbe bevont hitelintézetek küldött forgalma	100 495	64,7%	70,3%
2.2	Egyéb, az elemzésbe be nem vont hitelintézetek forgalma	42 462	27,3%	29,7%

Forrás: Saját számítás a jegybank felé teljesített (nem nyilvános) P38 jelű adatszolgáltatás alapján

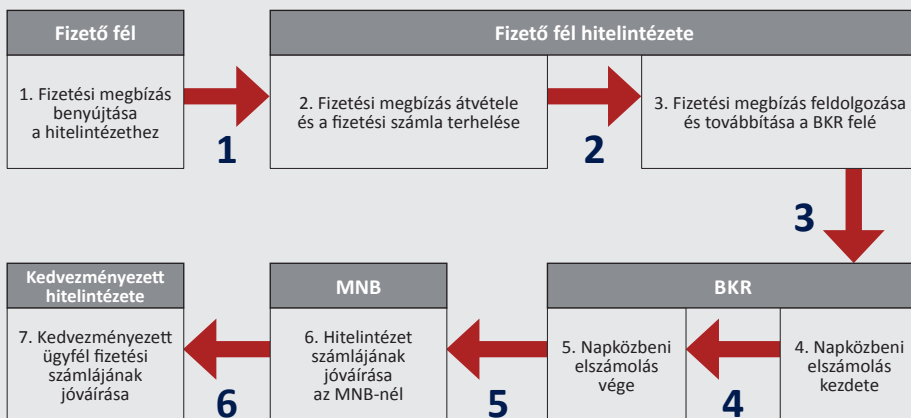
Az elemzés során az átutalások időszükségletét nem a teljes fizetési láncra (1. ábra) vonatkozóan, hanem csak az ügyfél bankszámlájának terhelésétől (az 1. ábra 2. pontja szerinti időpont) kezdődően mértem. Ennek az az oka, hogy a fizetési megbízás elektronikus banki csatornán való benyújtása – ami a fizetési megbízás rögzítése utáni elektronikus aláírással/ jóváhagyással valósul meg – banki nyitvatartási időn kívül is megtörténhet. Ilyen esetben az MNB-rendelet szerinti átvételi idő a következő banki munkanap kezdetére esik, feltéve, hogy van a teljesítéshez elegendő fedezet. Így egy késő délután vagy éjjel benyújtott fizetési megbízás esetében az átvétel ideje másnap reggelt, egy hétvégén benyújtott fizetési megbízás esetében pedig hétfő reggelt jelent, ha ezek a napok egyébként a fizető fél hitelintézeténél munkanapnak számítanak.

A rendelkezésre álló adatbázis tartalmazta a benyújtási időpontokat is, azonban egy ettől az időponttól kezdődő időhosszmérésnek nehéz lenne közgazdasági tartalmat tulajdonítani.

A fizetési megbízásokat ugyanis munkanapon kívül is benyújthatják, ezek átvételi időpontja pedig ilyen esetben későbbre, a következő munkanapra esik. A hitelintézetek ekkor a benyújtást követően nem, csak a következő munkanap reggelén (az átvételkor) terhelhetik meg ügyfelük fizetési számláját. Például, ha egy ügyfél péntek este 23:15-kor nyújtja be a fizetési megbízását, és abban nem jelöl meg későbbi terhelési napot, akkor a bankja a terhelést automatikusan a következő munkanapon, azaz hétfőn reggel, a rendszereik napnyitásától függően nagyjából 6 és 8 óra között fogja elvégezni. A benyújtás ideje után, de még a hétfői átvételi, illetve terhelési időpontig az ügyfél akár úgy is dönthet, hogy a megbízását visszavonja, vagy elköltheti annak fedezetét a bankkártyájával. Mivel a fizetési megbízást – a példánál maradva – a hitelintézetek hétfőn terhelik a fizető fél fizetési számláján és az aznapi első elszámolási ciklusban teljesítik, annak fedezete hétfőig még az ügyfél bankszámláján kamatozik, függetlenül a benyújtás időpontjától. A tranzakció teljesülése szempontjából tehát nincs különbség a között, hogy az ügyfél a fizetési megbízását a fenti példa szerinti péntek esti időpontban, vagy a hétvége során egyéb időpontban, esetleg hétfőn hajnalban nyújtja be, hiszen azt mindegyik esetben a hétfői első ciklusba kerül továbbításra elszámolás céljából. Ezen ok miatt a benyújtási időtől számított mérés jelentősen torzítaná a valós, a teljesítéshez szükséges időszükséglet adatait, nem is beszélve az akár hetekkel vagy hónapokkal a fizetési megbízásban megjelölt teljesítési nap előtt benyújtott fizetési megbízásokra.

1. ábra

A fizetési lánc szakaszai két közvetlen résztvevő hitelintézet esetében



Forrás: saját szerkesztésű folyamatábra

Az ügyféltől ügyfélig tartó átutalások átlagos időszükséglete többféle módon is meghatározható. Legegyszerűbben és legpontosabban ez az időhossz úgy mérhető, hogy a valós bankszámla-terhelési időpontokhoz hozzárendeljük azok valós ügyfélbankszámla-jóváírási adatait. Ebben az esetben a két időpont közötti időszak adná a végeredményt, amihez viszont arra lenne szükség, hogy ugyanazon időszakra álljanak rendelkezésre a napközbeni

átutalások terheléseit és jóváírásait tartalmazó adatok. Ilyen széleskörű adatbázissal az MNB nem rendelkezik, ugyanakkor a 2012. július 1 – 2013. december 31. közötti időszakból rendelkezésre álltak egyedi adatszolgáltatásból⁶ származó adatok. Ezekből a jellemzően egy-egy havi adatokból mértem meg az átutalások időhosszát. A mérés során hitelintézetként külön-külön meghatároztam az 1. ábra 2.–6. nyilaival által jelölt szakaszidőket.⁷ Ezeknek a teljesített átutalás darabszámával súlyozott átlagai adták ki a mintában szereplő összes hitelintézet adott (2.–6. nyíllal jelzett) valamely szakaszára jellemző, átlagos időtartamot. E szakaszidők összeadva jelentik végső soron a fizető fél hitelintézetétől a kedvezményezett ügyfélig tartó átlagos átutalási időtartamot.

A súlyozott átlagszámítással figyelembe vettem, hogy minél nagyobb pénzforgalmat bonyolított le egy hitelintézet, annál meghatározóbb a saját folyamataiból, illetve az ügyfelei fizetési szokásaiból adódó időszükséglet. Például az 1. ábra 2. nyila által jelzett időszakasz mérése:

- ha „A” hitelintézet egy hónap alatt 50 ezer darab fizetési megbízást vett át teljesítésre és azt a terheléstől számítva átlagosan 30 perc alatt küldte el a BKR-nek, míg
- „B” hitelintézet ugyanezt átlagosan 45 perc alatt teljesítette, de csak 10 ezer darab fizetési megbízást nyújtottak be ügyfelei, akkor
- e két hitelintézet együttesen az átvételtől számítva 32,5 perc alatt juttatta el a 60 ezer darab átutalási megbízását a napközi elszámolásba.

A súlyozással meghatározott szakaszidők és ezek összegzése önmagában nem torzítják a végeredményt, hiszen a számított időszükségletet a hitelintézetek rendszereinek és folyamatainak jellemzői határozzák meg és nem az, hogy melyik hónap adataiból vesszünk mintát. A vizsgált időszakban természetesen voltak olyan hónapok, amelyek esetében több hitelintézet pénzforgalmi adatai is rendelkezésre állnak, így az ezek közötti valós időszükséglet mérhető lett volna. Ezt mérve azonban a rendelkezésre álló teljes adatbázisból csak egy nagyon szűk mintára lehetett volna megállapítani az átutalások időszükségletét, ami miatt a kapott eredményt nem lehetett volna reprezentatívnek tekinteni, azaz végső soron nem lehetett volna általánosan kivetíteni a teljes hitelintézeti szektorra.

Az 1. ábrában nyilakkal jelzett időszakaszoknak a hitelintézeteket jellemző, átlagos ideje a rendelkezésre álló adatbázisból már teljes körűen mérhető volt, hiszen a terhelési és BKR-be küldési időpontokat tartalmazta a hitelintézetektől származó adatbázis, így ciklusonként meghatározható volt a fizetési számlák terhelési és BKR-be küldési ideje között eltelt átlagos időtartam. Ismert volt továbbá a GIRO-tól származó, egyéb adatszolgáltatásból minden nap minden ciklusára az elszámolás idejének tényleges kezdete és vége is.

⁶ Pénzforgalmi hatósági ellenőrzések során bekért adattáblák.

⁷ A 4. és 5. nyíl szerinti szakaszidőket együttesen számítottam ki, mert az 5. nyíl szerinti időszakasz önmagában rendkívül rövid intervallumot adna, azonban a folyamat miatt az 1. ábrán külön szemléltetem.

Utóbbinál az elemzésben valójában az elszámolás kiegyenlítésének időpontját (a VIBER rendezés idejét) vettem figyelembe. Ezen egyedi hitelintézeteket jellemző adatok pedig forgalomarányosan súlyozva adták ki az elemzésbe bevont összes hitelintézetet jellemző szakaszidőket. Hasonlóan határoztam meg a jóváírások átlagos időszükségletét is, ahol a kedvezményezett hitelintézetek oldaláról vizsgáltam, hogy a napközbeni elszámolás végétől (az elszámolás kiegyenlítési időpontjától) átlagosan mennyi idő telt el addig, amíg az átutalt összeg az ügyfelek fizetési számláján jóváírásra került. Fontos megjegyezni, hogy a jogszabály a 2.–5. nyilakkal jelzett időszakok lebonyolításának maximális időkeretére határozza meg a 4 órás szabályt, de az elemzésben a 6. nyil szerinti időszakot is mértem.

A fizetési megbízások átvétele és terhelése nem szinonim szavak, bár az esetek döntő többségében ez a két időpont egybeesik. A fizetési megbízások átvétele és terhelése jellemzően abban az esetben történik meg egy időben, ha azokat a banki nyitva tartás ideje alatt nyújtják be, és egyúttal a teljesítésükhöz szükséges fedezettel is rendelkeznek. Ilyenkor gyakorlatilag a benyújtás pillanatában átvételre kerül a fizetési megbízás, és ugyanekkor megtörténik a fizető fél bankszámlájának terhelése is. Ilyen egybeesésnek tekinthető az is, amikor egy munkanap reggelén (napnyitáskor) a hitelintézet megkezdí az előző nap zárásától aznap reggel napnyitásig elektronikus csatornán benyújtott fizetési megbízások feldolgozását, azaz a jogszabály szerinti átvételét, és ezen időpontban meg is terheli a fizetési számlákat. Olyan, viszonylag ritkán előforduló esetben nem esik egybe a két fogalom szerinti időpont, amikor a hitelintézet nem tudja a beérkezett fizetési megbízás terhelését elvégezni, holott arra az ügyfélnek megvan a szükséges fedezete. Ez előfordulhat például (hitelintézeti rendszertől függően) a sorban álló fizetési megbízásoknál, ha a fedezet beérkezését követően (amely ez esetben a 4 órás teljesítési határidő szempontjából egyben az átvételi időnek is tekinthető) nem azonnal, hanem esetleg csak néhány perc múlva történik meg a sorban álló fizetési megbízás összegének a bankszámlán való terhelése. De ilyennek minősül az is, ha valamilyen technikai probléma miatt nem tudja a hitelintézet a teljesítésre meghatározott időszakon belül beérkezett fizetési megbízás esetében a bankszámlaterhelést azonnal elvégezni.

4. Közvetlen résztvevő hitelintézetek közötti napközbeni átutalás időtartama

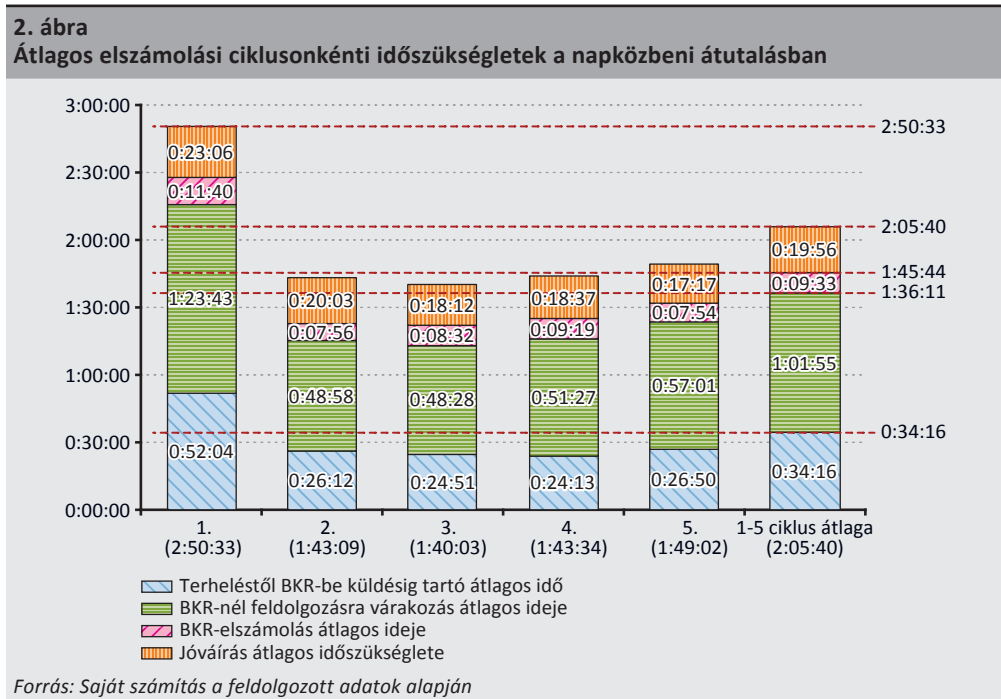
A módszertanban bemutatottak szerint a fizetési megbízások teljesítési időszükségletének mérése szakaszonként, összesen 4 részre tagolva valósul meg, amely szakaszidők összegzése adja ki az átutalás időszükségletét. Ezek a szakaszok sorrendben a következők:

1. szakasz: a fizetési megbízások terhelési időpontjától azok BKR-be küldési időpontjáig tartó időszak;

2. szakasz: az elszámolásra várakozás ideje a BKR-ben, amely az 1. szakaszt lezáró időponttól a napközbeni elszámolás valós kezdeti időpontjáig tart. Kezdeti időpontként a tényleges elszámolási ciklus „napközbeni elszámolásra befogadás záró időpontját” vettem figyelembe. Ez a szakasz tartalmát tekintve az, amikor a fizető fél hitelintézete már elvégezte a fizetési megbízás teljesítéséből rá háruló összes feladatát, ugyanakkor a BKR még nem kezdte meg a soron következő ciklus elszámolását;
3. szakasz: a napközbeni elszámolás időszakasza, amely a 2. szakaszt lezáró időponttól a hitelintézetek számlájának az MNB-nél történt jóváírásáig tart. E szakaszban nem kizárólag magának az elszámolásnak az időigényét vettem figyelembe, hanem az elszámolás eredményének kiegyenlítési időigényét is;
4. szakasz: a jóváírás időszükséglete, amely a 3. szakaszt lezáró időponttól a kedvezményezett ügyfelek bankszámláján való jóváírási időpontig tart. E szakasz lényegében attól az időponttól indul, amikor a kedvezményezett hitelintézeteknek a jogszabály szerinti „haladéktalan jóváírási kötelezettsége” elkezdődik és addig tart, amíg e feladatot elvégzik.

4.1. A napközbeni átutalások átlagos időszükséglete

Az 1–4. pontban jelzett időszakshosszokat elszámolási ciklusonként megbontva és összesítve (1–5. ciklus átlaga) a 2. ábra szemlélteti.



A feldolgozott adatok alapján átlagosan 2 óra 5 perc szükséges ahhoz, hogy egy átutalás a fizető fél bankszámlájának terhelésétől kezdve eljusson a kedvezményezett ügyfél bankszámlájára. Ebből átlagosan 34 percet igényel az 1. szakasz (27,3 %) és 1 óra 2 percet a 2. szakasz (49,3 %). Mindkét szakasz a küldő hitelintézetétől függ, hiszen nemcsak a terheléstől a BKR-be küldésig tartó idő hosszát határozza meg, hogy a fizető fél hitelintézete ezt mennyi idő alatt végzi el, hanem a fix időpontnak tekinthető elszámoláskezdeti időök miatt a küldő hitelintézetétől függ az is, hogy mennyi ideig fog az általa beküldött átutalás az elszámolásra várakozni.

Az első két szakasz hosszának egymáshoz viszonyított arányára hatással van az is, hogy milyen a fizető fél hitelintézetének a BKR-hez történő tranzakcióküldési folyamata. A hazai gyakorlatban alapvetően kétféle küldési folyamatot lehet megkülönböztetni. Az első esetben a hitelintézet mindig egy általa meghatározott, az elszámolás induló időpontjához közeli fix időpontban (például 8:15-kor, 10:15-kor, 12:15-kor stb.) kezdi meg a tranzakciók feldolgozását és BKR-hez küldését, míg a második esetben a feldolgozás és küldés gyakorlatilag folyamatosan történik, és akkor küldik el, ha a feldolgozott tranzakciók elérnek egy előre meghatározott darabszámot (pl. 500, 1000, 1500 stb. darab). A fix időpontban történő küldés elsősorban a kisebb pénzforgalmat lebonyolító hitelintézetekre jellemző, míg a folyamatos feldolgozás és küldés a nagyobb szereplők esetében gyakori.

A 3. mért időszakasz mutatja az elszámolás és kiegyenlítés (BKR-től és MNB-től függő) átlagos időszükségletét, ami kevesebb, mint 10 perc, azaz a teljes időszükséglet mindössze 7,6%-a. A kedvezményezett hitelintézetek jóváírási ideje pedig mintegy 20 perc, ami a teljes mért időszükséglet 15,9%-a.

Ahogy korábban már többször hangsúlyoztam, a jogszabály által előírt 4 órás időkeretnek nem része a kedvezményezett hitelintézet jóváírási folyamata. Amennyiben tehát eltekinünk ettől a szakasztól, akkor a fizetési tranzakciók a terheléstől számítva átlagosan 1 óra 45 perc alatt jutnak el a kedvezményezett ügyfelek hitelintézetéhez, vagyis a napközbeni átutalások teljesítése során a hitelintézetek nem használják ki a jogszabály által biztosított maximum 4 órás időkeret felét sem (44%). A napi átlagon belül külön megvizsgálva a 2–5. ciklusokat, már csak 1 óra 25 perces átlagos teljesítési időt kapunk, ami a rendelkezésre álló időkeretnek mindössze a 35%-a.

4.2. A napközbeni átutalások időhosszának eloszlása

Az átutalási megbízások teljesülésének időszükségletére hatással van, hogy az ügyfelek a BKR fix ciklusidejéhez képest mikor nyújtják be fizetési megbízásukat. *A fizetési tranzakciók megoszlása nemcsak éves, havi és heti szinten, hanem akár napon belül is jelentős*

eltérést mutathat (Pál, 2013:532–533). Nyilvánvaló, hogy egy reggel 7 órakor benyújtott (és a fizetési számlán terhelt) átutalási megbízásnak hosszabb lesz a teljesítési időszükséglete, mint egy 8 órakor benyújtottnak, hiszen többet fog várakozni a napközbeni elszámolás kezdetének fix (jelen esetben 8:30-as) időpontjáig. Az átutalások általánosan mért négy szakasza szélsőséges esetben akár 20 perc alatt is teljesülhet. Ez akkor fordulhat elő, ha az ügyfél a napközbeni elszámolási ciklus kezdete előtt pár perccel nyújtja be az átutalási megbízását, de még olyan időpontban, amikor a hitelintézet el tudja küldeni azt a soron következő napközbeni elszámolási ciklusba. Ez azonban önmagában nem elégséges feltétel, hanem még az is szükséges, hogy a kedvezményezett olyan hitelintézet ügyfele legyen, amely az elszámolás VIBER-ben történő kiegyenlítését követően néhány percen belül jóváírja azt az ügyfele fizetési számláján. Ugyanígy természetesen a négy szakaszt együttesen jellemző 2 óra 5 perces átlagos időt akár jelentősen is meghaladhatja a teljesítés időszükséglete.

A gyakorlatban tehát az egy ciklusban elszámolt átutalások időhossza tranzakción szinten nagyon széles skálán mozoghat. Azt, hogy a tranzakciók milyen időintervallumban teljesülnek, két lépésben vizsgáltam, ugyanis az átlagszámításnál alkalmazott 4 szakaszra nem lehetett szakaszonként elkülönített becslést alkalmazni. Mint a 4.1. pontban bemutattam, az első két szakasz hossza nem független egymástól, hiszen az előre meghatározott, fix időpontban a tranzakciókat BKR-be küldő hitelintézeteknél az 1. szakasz, míg a darabszámlimitet alkalmazók esetében a 2. szakasz hossza a dominánsabb (előbbinél a terhelt átutalás a hitelintézetnél, utóbbinál a BKR-nél várakozik többet). Az első lépésben így az első három szakasz – ami a tulajdonképpeni 4 órás szabályt fedi le – együttes időhosszának eloszlását, második lépésben pedig a 4. szakasz, tehát a kedvezményezett hitelintézet jóváírási folyamatának időhossz-eloszlását vizsgáltam (4. táblázat). A két lépésben meghatározott időintervallumok függetlenek egymástól, emiatt azok eredményül kapott időhosszadatai összeadhatók.

Az eloszlás meghatározását az átlagszámítás során figyelembe vett tranzakciókból vett szűkebb mintára, 90%-os konfidenciaszinten végeztem el, ami azt mutatja meg, hogy a tranzakciók 90%-a milyen időintervallumban teljesült a mintában. A szűkített mintavétel során törekedtem arra, hogy a minta átlagos időszükséglete megegyezzen a feldolgozott összes tranzakció (6927 ezer darab küldött és 7327 ezer db fogadott tranzakció) átlagos időszükségletével. Az első három szakasz eloszlását 1610 ezer darab átutalás alapján mértem; azok átlagos átfutási időszükséglete mindössze egy perccel volt kisebb, mint a 4.1. pontban ismertetett, összes küldött átutalás esetében. A kedvezményezett hitelintézetek jóváírásra felhasznált idejének eloszlását 1574 ezer darabos minta alapján mértem, amelynek esetében az átlagos jóváírási időszükséglet megegyezett az összes feldolgozott jóváírási tranzakció átlagos időszükségletével. Ezen felül – az első ciklus specialitása miatt – megkülönböztettem az első és a 2–5. ciklusban elszámolt tranzakciók időszükségletének eloszlását.

4. táblázat
Átutalások időhosszának megoszlása

	Ciklus	1–3. szakasz			4. szakasz			1–4. szakasz		
		minta elemszáma	alsó érték	felső érték	minta elemszáma	alsó érték	felső érték	alsó érték	felső érték	intervallum hossza
		(darab)	(óra:perc)	(óra:perc)	(darab)	(óra:perc)	(óra:perc)	(óra:perc)	(óra:perc)	(óra:perc)
Megbízhatósági szint 90%	1.	578 398	0:49	2:56	542 730	0:09	0:45	0:58	3:41	2:43
	2–5.	1 031 695	0:29	2:20	1 030 804	0:07	0:33	0:36	2:53	2:17

Forrás: Saját számítás a feldolgozott adatok alapján

Az első három szakasz átlagos időigénye a 4.1. pontban bemutatottak szerint az első ciklusban 2 óra 27 perc, a többi ciklus esetében 1 óra 25 perc. Az átfutási idő a tranzakciók 90%-a esetében az első ciklusban 49 perc és 2 óra 56 perc közé, a többi ciklus esetében pedig 29 perc és 2 óra 20 perc közé esett. Az első ciklusban az átfutási idők eloszlása balra elnyúló, így az nem szimmetrikus, szemben a többi ciklussal, ahol az átfutási idők eloszlása már egymódusú szimmetrikus eloszlást követ.

Össességében megállapítható, hogy az első ciklusban a tranzakciók átfutási ideje a 4. szakaszban együttesen (90%-os konfidenciaszint mellett) 2 óra 43 perc hosszúságú időintervallumba esik, 58 perc és 3 óra 41 perc szélsőértékek között. Ugyanez a 2–5. szakaszok esetén fél órával szűkebb, 2 óra 17 perces intervallumban valósul meg 36 perc és 2:53 perces szélsőértékek között.

5. Közvetett és közvetlen résztvevő hitelintézetek közötti napközbeni átutalások

A közvetett résztvevőkre más teljesítési határidőt határoz meg a jogszabály, esetükben 4 óra helyett 6 óra áll rendelkezésükre, hogy a fizetési megbízás összege az átvételtől számítva eljusson a kedvezményezett ügyfél hitelintézetéhez. A megkülönböztetés oka az, hogy a közvetett résztvevő hitelintézetek egy közvetlen tagon (levelezőbankon) keresztül kapcsolódnak a BKR-hez, így az ebből fakadó többletidő-szükségletet a szabályozás figyelembe veszi, és így maximálisan 2 óra többletidőt biztosít az átutalási megbízás teljesítésére.

Közvetett résztvevők jelenleg az integrált takarékszövetkezetek, az integrált takarékszövetkezetből korábban kivált és bankká alakult hitelintézetek, valamint a jelzálogbankok.⁸ Az integrált takarékszövetkezetek közös jellemzője, hogy pénzforgalmi számlájukat nem az MNB, hanem az MTB vezeti, így nincsenek közvetlen kapcsolatban a BKR-rel, ezért az éjszakai és a napközibeni elszámolást is az MTB-n keresztül érik el. Az MTB nem pusztán közvetítő (adattovábbító) tevékenységet végez, hanem egyfajta „kvázi” elszámolási tevékenységet (integráción belüli belső feldolgozást) is folytat. Küldés során az általa számlavezetett (levelezett) hitelintézetektől beérkezett fizetési megbízásokat először feldolgozza, majd a feldolgozás eredményét továbbítja a BKR-hez, vagy – amennyiben a kedvezményezett ügyfél hitelintézetének a számláját is az MTB vezeti – közvetlenül a kedvezményezett hitelintézetéhez. Az utóbbi körbe tartozó fizetési megbízásokat tehát nem is továbbítják a BKR napközibeni többszöri elszámolásába, így azok a jelen elemzés tárgyát sem képezik.

5.1. Egy közvetett résztvevő ügyfele által indított és közvetlen résztvevőnél jóváírt átutalás időtartama

A közvetett résztvevők ügyfelei által indított napközibeni átutalásokról nincsenek az elemzés szempontjából megbízható adataink. Rendelkezésre állnak ugyan néhány ilyen hitelintézet-től is a tranzakciókat tartalmazó adatbázisok, amelyek tartalmazzák a kimenő napközibeni átutalások terhelési és MTB-hez küldési időpontjait, de arról már nincsen pontos információnk, hogy a tranzakciókat – az MTB levelezőbanki feladatának elvégzését követően – ténylegesen melyik ciklusban számolták el. Ennek hiányában pedig nem állapítható meg pontosan, hogy ezek a fizetési tranzakciók mikor értek oda a kedvezményezett ügyfél hitelintézetéhez.

Az MTB meghirdet a levelezett hitelintézetei számára olyan időpontokat, ameddig vállalja az addig hozzá beküldött tranzakciók adott elszámolási ciklusba való továbbítását. A napközibeni elszámolás indulásakor a 7:30-ig hozzá eljutó napközibeni átutalásokra vállalta, hogy azokat – normál üzemmenet esetén – eljuttatja az első ciklusba. Az elemzésem során az MTB által közzétett időpontokat alapul véve 2 óra 16 perces átlagos időszükségletet mértem.⁹ A feldolgozott adatok alapján mért időhossz tehát mindössze 11 perccel volt hosszabb a közvetlen résztvevők közötti napközibeni átutalásnál tapasztalt időszükségletnél. Ez úgy lehetséges, hogy az MTB levelezőbanki tevékenységének időszükséglete nem teljes mértékben adódik hozzá az összes időszükséglethez. A terheléstől az MTB-hez továbbításig tartó időszakasz a közvetett résztvevőknél átlagosan mindössze 15 perc volt, ami 19 perccel kevesebb, mint a közvetlen résztvevők esetében tapasztalt, a terheléstől a BKR-hez küldésig

8 A jelzálogbankok speciális számlákat vezetnek ügyfeleiknek, és az ügyfélszámláról indított átutalások is speciális műveletek, ezért azok nem szerepelnek a tanulmányban.

9 A mérést 5 közvetett résztvevő hitelintézet összesen 50 ezer darab kimenő tranzakciójából számítottam ki.

tartó időszak. Ugyanakkor a közvetett résztvevők esetében az MTB-hez küldéstől számítva 1 óra 32 perc telt el az elszámolás kezdetéig (ez együttesen tartalmazza az MTB-nél és a BKR-nél elszámolásra várakozás idejét, valamint az MTB belső elszámolási idejét is), míg a közvetlen résztvevők esetében ez 30 perccel kevesebb volt. Igaz, esetükben az 1 óra 2 perces időszak teljes egészében az elszámolásra várakozás idejéből állt.

A mért adat azért minősül tájékoztató jellegűnek, mert a feldolgozás során nem volt arról információ, hogy a jelzett határidők után néhány perccel az MTB-hez továbbított napközi átutalások nem juthattak-e el esetenként mégis az MTB által jelzett ciklus előtti elszámolásba vagy fordítva. Konkrétan, nem volt megállapítható, hogy előfordultak-e a feldolgozott adatok között olyan napközi átutalások, amelyeket ugyan például 7:31–7:35 közötti időszakban küldtek meg az MTB-nek, mégis bekerültek már a BKR első elszámolási ciklusába. Ugyanígy lehettek akár olyanok is, amelyeket például 7:25–7:29 között továbbítottak az MTB-hez, de végül azokat mégis csak a 2. ciklusban számolták el.

5.2. Egy közvetlen résztvevő ügyfele által indított, közvetett résztvevő által fogadott átutalás időtartama

Egy közvetlen résztvevő által indított és az MTB-nél, vagy valamely levelezett hitelintézet ügyfelénél jóváírt napközi átutalás esetében átlagosan 3 óra 7 perc volt szükséges ahhoz, hogy azt a kedvezményezett ügyfélnél jóváírják. Ez 49%-kal hosszabb idő, mint amit közvetlen résztvevő hitelintézetek esetében mértünk.

Az átutalás átlagos időszükséglete a fizető fél hitelintézetét és az elszámolás időszükségletét tekintve ugyanaz, mint a 4.1. pontban bemutatott 1–3. szakasznál, azaz átlagosan 1 óra 45 perc, hiszen a fizető fél hitelintézetének szempontjából mindegy, hogy a kedvezményezett ügyfél mely belföldi hitelintézet ügyfele. A folyamat alapvetően az elszámolást követően tér el, hiszen az elszámolás eredményét és annak fedezetét is közvetlenül az MTB kapja meg a BKR-től. A levelezett hitelintézetekhez pedig ez az eredmény egy belső elszámolási tevékenységet követően jut el, ami miatt a közvetlen résztvevőkhöz képest jelentősen meghosszabbodik a napközi átutalások időszükséglete. A vizsgált adatok alapján az elszámolások VIBER-ben történő kiegyenlítését követően átlagosan 1 óra 22 perc telt el addig, amíg a fizetési megbízásokat a levelezett bank ügyfeleinél jóváírták. Ennek az időnek a jelentős részét az MTB belső elszámolási tevékenysége, kisebb részét pedig a levelezett hitelintézetek jóváírási ideje tette ki.¹⁰

10 A mérést 4 közvetett résztvevő hitelintézet összesen 72 ezer darab bejövő tranzakciójából számítottam ki.

6. A napközbeni átutalások egyes sajátosságai

A feldolgozott adatok alapján megvizsgáltam, hogyan oszlik meg a napközbeni átutalások darabszáma az egyes elszámolási ciklusok között, és ez – arányait tekintve – illeszkedik-e a teljes forgalomhoz viszonyított megoszlásához. Külön elemeztem továbbá az első ciklus időmehosszabbodásának lehetséges okait, illetve a szakaszidőkre bontott mérésből külön foglalkoztam a leghosszabb szakasszal.

6.1. A feldolgozott átutalások száma és ciklusonkénti megoszlása

Mint korábban már említettem, a mintavétel során összesen 6927 ezer darab BKR-be küldött és 7327 ezer darab BKR-ből fogadott napközbeni átutalást vizsgáltam. A ciklusonként mért küldött, illetve jóváírt napközbeni átutalások száma között (3. *ábra* alsó két trendvonala) nem volt jelentős különbség.

Égészen más a helyzet azonban, ha a napközbeni átutalások számának ciklusonkénti megoszlását nézzük, mivel az első ciklusban számolják el a legtöbb átutalást. Ennek egyrészt az az oka, hogy az első ciklus előtt a leghosszabb az az időszak, amikor az ügyfelek fizetési megbízást nyújthatnak be (az előző munkanap zárásától az adott munkanap nyitásáig, azaz nagyjából 15-16 órától másnap reggel 8:00–8:30 közötti időpontig). Ez az időszak ráadásul közbeeső munkaszüneti nap(ok) esetén még jelentősen meg is hosszabbodhat. Másrészt az első ciklus darabszámát növeli az is, hogy reggel kerülnek terhelésre a korábbi napon benyújtott olyan átutalási megbízások is, ahol az ügyfél a megbízásában későbbi napi teljesítést jelölt meg, valamint itt számolják el a rendszeres átutalási megbízásokat is. Mindezek eredményeként a feldolgozott adatok alapján megállapítható, hogy az első ciklusban kétszer annyi tranzakciót számoltak el, mint a többi ciklusban; az első ciklus darabszáma egészen pontosan a 2–5. ciklusok átlagos darabszámának a 199%-a volt.

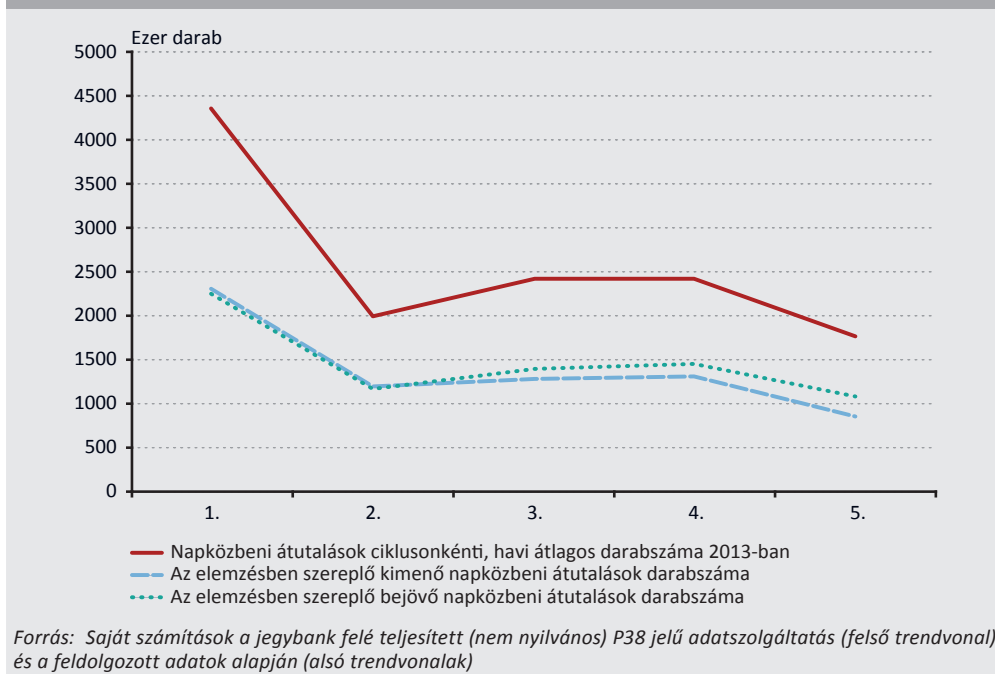
Érdeemes azt is megvizsgálni, hogy a teljes körű napközbeni átutalási forgalomhoz képest mutat-e jelentős különbséget a mérésben szereplő hitelintézetek első ciklusbeli forgalma. Jelentős különbség esetén ugyanis a 4.1. pontban számított, átlagos időszükséglet-adatok megbízhatósági szintje csökkenne, hiszen ha a teljes napközbeni átutalási forgalmat tekintve még nagyobb arányú az első (a leghosszabb időszükségletű) ciklus forgalma, az azt jelentené, hogy a mért adat feltehetően a valósánál kisebb átlagos időszükségletet mutat. Ha pedig a teljes forgalomban csak például a másfélszerese az első ciklusban mérhető forgalomnövekedés a többi ciklus átlagának, akkor feltehetően a teljes forgalmat jellemző időszükséglet kisebb, mint amit a mérésben tapasztaltam. A 3. *ábra* felső trendvonala darabszámban mutatja a 2013-as teljes napközbeni átutalási forgalom havi szintre le-

bontott ciklusonkénti forgalommegoszlását. Az összes (közvetett és közvetlen) résztvevő adatai alapján az első ciklusban szintén kétszeres (202%) forgalom bonyolódott le a 2–5. ciklusok átlagához képest.

Megállapítható tehát, hogy az elemzésben szereplő, feldolgozott napközbeni átutalások ugyanolyan ciklusonkénti megoszlást mutatnak (lásd 3. ábra trendvonalai), mint ami a teljes napközbeni átutalási forgalmat jellemzi, továbbá az első ciklus mért és valós forgalma arányaiban egyforma mértékben tér el a többi elszámolási ciklus forgalmától, így a mért időszükséglet-adatokban nem feltételezhető torzítás az eloszlás alapján.

3. ábra

A napközbeni átutalások elszámolási ciklusonkénti darabszáma, megoszlása



6.2. Az első elszámolási ciklus meghosszabbodásának oka

Tekintettel arra, hogy az első ciklus hossza jelentős eltérést mutatott a többitől, fontosnak tartottam megvizsgálni, hogy ezt mi idézi elő. Az időhosszabbodás infrastrukturális okra nem vezethető vissza, mivel a hitelintézetek minden egyes ciklusban ugyanazt a számítástechnikai infrastruktúrát használják, továbbá a számlavezető rendszerek szempontjából mindegy, hogy egységnyi terhelési vagy jóváírási tranzakció fut rajtuk. Ha az automatizált terhelési vagy jóváírási folyamat már elindult, akkor nincs lényeges időkülönbség például 100 darab terhelés vagy 100 darab jóváírás időszükséglete között.

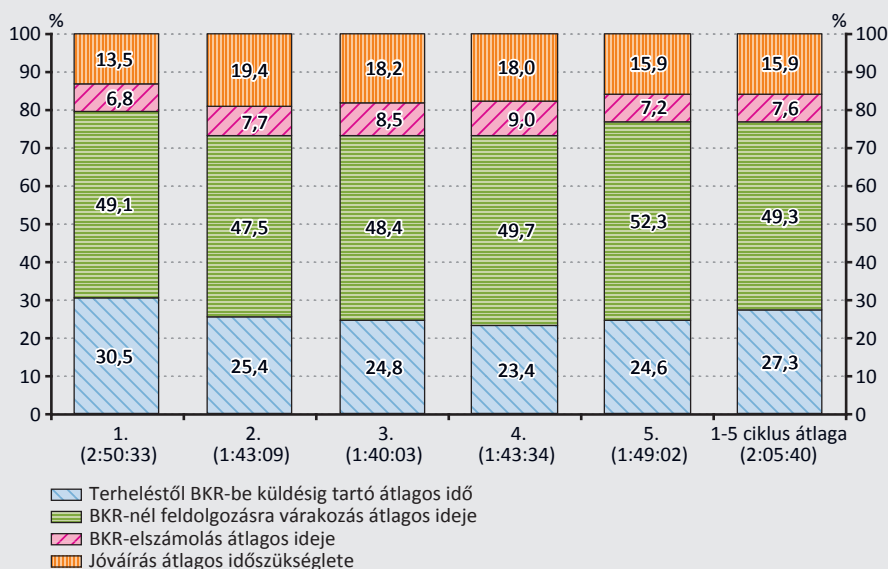
Ezek után két okot tudtam beazonosítani, amelyek az első ciklus meghosszabbodásának hátterében állhatnak:

- a 3. ábrán bemutatott, első ciklust jellemző magasabb tranzakciószám, vagy
- olyan folyamatbeli jellemző, amely elsősorban az első ciklusra van hatással.

Amennyiben a fizetési megbízások kiugróan magas darabszáma okozná az eltérést, akkor ennek a hatásnak a 2. ábrán bemutatott 4 szakasz mindegyikén – mégpedig közel azonos arányban – kellene megmutatkoznia. A mért adatok azt mutatták, hogy a terheléstől a BKR-be küldésig tartó időszak 27 perccel (105%), a BKR-nél elszámolásra várakozás átlagos időszaka 33 perccel (64%), míg az elszámolás átlagos ideje mindössze 3 perccel (38%), a kedvezményezett hitelintézetek jóváírási folyamata pedig mindössze 4 perccel (25%) volt átlagosan hosszabb az első ciklusban. A mért adatok szerint tehát mindegyik időszakasz hosszabb volt az első ciklusban, ugyanakkor jelentősen eltért a szakaszidő-hosszabbodások mértéke. Ebből az a következtetés vonható le, hogy a kiugróan nagy forgalomnak hatása van ugyan az időhosszabbodásra, de önmagában ez nem elégséges magyarázat.

Mivel jelentős időhosszabbodás (együtt nézve 79%-os) az első két szakasz – amelyek, mint már korábban említésre került, a fizető fél hitelintézetétől függő időszakaszok – időszükségletén volt tapasztalható, így elsősorban itt vizsgáltam a darabszámon felüli ok relevanciáját (folyamatjellemző).

4. ábra
A szakaszidők elszámolási ciklusokon belüli megoszlása



Forrás: Saját számítás a feldolgozott adatok alapján

Arra a következtetésre jutottam, hogy a folyamatbeli különbség a napnyitási folyamat időzítése lehet. Ehhez még hozzá kell venni a hitelintézetek jogszabálykövető magatartását is, hiszen a napnyitás során a szabályozásból adódóan több dolgot is figyelembe kell vennie a hitelintézetnek.

Az egyik ilyen szempont az lehet, hogy sok fizetési megbízás a napnyitáskor átvettnek minősül (például a terhelési nappal korábban benyújtott átutalások, az előző nap zárási időpontját követően benyújtott fizetési megbízások, aznapra esedékes, rendszeres fizetési megbízások), ezeknek tehát a napnyitástól számítva 4 órán belül el kell jutniuk a kedvezményezett hitelintézetéhez.

A másik szempont pedig az, hogy a teljesítés sorrendjének betartása érdekében a pénzforgalmi szolgáltatóknak olyan folyamatot kellett kialakítaniuk, amely biztosítja, hogy az időben korábban benyújtott fizetési megbízásokat előbb is vegyék át (és ezzel együtt terheljék), mint a később benyújtottakat. E szabály betartásának akkor van különös jelentősége, ha nincs elegendő fedezet az ügyfél összes fizetési megbízására. A folyamat emiatt jellemzően az, hogy a munkanap reggelén külön-külön feldolgozási folyamatban történik a rendszeres átutalási megbízások (amelyeket jóval korábban adott meg az ügyfél), az akár több héttel vagy hónappal korábban benyújtott, tárgynapon esedékes átutalási megbízások és az előző nap zárása után, vagy a tárgy munkanap megnyitása előtt (például hajnalban) benyújtott fizetési megbízások terhelése.

Napközben ezzel szemben a fizetési megbízás beérkezése vagy a sorban álló fizetési megbízások esetében a fedezet beérkezésekor már folyamatos a fizetési számlák terhelése, nincs ez az első ciklust jellemző, folyamatszintű elkülönülés. Mindezek eredményeként az első ciklusban átlagosan 2:15 perccel a napközbeni elszámolás kezdete előtt kerül sor a terhelésekre, míg a 2–5. ciklusoknál ez csupán 1:16 perc, vagyis 59 perccel kevesebb (5. táblázat).

5. táblázat			
A napközbeni átutalások elszámolásának kezdetét megelőző, átlagos terhelési idő			
Napközbeni átutalás	Ciklus száma		Időeltérés (óra:perc)
	1.	2–5.	
Összesen	2:15	1:16	0:59
ebből egyedi átutalások	2:15	1:17	0:57
ebből rendszeres átutalások	2:37	1:17	1:19
ebből csoportos átutalások	1:23	1:12	0:11

Forrás: Saját számítás a feldolgozott adatok alapján

A napi első ciklusban elszámolt átutalások átlagosnál hosszabb időszükségletét tehát előszörban a hitelintézetek hosszabb feldolgozási folyamata és a többi ciklushoz képest

átlagosan korábbi BKR-be küldési ideje okozza, és azért a többi ciklushoz képest kiugróan magas forgalom csak kismértékben felelős.

6.3. A leghosszabb időszükséglet – a várakozás időszakasza

Az elemzésemben azt is megvizsgáltam, hogy a fizetési láncban hol tölti el a legtöbb időt a fizetési megbízás.

Az ügyfélbankszámla-terheléstől az ügyfélbankszámla-jóváírásig terjedő időintervallumot alapul véve, a teljes időszükséglet felét (a 4. ábra utolsó oszlopa szerint 49,3 %-át) az elszámolásra várakozás ideje tette ki. Még szembetűnőbb az elszámolásra várakozás időintervallumának hosszúsága akkor, ha csak a jogszabályi követelmény oldaláról vizsgáljuk, vagyis csupán azt, hogy mennyi idő alatt jut el a fizető fél számlájának terhelésétől (az átvételtől) a kedvezményezett hitelintézetéig a fizetési megbízás. Ekkor ciklusonként már a teljes időszükséglet 58,6 %-át teszi ki ez a várakozási idő, amely alatt tulajdonképpen nem történik semmi sem a fizetési megbízással.

A 2–5. ciklusok elég homogénnek tekinthetők nemcsak a teljesítés összes időszükségletét, hanem az egyes mért szakaszidőket tekintve is. Egyetlen ponton mutatkozott ettől – igaz, nem jelentős – eltérés, mégpedig az utolsó ciklusnál, ahol is az elszámolásra várakozás ideje 7 perccel hosszabb volt, mint a 2–4. ciklusok esetében, és ez ugyanilyen mértékű hatással volt az utolsó ciklus átlagos teljesítési idejére is. Érdemes megjegyezni, hogy ezen ciklusban számolták el a legkevesebb átutalási megbízást, ami szintén erősíti azt az okfejtést, hogy a teljesített darabszám és az átutalási idő hossza között nincs olyan szoros összefüggés, mint amikor valamilyen folyamatbeli különbség van jelen. Ez a folyamatbeli különbség itt arra vezethető vissza, hogy a hitelintézetek a kockázatkerülés miatt az utolsó ciklusban a többi napközibeni elszámolási ciklus indulásához képest átlagosan korábban beküldik a fizetési megbízásokat a BKR részére. Erre azért van szükség, mert ha a beküldés során bárminemű technikai probléma felmerül, akkor a küldő hitelintézetnek több ideje marad a rendes üzletmenet helyreállítására. Napköziben ennek a kockázata kisebb, hiszen legrosszabb esetben is átgördül a következő ciklusra az átutalás elszámolása, de ettől még napon belül teljesül (és ez a 4 órás szabályt sem feltétlenül sérti). Az utolsó ciklus ilyen szempontból speciális, ha ugyanis akkor nem sikerül az aznap átvett fizetési megbízásokat elküldeni, az elszámolás már áthúzódik a másnapi első ciklusra, és ez sérti a 4 órás szabály betartását.

Mindezek alapján levonható az a következtetés, hogy a leghosszabb időt egy átlagos átutalás teljesítése során az veszi igénybe, amikor a fizetési megbízás már beérkezett a BKR-be és arra várakozik, hogy elinduljon az elszámolás folyamata.

7. Az átutalás altípusai szerinti időhosszkülönbségek

Az összesített napközbeni átutalási forgalmat fizetésimód-altípusonként is érdemes megvizsgálni, külön véve az esetileg megadott átutalási megbízásokat, illetve a rendszeres és a csoportos átutalásokat.

7.1. Eseti átutalási megbízások

Tételszám alapján az esetileg megadott átutalási megbízás a leggyakoribb a napközbeni elszámolásban, a feldolgozott napközbeni átutalások 79%-át így nyújtották be. Bár hitelintézetenként természetesen eltérő ez az arány, de a legtöbb hitelintézetnél e fizetési megbízások adják az összes napközbeni átutalás legnagyobb részét.

Az eseti átutalási megbízásoknál tapasztalt szakasz- és összesített ciklusonkénti időszükséglet nagyon hasonló képet mutat az aggregált szintű napközbeni átutalási forgalom lebonyolítási időszükségletével, ami azzal magyarázható, hogy ezek a fizetési megbízások tették ki darabszám szerint a vizsgált forgalom 4/5-ét. E magas arány miatt természetesen az e fizetési altípust jellemző sajátosságok erősen befolyásolják a teljes napközbeni forgalmat.

7.2. Rendszeres átutalási megbízások

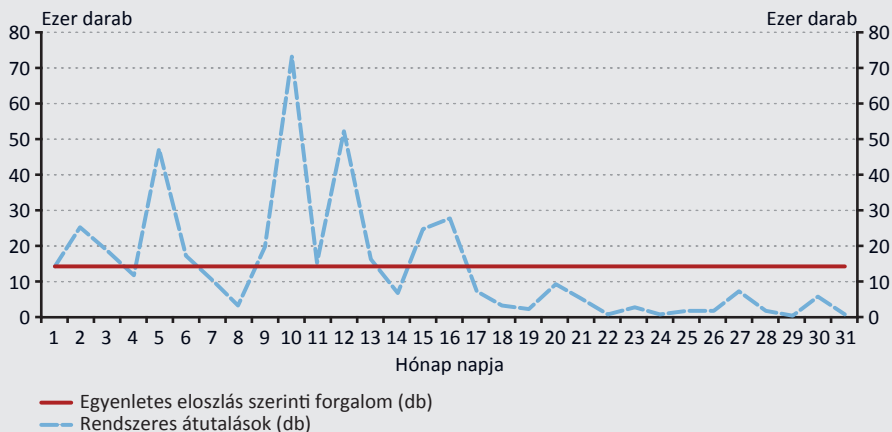
A rendszeres átutalási megbízások teljesítésének átlagos időszükséglete a legnagyobb (átlagosan 3 óra 8 perc) a napközbeni átutalás altípusai közül. A feldolgozott adatok alapján a rendszeres átutalások 97%-át az első ciklusban számolták el. E ciklus pedig részben éppen e fizetési altípus miatt hosszabbodik meg, mert ezeket a fizetési megbízásokat az első cikluson belül is elsőként terhelik (lásd 6.2. pont). A napnyitási folyamatban ezek terhelését a hitelintézetek az átvételi sorrend megtartása miatt folyamatszinten előre sorolják. A nagybankoknál – amelyek a legtöbb rendszeres átutalást indítják – e feldolgozási folyamatok különösen korán indulnak, a tapasztalatok szerint akár már 5:30–6:00 között.

A vizsgált hitelintézetek napközbeni elszámolásforgalmának mindössze 6,3%-a volt rendszeres átutalás, azonban ezek az első ciklusbeli magas arányuk miatt az első ciklus tranzakcióinak 18,3%-át tették ki.

A rendszeres átutalási megbízások nemcsak napon belül, az egyes ciklusokat tekintve oszlanak el egyenlőtlenül, hanem havi szinten is (5. ábra).

5. ábra

A rendszeres átutalási megbízások hónapon belüli eloszlása a vizsgált minta alapján



Forrás: Saját számítás a feldolgozott adatok alapján

Az ábrán vízszintes vonal jelzi az egyenletes eloszlás szerinti napi darabszámokat. A megfigyelt adatbázis szerint vannak kiugróan nagy forgalmú napok, mint például a hónap 5., 10. és 12. napja, amikor a havi rendszeres átutalási forgalomnak a 11,2%-a, 17,3%-a és 12,4 %-a vált esedékessé. A hónapon belüli nagyobb időszakokat nézve, azt tapasztaltam a minta alapján, hogy a rendszeres átutalások esedékességének 73%-a a hónap első 12 napjára esett, illetve 20-a utánra mindössze 6,9%-a jutott. Ez elsősorban arra vezethető vissza, hogy az ügyfelek a rendszeres átutalási megbízásaik teljesítésének esedékességét a munkabérfizetéshez kötik, azaz lehetőleg olyan időpontot jelölnek meg terhelési napként, amikor a munkabérük már fedezetet biztosít az átutalásra. A nem egyenletes eloszlásnak (csúcspanap) azonban a már ismertetett okok miatt viszonylag kis hatása van az átlagos teljesítési időkre, hiszen a darabszám általánosságban viszonylag alacsony korrelációt mutatott az időhosszabbodással (jövőírásnál például az első ciklus kétszeres darabszáma is csak negyedannyi idővel növelte azok átlagos jövőírási idejét).

7.3. Csoportos átutalási megbízások

A csoportos átutalási megbízások teljesítésének átlagos időszükséglete a legkisebb (átlagosan 1 óra 44 perc) a napközbeni forgalomban. A feldolgozott napközbeni átutalások 14,7%-a volt csoportos átutalásként benyújtva. Mint korábban bemutattam, a napközbeni elszámolásban a legtöbb tranzakciót az első ciklusban számolják el. A csoportos átutalásokat ez ugyanakkor nem jellemzi (6. ábra), hiszen ezeknél a forgalom nagy része a 2–4. ciklusokban koncentrálódik.

6. ábra
A csoportos átutalások forgalmának ciklusonkénti megoszlása



Forrás: Saját számítás a feldolgozott adatok alapján

A többi fizetési altípustól eltérő megoszlás hátterében az áll, hogy ezt a fizetési altípust a vállalatok, önkormányzatok, illetve egyéb (de nem lakossági) ügyfelek használják, amelyek jellemzően a munkanap során folyamatosan nyújtják be teljesítésre a csoportos átutalásokat. A benyújtás így jellemzően olyan időpontban történik, amely időpont mind az adott ügyfélnél, mint a fizető fél hitelintézeténél munkaidőnek számít. Továbbá feltehetően figyelnek arra is az ügyfelek, hogy legyen a benyújtáskor a teljesítéséhez elegendő fedezet is, hiszen például a munkabéreket is tipikusan e módon utalják át, így a benyújtáskor a legtöbb esetben rögtön megtörténhet a fizetési megbízás átvétele és a bankszámla terhelése. Kevésbé jellemző tehát, hogy a csoportos átutalásokat a hitelintézet zárási időpontja után, vagy esetleg későbbi terhelési napra nyújtanák be, amely esetben azok a következő banki munkanap reggelén kerülnének átvételre, és ezzel együtt az első ciklusban teljesítésre.

8. Főbb megállapítások és javaslatok

A közvetlen résztvevő hitelintézetek ügyfelei közötti napközi átutalások bőven a jogszabály által biztosított 4 órás időkereten belül megvalósulnak, sőt a fizető fél bankszámlájának terhelésétől a kedvezményezett ügyfelek bankszámlájának jóváírásáig tartó átlagos időszak is alig haladja meg a 2 órát. Ennél alig valamivel hosszabb időszakot mértem abban az esetben, amikor a fizetési megbízást egy közvetett résztvevőnél nyújtották be. A vizsgált adatok szerint tehát a közvetett hitelintézetek által indított napközi átutalások valójában nem igénylik, nem töltik ki a szabályozás által biztosított 2 órás többlet időkeretet, mert közvetett résztvevők esetén is bőven 4 óra alatt eljutnak az átutalási megbízások a kedvezményezett ügyfél hitelintézetéhez.

Az már több korábbi publikációból ismert tény volt, hogy a napi első ciklusban szignifikánsan több napközi átutalást számolnak el, mint a többiben. A tanulmányban bemutatam, hogy az első ciklus teljesítési időszükséglete is szignifikánsan hosszabb, mint a többi ciklusban. Ennek azonban elsősorban nem a kimagasló darabszám az oka – bár kétségtelen, kismértékben az is hozzájárul –, hanem a banki napnyitási folyamat időigényére, végső soron az emiatti korai napnyitási időpontra vezethető vissza.

A tranzakciók teljesülési idejének szakaszok szerinti vizsgálatából kiderült, hogy a teljes átutalási időtartamnak közel a fele egyfajta veszteségidő, ez egy olyan várakozási időszak, amikor a fizetési megbízással a fizető fél hitelintézete már nem, az elszámolóház pedig még nem csinál semmit. Ebből az következik, hogy a napközi elszámolás ciklusszámának növelésével (sűrítésével) jelentős időmegtakarítás, azaz hatékonyságnövelés lenne elérhető, ezzel ugyanis az elszámolásra várakozás időszaka csökkenthető lenne.

Az átutalási tranzakciók fizetésimód-altípusonkénti megbontása alapján megállapítottam, hogy a napközi forgalom nagy részét kitevő eseti átutalások teljesítéséhez szükséges idő gyakorlatilag megegyezik az összes napközi átutalás mért időszükségletével. A rendszeres átutalások esetében ez az idő nagyjából 1 órával hosszabb, míg a csoportos átutalásoknál mintegy 20 perccel rövidebb átlagos teljesítési időt jelent.

Az elemzés fókuszában nem az állt, hogy a banki folyamatokra pontosan milyen hatást gyakorolna egy új, „nulladik” elszámolási ciklus bevezetése, így azt nem is vizsgáltam. Mindazonáltal kijelenthető, hogy amennyiben egy ilyen ciklus bevezetésre kerülne, az – a fizetési megbízások jelenlegi terhelési és BKR-be küldési gyakorlatát változatlanul feltételezve – összességében jótékony hatást gyakorolna az átutalások átlagos időszükségletére. A napi első elszámolási ciklus korábbra kerülésének járulékos hatása lenne többek között az, hogy a jelenleg az első ciklusban tapasztalt, kiugróan magas fizetésimegbízás- darabszám két ciklusban oszlana meg, így kiegyenlítettebbé téve az egyes ciklusokban közvetített fizetési megbízások számát.

Felhasznált irodalom

BALLA GERGELY PATRIK – BODNÁR LÁSZLÓ – DIVÉKI ÉVA – FENYVESI MIKLÓS – ILYÉS TAMÁS – LUSPAY MIKLÓS – MADARÁSZ ANNAMÁRIA – OLASZ HENRIETTA – PAPPNÉ KOVÁCS BEÁTA – PINTÉR CECÍLIA – TAKÁCS KRISTÓF – VARGA LÓRÁNT (2014): Fizetési Rendszer Jelentés. MNB.

DIVÉKI ÉVA – HELMECZI ISTVÁN (2013.): A napközbeni átutalás bevezetésének hatásai. *MNB-szemle*, január.

KOVÁCS LEVENTE (2013): A napon belüli elszámolás hatása a gazdaságra. In PRÁGAY ISTVÁN (szerk.): Napközbeni átutalás projekt (2010–2012) tanulmánykötet. Budapest, GIRO Zrt., pp. 31–38.

LEGEZA PÉTER (2013.): Ötlettől a megvalósulásig. In PRÁGAY ISTVÁN (szerk.): Napközbeni átutalás projekt (2010–2012) tanulmánykötet. Budapest, GIRO Zrt., pp. 5-10.

LUSPAY MIKLÓS – MADARÁSZ ANNAMÁRIA (2014): A napközbeni elszámolás bevezetésének hatásai a hazai fizetési rendszerek forgalmára. *MNB-szemle*, március

PÁL ZSOLT (2013): A bankközi klíringforgalom időbeli megoszlása. *Hitelintézeti Szemle* 12 (6), pp. 515–534.

Rövid hozzászólás Banyár József OLG-cikkéhez

Simonovits András

Nemrég jelent meg Banyár (2014) tanulmánya, amelyben a gyermekkor modellezésével újraértelmezi Samuelson (1958) korszakalkotó fogyasztásikölcsön-cikkét, amelyből kinőtt az együtt élő nemzedékek modellje (angol rövidítése: OLG). Hozzászólásomban négy kérdést érintek. Elsőként felhívom a figyelmet arra, hogy amit Banyár saját modelljeként ad elő – a gyermekkorral bővített OLG-modellt –, az már megjelent Gale (1973); Augusztinovics (1983); (1992) írásaiban is. Később bemutatok egy egyszerűbb modellt, amely Mihályi Péter ötletét követve, a nyugdíjkérdést zárójelbe teszi, s a családok közötti, mindenkori gyermeknevelési költségeket egyenlíti ki. De amint bevezetjük a kereseti különbségeket, szembesülünk a kiegyenlítés problémájával. Harmadrészt lehet, hogy csak szerencsétlen a fogalmazás, de tiltakozom az ellen, hogy a gyermeknevelést elhanyagoló megközelítés hazai terjesztésében túlzottan nagy szerepet tulajdonítson az én munkásságomnak (Banyár, 2014:175). Végezetül, bár elismerem, hogy Samuelson (1958) cikke túlzottan előnyösnek tüntette föl a felosztó-kirovó (vagy ahogyan Banyár nevezi: folyó finanszírozású) rendszert a tőkésítettel szemben, az ellenkező irányú rangsor is túlzottan leegyszerűsítő.

1. Gyermeknevelés és nyugdíj az OLG-modellben

Banyár (2014) közérthetően előadja Samuelson (1958) három nemzedékes modelljét (fiatal dolgozó, idős dolgozó, nyugdíjas), amelyhez hozzátesz egy negyediket, a kiskorú gyermekét. Ebben az általánosított modellben a gyermeknevelés piaci és nem piaci költségei explicite megjelennek. Megbontva a modellt gyermekes és gyermektelen háztartásokra – de elhanyagolva az elhanyagolhatatlan dimenziókat –, valóban érvelni lehet amellet, hogy a gyermekes háztartások nagyobb nyugdíjat kapjanak vagy kevesebb járulékot fizessenek, mint gyermektelen társaik.

Igaz, hogy Banyár előfutárként említi *Augusztinovics (1993)* nem matematikai írását, de elsiklik afölött, hogy a sajátjának nevezett modell megjelent *Gale (1974)* és *Augusztinovics (1983; 1992)* írásaiban is; igaz, az utóbbiakban hasznosságfüggvények alkalmazása nélkül. Az említett modellekhez képest csak az az újdonság *Banyár (2014)* modelljében, hogy a termékenységi döntést függővé teszi a nyugdíjrendszertől.

2. A gyermektelenségi adó és a problémái

Banyár (2014) maga is említi, hogy a jelenlegi rendszerekben az állam a gyermeknevelési költségek jelentős részét átvállalja a szülőktől. De valami visszatartja attól, hogy ennek megfelelően az egész kérdést elintézzze a nyugdíjrendszer figyelembe vétele nélkül. Egyszerűen a gyermeknevelési időszakban (Banyárnál 20–40 év között) olyan transzfereket kellene bevezetni, amelyek kiegyenlítenék a gyermektelenek és a gyermekesek egy főre jutó költségeit. Például az egyszerűség kedvéért vizsgáljunk egy stacionárius népességet, ahol a családok fele 0, a másik fele 4 gyermekes. Tegyük föl, hogy mindkét típusú házaspár keresete 6. Ekkor a transzfer nélküli rendszerben a gyermektelen család egy főre jutó fogyasztása 3, a gyermekeseké 1. (Ezen a szinten nem érdemes figyelembe venni a gyerekek csökkenő fajlagos fogyasztását.) Ezt kiegyenlítő, vessen ki erre az időszakra az állam egy speciális gyermektelenségi adót, amelynek bevételét átadja a gyermekes családoknak. A transzfer eredményeként a kétféle család egy főre jutó fogyasztása azonossá válik, azaz 1,5 lesz. Tehát az adó 3, az adókulcs 50 százalék.

De itt beleütközünk egy másik problémába, amikor a családok keresete sem azonos. Olyan adórendszert akarunk, amely megőrzi a kis- és nagykeresetűek közti különbségeket, de kiegyenlíti a gyermekszám közti különbségeket? Folytassuk példánkat, és tegyük föl, hogy még kétféle család van: 0, illetve 4 gyermekkel, amelyek keresete az előző háromszorosa, azaz 18–18 egység. Ekkor a transzfer nélküli rendszerben a gazdag gyermektelen család egy főre jutó fogyasztása 9, a gyerekesé pedig 3. Itt a kiegyenlítő adó is háromszoros: 9 egység.

Ekkor szembesülünk a gyermektámogatás és jövedelem-újraelosztás problémájával. Egy kis keresetű, gyermektelen családtól elvonunk 3 egységet, miközben egy nagy keresetű családnak odaadunk 9 egységet. Egyezik-e egy ilyen eljárás a társadalom igazságérzetével? A fenti példa azt mutatja be, hogy a jövedelemarányos teljes vagy akár a jelenleginél lényegesen erősebb kiegyenlítése milyen leküzdhetetlen problémákat okozna.

3. A gyermeknevelés és a nyugdíj szerepe írásaimban

Bár hivatkozik legújabb cikkemre (*Simonovits, 2014*), amelyben kritikailag elemzem az endogén termékenység és a nyugdíjrendszer összekapcsolását, *Banyár (2014)* azonban akaratlanul is elmarasztalja saját korábbi írásomat: *Simonovits (2002)*. Szerinte könyvem – Samuelson megközelítését követve – elhanyagolta a gyermeknevelés és a nyugdíjrendszer kapcsolatát. A bírált könyv bevezetés kívánt lenni a nyugdíjirodalomba, ezért az irodalmat követve, valóban viszonylag kevés figyelmet kapott a gyermeknevelés és a nyugdíj kapcsolata. De azért távolról sem hiányzott, és ezt legegyszerűbben a tartalomjegyzék néhány fejezetének és alfejezetének címével szemléltetem.

1. fejezet: *Életciklus-modellek*, ahol a munkás évek 20-tól 60 évig terjednek, míg a fogyasztás 0-tól 100-ig. 7. fejezet: *Demográfiai folyamatok*, ahol a termékenység és a halálozás természetesen kulcsszerepet játszik. 11. fejezet: *Optimális fogyasztási pálya*, ahol az 1. pontban említett szerzőket követve, a gyermekfogyasztás kulcsszerepet játszik. 13. fejezet: *Az együttélő korosztályok zárt modellje* (vö. *Molnár–Simonovits, 1996*), amelyben az egyik legfontosabb vizsgálati kérdés megint a gyermekek jövedelem nélküli, hitelből történő fogyasztása.

Emellett a *Simonovits (2003)* cikkemben éppen azért marasztaltam el *Razin és szerzőtársai (2002)* cikkét, hogy észrevétlenül besorolták a gyermekeket az idősök közé, és ezért teljesen hamis eredményeket kaptak: náluk a népességöregedés csökkenti a jóléti állam méretét. *Simonovits (2009)* cikkemben pedig a magyar szakirodalomban először egy olyan OLG-modellt elemeztem, amelyben a termékenység csökkenése és a születéskor várható élettartam növekedése komoly terheket rak a tb-nyugdíjrendszerre. Ugyanakkor azt is bemutatam, hogy a nehézségeket csökkenti a kisebbedő családnagysággal együtt csökkenő családi fogyasztás és a megnövekedő örökség.

4. Melyik a jobb: a felosztó-kirovó vagy a tőkésített nyugdíjrendszer?

Banyár (2014) érdekes történelmi megállapításokat tesz a nyugdíjrendszer két alaptípusáról, a felosztó-kirovó és a tőkésített típus viszonyáról. *Samuelson (1958)* és *Aaron (1966)* eredményéből indul ki: stabil gazdaság és népesség esetén a felosztó-kirovó rendszer éves belső hozama egyenlő a népesség és a reálbér éves növekedési ütemének az összegével.

(Ha azonban évek helyett évtizedek vagy negyedszázadok az elemzési egységek – Banyárnál például 20 év –, akkor már a tényezők szorzatát kell alkalmaznunk!)

Teljesen egyetértek Banyárral abban: durva egyszerűsítés azt mondani, hogy a tb-rendszer pontosan akkor jobb, mint a tőkésített, ha a belső hozam nagyobb, mint a reálkamatláb. Egyrészt napjainkban a fejlett országok (de Kína) népessége sem stabil (hanem öregszik); másrészt kétséges, mit kell reálhozamon érteni. (Például, ha a brit magánnyugdíjrendszerben 2013-ban megszűnt az életjáradékosítás, akkor milyen reálkammattal tud a magára hagyott egyén indexált életjáradékot vásárolni?) Helyesen ábrázolja Banyár a folyamatot, amelyben összeomlottak a 20. század közepének magánnyugdíjrendszerei, és elfogadom, hogy a kialakuló tb-nyugdíjrendszerek esetenként túlzottan nagyvonalúak voltak.

De kételkedem abban, hogy célszerű felszámolni vagy akár alapnyugdíjra redukálni az európai kontinensen működő munkanyugdíjrendszereket. Végül felhívom a figyelmet arra, hogy nagyon veszélyes, ha a magyar nyugdíjszakértők csak a valóban elégtelen hazai termékenység miatt aggódnak, és figyelmen kívül hagyják a rugalmas korhatár visszaállításában, a jó közoktatásból fakadó, piaci alapú foglalkoztatásnövekedésben és a bevándorlás elősegítésében rejlő lehetőségeket.

Felhasznált irodalom

AARON, H. J. (1966): The Social Insurance Paradox. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, Vol. 32., pp. 371–374.

AUGUSZTINOVICS MÁRIA (1983): Emberek és gazdaságok. *Közgazdasági Szemle*, Vol. 30., pp. 385–402.

AUGUSZTINOVICS MÁRIA (1992): Towards a Theory of Stationary Populations. Kézirat, KTI, Budapest (korábbi változat: IEHAS, Discussion Paper, 1991).

AUGUSZTINOVICS MÁRIA (1993): Egy értelmes nyugdíjrendszer. *Közgazdasági Szemle*, Vol. 40., pp. 415–431.

BANYÁR JÓZSEF (2014): A modern nyugdíjrendszer kialakulásának két története. *Hitelintézeti Szemle*, 13. évf. 4. szám, pp. 154–179.

GALE, D. (1973): Pure Exchange Equilibrium of Dynamic Economic Models. *Journal of Economic Theory*, Vol. 6., pp. 12–36.

MOLNÁR GYÖRGY – SIMONOVITS ANDRÁS (1996): Várakozások, stabilitás és működőképesség az együtt élő korosztályok realista modellcsaládjában. *Közgazdasági Szemle*, Vol. 43., pp. 863–890.

RAZIN, A.—SADKA, E.—SWAGEL, P. (2002): The Aging Problem and the Size of the Welfare State. *Journal of Political Economy*, Vol. 110., pp. 900–918.

SAMUELSON, P. A. (1958): An Exact Consumption-Loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money. *Journal of Political Economy*, Vol. 66., pp. 467–482.

SIMONOVITS ANDRÁS (2002): *Nyugdíjrendszerek: tények és modellek*. Budapest, Typotex.

SIMONOVITS ANDRÁS (2003): Öregedő népesség, mediánszavazó és a jóléti állam mérete, *Közgazdasági Szemle*, Vol. 50., pp. 835–854.

SIMONOVITS ANDRÁS (2009): Népeségöregedés, tb-nyugdíj és megtakarítás: parametrikus nyugdíjreformok. *Közgazdasági Szemle*, Vol. 56., pp. 297–321.

SIMONOVITS ANDRÁS (2014): Gyermektámogatás, nyugdíj és endogén/heterogén termékenység – egy modell. *Közgazdasági Szemle*, Vol. 61., pp. 672–692.

Az egységesülő Európa a 21. századi kihívások örvényében

Bábosik Mária

Anthony Giddens Turbulent and Mighty Continent – What Future for Europe?

Cambridge, UK: Polity Press, 2014, p. 242

ISBN-13: 978-0745680965

A szerző, *Anthony Giddens* a London School of Economics igazgatója, a Lordok Házának tagja, a nagy tekintélyű King's College örökös tagja. Magyarul is több műve látott már napvilágot: az általános szociológiáról írt könyve, illetve politikai esszéi a globalizációról és az egykor befolyásos „harmadik út” néven ismert „haladó kormányzásról”. Ez a mű is az utóbbiakhoz áll közel, politikai esszé az EU mai helyzetéről és perspektíváiról, külső és belső kapcsolatairól – politikai, gazdasági és környezetvédelmi szempontból. Érdekes egy balközép brit álláspont megismerése, amely az ottani politikai életben a ma kormányzó konzervatívok és az ellenzéki radikálisok EU-ellenességével, a kilépés fontolgatásával szemben a bennmaradás és a fenntartás alternatíváját kínálja.

A kötet a jóléti modell, a gazdaság-, szociál- és környezetpolitika, valamint a nemzetközi politika terén igyekszik tisztázni, hogy milyen többletet adhat az „új Európa” a tagállamoknak és köztük Nagy-Britanniának a nemzeti elkülönülés helyett. A szerző szerint a korábban sikeres EU-modellek és trendek továbbfejlesztésére van szükség, tulajdonképpen egy „pro-Európa programra” a britek és a többi euroszeptikus számára.

Churchill híres zürichi beszédének a 60. évfordulójára létrejött az EU, a hidegháborúnak vége, Németország ismét egységes, közös fizetőeszközt, eurót használ az EU tagállamainak egy része. Ezek az eredmények azonban már kritika tárgyai, új problémákat is szülnek, és az eurózónának meg kell küzdenie az egységes fizetőeszköz fennmaradásáért. Ez *Giddens* kiinduló képlete.

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

Helyzetértékelése megjelenik a kötet címében: Európa ma már nem olyan hatalmas, mint egykor volt, de ismét turbulens konfliktusokkal terhelt. Ilyen a munkanélküliség, főként a fiatalok körében, avagy az adósságválság, illetve az északi és déli régió közötti növekvő különbség. A válság következtében csökken az unió támogatottsága, EU-ellenes tiltakozások és tüntetések zajlanak a tagállamokban. A közös polgárság patriotizmusa még nem jött létre. Mindez széksziszt szül általában, véli a szerző.

Giddens szerint az Európai Unió a demokrácia hiányától szenved, és a hatékony vezetésnek is híján van. Az intézményekben a polgárok nem kapnak elegendő beleszólást. Az EU-választások leginkább a nemzeti témákkal foglalkoznak, s ezeken csak kevés polgár vesz részt. A felmérések eredményei szerint az EU legitimitása ma nagyon gyenge.

A szerző szerint ahhoz, hogy ma az EU-t kivezessék a válságból, nagy horderejű, súlyos következményekkel járó döntések meghozatalára volna szükség, ami az unióban mindig problémás helyzeteket eredményez. Az EU döntéshozatalában ugyanis két párhuzamos struktúra áll fenn: az „EU 1” mint formalizált rendszer és az „EU 2” mint a tényleges hatalommal rendelkező kevesek döntési struktúrája. Az EU formális és informális működése elválik egymástól, és az utóbbi a valóban befolyásos struktúra. De facto az „EU 2” mozgatja Európát; a német kancellár, a francia miniszterelnök, az Európai Központi Bank és az IMF vezetője. Döntéseikbe még az Európai Bizottság és az Európai Tanács vezetése szólhat bele. Újabban azonban már csak a „trojkáról” beszélünk, s *Giddens* szerint valójában *Merkel* asszony az egyetlen igazi hatalmi tényező.

Az „EU 1” és „EU 2” mellett létezik még a „Papír Európa” is, a jövő tervei, a scenáriók stb., amelyeket az EU különféle szervei hoztak össze. De nincsenek valódi eszközök ezek megvalósítására, ami mind belül, mind kívül aláássa az unió hitelét.

Az EU-ban egyszerre van jelen a megosztottság és a konfliktus, illetve az integráció tendenciája. A válságban az EU korábban nem létező sorsközösséggé vált, ami azt jelenti, hogy a politikai vezetők és a polgárok tudatára ébredtek egymásraultaltságuknak. Most jött létre először az EU politikai tere. Ez az átalakulás *Giddens* szerint visszafordíthatatlan.

Vajon ezek a változások negatív vagy pozitív forgatókönyvet jelentenek az EU számára? A pozitív kifejelet a demokratikus mandátummal rendelkező EU-szintű vezetés intézményesítése és az EU egésze, nem csupán az azt alkotó nemzetek iránti állampolgári szolidaritás kiépülése lenne. A szerző úgy véli, hogy az európai patriotizmus és polgári tudat kialakulása lehetséges scenárió, amely megszabadíthatja az EU-t jelenlegi bajaitól.

Giddens szerint az EU magja a független eurózóna. Ennek megvalósulási módja azonban ma válságok és szociális konfliktusok forrásává vált. Ugyanis a gazdasági fegyelmet és annak pénzügyi mechanizmusait, amelyeknek kezdettől meg kellett volna lenniük, csak a további problémáktól való félelem miatt hozták, hozzák létre a tagállamok. Az ehhez szükséges újításokat az „EU 2” mindig német jóváhagyással alkotta meg. Úgy tűnik, ma Németország

békés eszközökkel érte el azt, ami katonailag nem sikerült neki – az uralmat Európa felett. Ez azonban sokaknak nem tetszik.

A szerző azt szorgalmazza, hogy Európának új jövőképre volna szüksége, amelynek létrehozásába bele kellene vonni a polgárokat. Ennek az eurózónából kellene kiindulnia, de a többi tagállamnak is szerepet kellene biztosítani benne. Strukturális reformokra van szükség széles körben, de nemcsak a gyengén teljesítő országokban, hanem az EU egészében is. A közös valuta megvédése megkívánja a bankunió létrehozását, és az eurózóna országainak bizonyos gazdaságpolitikai döntéseit a közös szervezetekre kellene átruházniuk. Ez a kölcsönösség a közös felelősség elfogadását igényli, de ha nem valósul meg, akkor minden eddigi integrációs előrelépés kárba vesztet.

A gazdasági kapcsolatrendszer további politikai integráció nélkül nem fejlődhet tovább, állítja *Giddens*. Valamiféle föderális megoldásra van szükség a belátható jövőben. Ez provokálja az euroszeptikusokat. A föderalizmusellenesség a nemzeti szuverenitás elvesztésétől való félelemre épül. Azonban az EU-nak nem a nemzetállami szuverenitások újabb elemeiből kellene építkeznie, hanem egy új szinten, amit a szerző „szuverenitás +”-nak nevez. Koordinációjuk révén az EU tagállamai együttesen nagyobb tényleges befolyásra tesznek szert a világban, mint amit külön-külön élvezhettek, így mindenki nettó nyertese lehetne ennek a folyamatnak – véli. Az EU jelentős szerepet játszhat a globális politikában, amely túlmutat a szervezetet alkotó tagállamok potenciálján. Ez olyan globális befolyás lehet, amely a hagyományos nemzetközi intézmények válságában bontakozhat ki. Ma a nemzetközi politikát néhány befolyásos állam uralja, ahol egy fragmentált Európa hangja aligha érvényesülhet.

Giddens szerint az EU a közös gazdasági fejlődés előmozdítását is szolgálhatja. A pénzügyi válság előtt megvolt ennek a dinamikája, az USA-nál nagyobb gazdasági egység jött létre, amely olyan kereskedelmi szerződéseket képes kötni, amelyeket az egyes tagállamai egyenként nem. A szerző úgy tartja, hogy Európában gazdasági újjáépítésnek kell bekövetkeznie. Ha az eurózóna ismét a gazdasági növekedés területe lenne, akkor a polgároknak az unióval szembeni attitűdje is megváltozna, állítja *Giddens*.

A nemzetközi kapcsolatok terén az EU nem menekülhet a hatalom vállalása elől, ami katonai hatalmat is jelent – véli a szerző. Persze ennek sem a kanti értelemben vett „jóralovaló hatalomnak”, sem *Hobbes* „korlátlan hatalmának” kellene lennie. A nemzetközi rendszer ma már nem a hatalmi egyensúlyok, hanem a sokféle együttműködési hálózat egymást átfedő rendszere államok és államcsoportok között, amely feszültségeket és megosztottságokat hordoz. A hagyományos európai gondolat, amely a békét tárgyalásokkal és szabályozás révén kívánja megteremteni, a szerző szerint ma is helytálló. A gyakorlatban azonban az európai békerendszer az USA beavatkozásain alapul, vagy azt a NATO biztosítja. E tekintetben az EU-nak az USA „egyenlőbb” partnerévé kellene válnia legalább az EU-ban és környezetében zajló műveletekben, véli a szerző.

A föderális EU nemcsak egy új nemzetközi politikai kísérlet lenne, hanem hatást gyakorolhatna az egész világra is – veti fel. Tévedtünk – mondja *Giddens* –, amikor korábban azt hittük, hogy az EU majd állam nélküli kormányzás, a globális kormányzás előőrsé lehet. Az ilyen globálisan beágyazódott EU-ban nem maradhat fenn sokáig az eurózónából és az EU-tagságból való kiszállás lehetősége. *Giddens* szerint az EU-nak egységes fejlődési utat kell bejárnia.

A közös pénz jövőjéről *Giddens* azt gondolja, hogy az euró összeomlása az EU és a világ országainak igen komoly gazdasági nehézségeket okozna. Az euró megőrzése szerinte a nagyobb gazdasági integráció felé haladás feltétele. Ehhez pedig szükséges az uniós intézmények valódi reformja, mert az „EU 2” csak a válságmegoldásra, nem pedig tartós kormányzásra alkalmas, véli. Ha az euró megőrizhető, akkor a világgazdaság újraalkotásában az USA és Kína mellett az EU is szerepet kaphat, mondja *Giddens*. Az unió még mindig jobban kezelhet olyan válságjelenségeket, amelyre tagállamai alkalmatlanok. A változásnak szerinte egy egységesebb és demokratikusabb rendszer felé kellene tartania az EU-ban. Az integráltabb unió világhatalom lehetne. Az EU-nak most még megvan a lehetősége a továbblépésre és korábbi hibáinak korrigálására – állítja *Giddens*.

Bankszabályozás újrhangolva

Farkas Sára

Anat Admati – Martin Hellwig The Bankers' New Clothes

USA: Princeton University Press, 2013, p. 416

ISBN-13: 978-0691156842

Anat Admati és szerzőtársa, *Martin Hellwig* arra hívja fel a figyelmet, hogy a 2008-as világgazdasági válság kirobbanása óta nem történt rendszerszintű elemzés és aktív szabályozási lépés annak irányába, hogy maga a bankrendszer biztonságosabbá és kevésbé sérülékennyé váljon.

A könyv előzményeként a szerzők a válság kapcsán megjelenő cikkekben, szakpolitikai ajánlásokban döbbenettel azonosították, hogy a köz számára kinyilatkoztatott tartalmak helytelenül használt szavak sokaságával és alapelvek téves értelmezésével vannak tele, továbbá számos véleményformáló és döntéshozó nincs tisztában a banki folyamatok rendszerével, azok kockázataival. Az elmúlt évtizedekben azonban egy olyan átláthatatlan és rendkívül kockázatos pénzügyi rendszer alakult ki, amelyben ma már senki sem bátorkodik a bankrendszer működését érintő, alapvető kérdéseket feltenni, a kockázati tényezőket tisztán mérlegelni és rámutatni, hogy a bankrendszer esetében a „bankszakma királya meztelen”.

A szerzők közérthetően megfogalmazott írásukban a bankrendszer jelenlegi működését szeretnék szélesebb körben bemutatni, ismertetve egyúttal a 2008-as válsághoz vezető utat is. Céljuk hosszú távon, hogy szélesebb társadalmi nyilvánosság biztosításával segítsék elő a bankrendszer megújítását.

Admati és Hellwig szabályozási ajánlásaik bevezetéseként levonják a 2007–2009-es pénzügyi válság elemi tanulságait; a legfontosabbak között a pénzügyi rendszer problémáinak elfedését és lekicsinylését azonosították, különösen a válság költségeinek kinyilatkoztatása kapcsán. A nemzetközi párbeszédben ugyanis a krízisre sok esetben csupán mint likviditási válságra hivatkoztak; ezért a figyelem elsősorban a rövid lejáratú adósságokra és a bankok pénzügyi alapokba történő befektetéseire irányult. E nyugtató hatású, kényel-

Farkas Sára a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: farkass@mnbb.hu.

mesebb válaszok azonban lecsendesítették a reformokra való felhívásokat, és hátráltatták a bankrendszer átalakulását abba az irányba, hogy kisebb kockázatokkal, biztonságosabban működhessen, és ezzel a társadalom és a gazdaság szereplői számára egyaránt alacsonyabb költségeket hordozzon.

A jelen helyzet elemzéséből kiindulva, Admati és Hellwig olyan előremutató ajánlásokat fogalmaznak meg, amelyek egyszerre szolgálják a jelenlegi rendszer hatékonyabb működését, ugyanakkor a jövő felé tekintve, a stabilitás irányába módosítanak a szabályozásokat, fokozva mind a bankok mint intézmények megbízhatóságát, mind a bankrendszer egészének stabilitását.

Elvi szintű megközelítésben a szerzők a bankok működésében a hatékonyabb vállalatirányításra és a magasabb szintű, pénzügyi szempontú társadalmi felelősségvállalásra hívják fel a figyelmet, míg a bankrendszer szabályozásában a globális versenyfeltételek egységesítését, a nemzetgazdaságok ágazati egyensúlyát, továbbá az állam és a bankok közötti viszonyrendszer rendezését emelik ki.

A könyv szerint a legfontosabb intézkedés a bankok saját tőkéjének emelése és ezzel párhuzamosan adósságuk csökkentése, azaz sérülékenységük legfontosabb forrásának megszüntetése lenne. *Admati és Hellwig* továbbá annak a meghatározását sürgeti, hogy a sérülékennyé vált és bajban lévő bankok esetében a felügyeletnek milyen szabályok mentén és hogyan szükséges beavatkoznia.

A pénzügyi rendszer megerősödésének érdekében a szerzők első lépésként a fizetéseketlen bankok azonosítását, majd azok kivezetését javasolják, még akkor is, ha ez pillanatnyilag magasabb költségekkel jár; hangsúlyozzák továbbá, hogy a gazdaságban az úgynevezett „zombi bankok” jelenléte sokkal nagyobb kárt, kockázatot és költséget jelent. Ezt követően pedig a bankok megerősítését szorgalmazzák, szükség esetén tiltva kifizetéseiket egészen addig, amíg a bank el nem éri a szükséges tőkekövetelményt.

A szerzők vélekedése szerint a bankrendszerre vonatkozó nemzetközi szabályozásban – bár logikáját tekintve a közelmúltban pozitív irányú fordulat történt – továbbra sem megfelelőek az általa meghatározott arányok, viszonyítási pontok és időkeretek. A szakértők hangsúlyozzák, hogy a Bázel III szabályozás – azon túl, hogy a bankok tőkeemelésének időszakát túl hosszúra szabta 2019-ig – két további hibát is ejtett.

A szabályozás túl alacsony tőkekövetelményeket állapít meg, ráadásul annak túlnyomórészt nem a bank teljes vagyonának arányaihoz képest határozza meg, csupán a kockázattal súlyozott vagyonhoz mért arányt rögzíti 7%-os mértékben. A nemzetközi szabályozás ezen belül csupán 3%-ban határozza meg a teljes vagyonhoz viszonyított minimum tőkekövetelmény arányát. A szerzők érvelésükben kifejtik, hogy a teljes vagyonhoz viszonyított 20-30%-os tőkekövetelmény tenné a finanszírozási rendszert lényegesen biztonságosabbá és egészségesebbé. Azt javasolják, hogy a magasabb tőkekövetelmények előírását minden olyan banki és fizetési szolgáltatást végző intézményre terjesszék ki, amelyek rendszerjelen-

tőségűek, vagyis fizetési nehézségeik, fizetéseképtelenségük vagy csődjük jelentős kilengést és kárt okozhat a rendszernek.

A végrehajtást illetően a szerzők hangsúlyozzák: tovább kell lépni azon az egyszerű ket-tősségen, hogy rendelkezésre áll-e elegendő tőke vagy sem, és arra szükséges nagyobb hangsúlyt fektetni, mit kellene tennie a felügyeletnek, amikor egy bank tőkéje lecsökkent. A szerzőpáros e tekintetben a Bazel III szabályozási logikájával egyetértve ugyan, de szintén speciális arányokat szab meg.

Anat Admati és *Martin Hellwig* könyvének nyelvezete közérthető, stílusa olvasmányos, mondanivalója azonban szélesebb szakmai köröknek is szól. Munkájuk egyik legfontosabb üzenete, hogy a pénzügyekért való felelősséget mindenkinek a saját szintjéhez mérten kell vállalnia, és ennek sajátos eszközrendszere van. Legyen az ember magánszemély, vállalkozó, bankszektorbeli szakértő vagy éppen politikai szintű döntéshozó, a könyv érdekes útikalauzként vezeti körbe az olvasót a bankrendszer különös világában, segítséget nyújtva a pénzügyekben való eligazodáshoz, valamint a bankrendszer globális szintű megújításához.

„*A bankár új ruhája*” című könyv 2013-as megjelenését követően *Anat Admati* – a mű által kiváltott, globális szintű figyelem elismeréseként – szerepelt a *Time* magazinban a világ 100 legnagyobb hatású emberének 2014-es listáján.

Kelet-ázsiai fejlődés: alapok és stratégiák

Felcser Dániel

Dwight H. Perkins East Asian Development: Foundations and Strategies

Harvard University Press, 2013, p. 222

ISBN-13: 978-0674725300

Kelet-Ázsia több országában látványos fejlődés ment végbe az elmúlt évtizedekben, ami a helyi társadalmak minden rétegében érezte hatását és a Föld népességének negyede számára emelte a jólétet. *Dwight H. Perkins*, a Harvard Egyetem politikai gazdaságtan professzora gazdaságtörténeti és összehasonlító megközelítéssel arra keresi a választ, hogy miként tudtak egyes kelet-ázsiai államok ritkán látott ütemben növekedni, miért tudtak egyesek jobban teljesíteni másoknál, és a leggazdagabb államok növekedése végül miért lassul le.

A szerző kiemeli, hogy a gazdasági fejlődés megértéséhez szükséges ismerni a történelmi alapokat. A vizsgált országok közös vonása, hogy nagyon alacsony egy főre jutó jövedelmi szintről kezdték meg a felzárkózást. Ezen kívül kulturális és etnikai szempontból sokkal homogénebbek voltak, mint például az európai hatalmak afrikai gyarmatai. Néhány kivételtől eltekintve, nem voltak országhatárokkal kapcsolatos nézeteltérések, valamint sok évszázados közös történelem, kultúra és nyelv jellemezte a régió népeit.

Az északkeleti és a délkeleti régió között azonban jelentős különbségeket is azonosítani lehet. A délkelet-ázsiai országok európai gyarmatok voltak, míg az északkelet-ázsiai államok – rövidebb időszakokat kivéve – megőrizték önállóságukat, és arrafelé erősek voltak a konfucianus értékek. Ez a kulturális eltérés megmutatkozott abban is, ahogy az északi államokban nagyobb hangsúlyt kapott az oktatás, az írni-olvasni tudás aránya pedig magas volt, míg a délkeleti régió iskolázottság és az oktatás minősége terén is jelentősen lemaradt.

A közgazdasági kutatások kimutatták, hogy a fokozatos felzárkózáshoz a makrogazdaság stabilitása és az erős intézmények mellett további feltételekre is szükség van – ilyen például az oktatás is. Az eddigieken túl az északi államok sűrűn lakottak voltak és mérsékelt éghajlattal rendelkeztek, míg a déli, kevésbé sűrűn lakott területeken trópusi klíma uralkodott. A gazdaságok induló fejlettségi szintje a kereskedelem, az ipar és a mezőgazdaság területén szintén az északi államok előnyét mutatta. Összességében az északkeleti államok történelmi, oktatási és üzleti szempontból is előnyösebb helyzetben voltak, mint délkelet-ázsiai társaik.

A szerző azonban kifejti, hogy még Kelet-Ázsia régióin belül is jelentős különbségek mutatkoztak abban, hogy az egyes országok milyen gazdasági modellt követtek. Bár először Japánban indult meg az ipar fejlődése, egyik ország sem csupán lemásolta a japán megoldásokat. Tajvan és Dél-Korea első lépésben erős állami támogatással az ipari termékek exportjának fellendítésére törekedett a vállalatok széles körében. A következő szakaszban előtérbe került a nehézipar támogatása, amihez a kiválasztott nagyvállalatok és iparágak kaptak célzott állami segítséget. Végül a harmadik fázist a külkerkedelem és beruházások liberalizálása jellemezte, ennek során nagyobb szerephez jutottak a piaci erők, míg a kormány inkább a további fejlődéshez, a magas technológiai szintet képviselő iparágakhoz szükséges humántőke fejlesztésében vállalt szerepet, és a fejlett technológiájú iparágakat támogatta kutatóintézetek alapításával, az oktatás fejlesztésével és kutatók hazacsábításával. A kormányzat tehát aktív szerepet játszott az iparosításban, azonban ez a szerep időközben változott. Ezzel szemben Hongkong és Szingapúr már a kezdetektől inkább a piaci folyamatokra alapozta fejlődését, a kormány szerepe a gazdaságot támogató környezet megteremtésére korlátozódott.

A növekedési teljesítményt vizsgálva, Délkelet-Ázsiában vegyesebb kép rajzolódik ki. A régió országaiban a sikeres gazdaságpolitika a nemzetközileg versenyképes munkaintenzív iparágak gyors felfuttatásán alapult. A nehézipar állami támogatása nagyrészt kudarchoz vezetett, főként az ahhoz szükséges alapok (például szakképzett dolgozók) hiánya miatt. Északkelet-Ázsiával szemben időnként a politikai instabilitás is gátolta a növekedés kibontakozását. Északkelet-Ázsiával összehasonlítva, a délkeleti régió teljesítménye visszafogottabb volt, de más fejlődő országokkal összevetve, az időszak nagy részében a növekedés jóval átlag feletti a gazdaságban és a társadalomban végbemenő, strukturális átalakulásnak köszönhetően.

Ahogy azt a szerző kiemeli, Kínában a szovjet mintájú tervgazdaság miatt már a kiinduló helyzet is eltért a többi kelet-ázsiai államtól. Az 1970-es évek végén induló gazdasági reformok több területen éreztették hatásukat, az 1990-es évek elején szárnyalni kezdő közvetlentőke-befektetés (FDI) pedig biztosította a külföldi piacokkal való kapcsolatot, a külföldi vállalatok modern termelési metódusokat és eszközöket hoztak magukkal Kínába. A szerző viszont megjegyzi, hogy Kína eredményei ugyanakkor nem egy átgondolt gazdaságstratégia gyümölcsei voltak: a gazdasági modellt a felmerülő problémákra egymás után adott gazdaságpolitikai válaszok alakították ki. A tervgazdaságtól való távolodás

mellett jelentős szerep jutott a gazdasági-politikai környezetnek, illetve később a gazdaság megerősítése felé forduló, a közvetlentőke-befektetéseket támogató gazdaságpolitikának.

A szerző a gazdasági fejlődés múltbeli folyamatainak elemzése után végül kitér a jövőben várható tendenciákra. Az eddigi tapasztalatok alapján úgy tűnik, hogy idővel minden gazdaság növekedése lelassul, amint eléri a magas jövedelmi szintet. E mögött fundamentális okok ugyanúgy állhatnak, mint nehezebben mérhető tényezők. Kína súlyánál fogva fontos kérdés, hogy mikor fog a lassuló szakaszba lépni. Előretekintve, a termelékenység növekedésének forrása a kutatás-fejlesztés lehet, ami viszont lassú és bizonytalan folyamat, ezért a korábbi termelékenységi ütem nehezen tűnik fenntarthatónak. Keresleti oldalról a beruházások visszaszoruló súlyát a fogyasztás fokozatos emelkedése ellensúlyozhatja. A két számjegyű növekedés lassulása sem jelenti majd azonban a felzárkózási folyamat végét.

Egyenlőtlenségek újratöltve

Gutpintér Júlia

Thomas Piketty **Capital in the Twenty-First Century** (transl. by Arthur Goldhammer)

London: Belknap Press of Harvard University Press, 2014, p. 696

ISBN-13: 978–0674430006

Thomas Piketty 2013-ban megjelent „*Le Capital au XXI^e siècle*” című könyvének angol nyelvű kiadása alaposan felkavarta a nemzetközi közgazdasági életet és a közbeszédet egyaránt, és műfaja ellenére hatalmas népszerűsége tette szert. Habár a könyv erős kritikákat is kapott, vitathatatlan érdeme, hogy párbeszédet indított az egyenlőtlenségek témájáról, amelyhez egzakt, tudományos alapokat is biztosított. A vagyon (és a jövedelmek) megoszlása ugyanis egyre aktuálisabb témává válik, miközben hosszú távú dinamikájáról meglehetősen hiányos ismereteink vannak. „*A tőke a 21. században*” egy egyedülállóan átfogó és részletes, csaknem három évszázad és húsz ország jövedelmi és vagyoni adatait magában foglaló adathalmaz, több mint egy évtizeden át tartó elemzésének eredményeit foglalja össze. Az elemzés elsősorban a fejlett világ, azon belül is Nyugat-Európa és az USA folyamatait helyezi a középpontba. A munka azonban nem korlátozódik az adatbázis részletes, matematikai-statisztikai szempontú elemzésére. Piketty hangsúlyos véleménye szerint a folyamatok megértéséhez elengedhetetlenül szükséges a társadalomtudományok széles körének bevonása is. Az elemzést ezért sűrűn átszövik a történelemből és az annak lenyomatát őrző irodalomból átemelt, szemléltető példák és tanulságok, amelyek által a könyv – műfaji lehetőségeihez képest – kifejezetten olvasmányossá válik.

A könyv központi állítása, hogy a vagyoni egyenlőtlenségek kialakulásának legfontosabb tényezője a tőke hozama és a gazdaság növekedése közötti különbség. Amennyiben a tőke átlagos hozama tartósan meghaladja a gazdaság növekedési rátáját (és minden más tényezőt változatlanul tekintünk), a vagyoneeloszlás egyenlőtlenségei elkerülhetetlenül növekedni fognak, mivel az öröklött vagyon gyorsabban nő, mint a kibocsátás és a jövedelmek. Ez a folyamat önmagában egy soha véget nem érő egyenlőtlenségi spirált eredményez,

Gutpintér Júlia a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: gutpinterj@mnk.hu.

hiszen folyamatosan növeli a tőke állományát, amely egyre több jövedelmet és hozamot produkál, és amelyet újra befektetve ismét növelhető a tőke állománya. *Piketty* szerint a mai gazdaság olyannyira sokrétű, hogy tőke tulajdonképpen a végtelenségig halmozható anélkül, hogy a hozama radikálisan lecsökkenne.

A két változó viszonyát, ezáltal a jövedelmi és vagyoni egyenlőtlenségeket egymással ellentétes irányú erők formálták, formálják, amelyek hatásuktól és számuktól függően a konvergencia vagy a divergencia irányába mozdíthatják a folyamatokat. A kutatás által lefedett időszak e folyamatok szempontjából alapvetően három nagyobb szakaszra osztható. AA 18. század végétől az első világháborúig a divergencia irányába ható folyamatok, mint az infláció csaknem teljes hiánya és az alacsony növekedés domináltak, ezért az egyenlőtlenségek nagyon magas szintje és folyamatos emelkedése volt jellemző, és ebben a trendben egészen 1914-ig semmiféle törés nem mutatkozott.

Az első világháborút követő, mintegy hetven év eseményei – beleértve a világháborúk okozta fizikai pusztítást, a gazdasági válságokat, illetve a háborúk után alkalmazott (gazdaság)politikai lépések hatását – a szerző szavaival élve, sokkoló hatással voltak a tőkére, az állományát és a hozamát tekintve egyaránt. Megjelentek a nagyon magas jövedelmeket és vagyonokat sújtó adók, amelyek önmagukban is csökkentették az egyenlőtlenségeket, de emellett lehetővé tették az állami szerepvállalás növekedését, a szociális állam kiépítését, amelynek eszközei, például az oktatáshoz való egyenlő hozzáférés biztosítása szintén az egyenlőbb társadalmak létrejöttét segítették elő. A legfontosabb, konvergencia irányába ható erő azonban maga a növekedés volt, amely korábban soha nem látott ütemet ért el, miközben a tőke hozama a fent említett folyamatok következtében soha nem látott mélységekbe zuhant. Ez egy olyan, a történelemben egyedülálló időszakot eredményezett, amelyben a gazdaság növekedése lényegesen meghaladta a tőke hozamát, és amelynek következtében az egyenlőtlenségek jelentős mértékben csökkentek. Létrejött az ún. „patrimoniális középosztály”, amely a 20. század egyik legjelentősebb társadalmi átalakulása a fejlett országokban. Ez a folyamat azt az optimista és illuzórikus látszatot keltette, hogy a kapitalizmus alapvető logikája érvényét veszítette, és egy olyan strukturális átalakulás zajlott le, amely következtében a jövedelmi és vagyoni egyenlőtlenségek már nem térhetnek vissza a korábbi pályájukra. Ez azonban távol áll a valóságtól, a tőke hozama és a növekedés közötti összefüggés ugyanúgy érvényes, és *Piketty* véleménye szerint a csökkenésnek kizárólag politikai és intézményi, nem pedig strukturális okai voltak.

Az 1970-es, 1980-as évektől azonban az addig hosszú távon csökkenő trendek megfordultak, a divergencia irányába ható tényezők felerősödtek. A háborúban vesztes országok felzárkózási folyamatai lezárultak, a demográfiai átmenet egyre előrehaladottabbá vált a fejlett világban, ezek következményeként a növekedés egyre inkább lelassult. Erre a gazdaságpolitikai környezet radikális megváltoztatása volt a válasz, elsőként és legfőképpen az angolszász országokban. A neoliberais gazdaságpolitika térnyerése, ezen belül is a legnagyobb jövedelmeket érintő adók drasztikus csökkentése *Piketty* szerint kulcsszerepet játszott az egyenlőtlenségek növekedésében azáltal, hogy a legmagasabb és legalacso-

nyabb jövedelmek közötti szakadékot kiszélesítette. A legnagyobb jövedelmeket terhelő adók 1980 és napjaink közötti csökkenése erőteljesen korrelál a jövedelmi hierarchia top decilise és centilise nemzeti jövedelemből való részesedésének ugyanezen időszak alatti növekedésével.

Piketty egyik figyelemre méltó eredménye az ún. „szupermenedzseri” jövedelmek ugrás-szerű, az átlagnál lényegesen nagyobb növekedése mögött álló okok feltárása. A népszerű magyarázat szerint ez a termelékenységük átlagosnál nagyobb növekedésére vezethető vissza, de sokkal valószínűbb – és a statisztikai adatok is azt támasztják alá –, hogy a növekedés ettől szinte teljesen függetlenül következett be. Véleménye szerint a jövedelemadók drasztikus csökkentése teljesen átalakította a vezetői fizetések kialakításának gyakorlatát. A vezetői teljesítmény, hozzáadott érték objektív és egzakt megítélése szinte lehetetlen, különösen egy olyan gazdaságban, amely egyre „súlytalanabb” és „megfoghatatlanabb”, így elkerülhetetlen, hogy a szubjektív szempontok érvényesüljenek a javadalmozással kapcsolatos döntések során. Az egyre alacsonyabbá váló adókulcsok által motivált vezetők így rábeszélőképességüket érvényesítve, egyre nagyobb hatást gyakoroltak a saját javadalmozásukkal kapcsolatos, döntően szubjektív szempontokon alapuló döntésekre, amelyeknek eredményeként a fizetések és juttatásaik példátlan magasságokba emelkedtek.

Az 1970-es évek óta egyre erősödnek a divergencia irányába ható tényezők. A tőkeállomány növekedése, a gazdasági és demográfiai növekedés lassulása, a legnagyobb és legkisebb jövedelmek közötti szakadék mélyülése, illetve a fennálló gazdaságpolitikai környezet, a globalizáció és a pénzügyi kapitalizmus kiteljesedése mind az egyenlőtlenségek növekedését segítik elő. A szerző álláspontja szerint egyre nagyobb az esélye annak, hogy egy 19. századihoz hasonló berendezkedés van kialakulóban, amelyben az öröklött vagyon egyre fontosabb szerepet játszik, a vagyon egyre jobban koncentrálódik, miközben a jövedelmi egyenlőtlenségek is fokozott ütemben nőnek, a középosztály pedig zsugorodik. A társadalmilag és gazdaságilag is kártékony, a demokrácia alapértékeit is aláásó jövedelmi és vagyoni egyenlőtlenségeket nem szabad „magukra hagyni”, mindenképp szükséges a beavatkozás, különösen annak fényében, hogy az egyenlőtlenségeket csökkentő, természetes folyamat, a növekedés a jövőben minden valószínűség szerint sokkal lassabb lesz, mint a 20. században bármikor.

A szerző sokak által kritizált, de saját maga által is utópisztikusnak tartott javaslata szerint egy globális és éves szintű progresszív vagyonadó bevezetésére van szükség, amely megakadályozza a végtelen egyenlőtlenségi spirál mélyülését, hatékonyan szabályozza a globális gazdaságot, igazságosan elosztja annak javait az országokon belül, miközben biztosítja a gazdaság nyitottságát, a piac szabadságát, megkíméli a tőkefelhalmozás motorját, valamint magas szintű nemzetközi pénzügyi transzparenciát követel meg és tesz lehetővé.

Korunk intézményeinek válsága

Horváth Zoltán

Niall Ferguson The Great Degeneration – How Institutions Decay and Economies Die

London: Penguin Group, 2012, p. 192

ISBN: 9781846147326

Niall Ferguson – napjaink legismertebb brit gazdaságtörténésze – legújabb könyvében a nyugati civilizáció hanyatlásának okait igyekszik megvilágítani. A Nyugat hanyatlásának jelei körülvesszük bennünket: lassuló növekedés, emelkedő tartozások, elöregedő népesség, erősödő anitiszociális magatartás. Történelmi távlatból szemlélve, a nyugati országok mára példátlan mértékű adósságot halmoztak fel, ugyanakkor csökken az aktív dolgozók száma. 1980 óta a társadalmi egyenlőtlenség folyamatosan növekszik, nő a bürokrácia, csökken a társadalmi mobilitás. Az Egyesült Államok valaha a lehetőségek hazája volt, ma egy új arisztokrácia, egy ún. „kognitív elit” (felsőfokú végzettségű vezető réteg) tartja kézben az irányítást. *Ferguson* szerint a Nyugat mára az *Adam Smith* által *A nemzetek gazdaságában* kifejtett „mozdulatlan állammá” vált.

De mik az okok? *Ferguson* szerint a válasz abban rejlik, hogy a Nyugat intézményrendszere – amely biztosította múltbéli sikereit –, válságba került. Azok a magyarázatok, amelyek csupán a „deleveraginggel”, a globalizációval, az információtechnológiai robbanással, pénzügyi vagy politikai változásokkal igyekeznek magyarázni a helyzetet, elégtelenek. A szerző olvasatában négy pilléren alapult az 1500 utáni nyugati társadalom sikere: így a képviseleti kormányzáson, a szabadpiacon, a jog uralmán és a civil társadalmon. Ezek azok az intézmények, amelyek napjainkra leromlottak. Ennek megfelelően a valódi okok a demokratikus deficit, a piaci szabályozás törékenysége, a jogállam eróziója és az „uncivil” társadalom.

A könyv egyes fejezetei ezt a négy okot vizsgálják. Az első a demokrácia, vagyis a képviseleti kormányzás válságát: a dicsőséges forradalmat követően az angol elit átalakult, a felemelkedés lehetősége megnyílt, vagyis a társadalom mobilitása addig nem látott mértékben megnőtt és a korona hatalma alárendelődött a parlamentnek. Mindez megnyitotta az utat egy demokratikus intézményrendszer kifejlődése, majd a brit világbirodalom kiépülése előtt. Ezt az intézményrendszert vette át a Nyugat, és ennek a válságát éljük meg ma. Több hibája mellett a legnagyobb bűne az, hogy a folyamatosan magas államadósságon keresztül a jövő generációk elől fogyaszt, felrúgva ezzel a generációk közötti partnerséget.

Válságba került a nyugati társadalom másik erős pillére, a szabadpiac is. *Ferguson* szerint álságos vita zajlik arról, hogy szigorúbb szabályozásra avagy deregulációra van-e szükség. A 2007–2008-as katasztrófát követően meglepően alacsony volt az elmarasztaló ítéletek száma. Valójában a szabályozás minősége nem megfelelő: nincs visszatartó ereje és nem szankcionál hathatósan. Ugyancsak meg kellene erősíteni a központi bankok hatósági szerepét úgy a monetáris, mint a felügyeleti rendszerben.

A harmadik pillér, a jogállam válsága talán a legsúlyosabb. A sikerei csúcsán álló viktoriánus Anglia általános ügyekkel foglalkozó bírói testülete csupán 15 főt számlált. Ugyancsak ebben a korban a társaságok alapítását, a gazdaság fejlesztését a jogi intézményrendszer és a jogászok – mint a társadalom élcsapata – feltétel nélkül támogatták. Ezzel szemben napjainkban a nemzetbiztonsági szempontokra hivatkozva túlterjeszkedő állam, a törvények bonyolultsága, valamint a jogrendszer fokozódó költségei szétzilálják a jogállamiság hagyományait, ellehetetlenítik az igazságszolgáltatás és piacgazdaság érdekeinek érvényesülését. *Ferguson* azt állítja, hogy a jogi és politikai rendszer elmeszesedésének oka főként az, hogy nem tud ellenállni a szervezett érdekcsoportok „járadékvadász” tevékenységének.

A negyedik pillér a civil társadalom, amely szintén a hanyatlás jeleit mutatja. *Ferguson* riasztó adatokat közöl a civil szféra visszaeséséről. Ennek oka szerinte jórészt az egyre erősödő állam, amely a biztonság ígéretével visszaszorította a civil szférát. Pedig az igazi állampolgárság a részvételen, önmagunk kormányzásán, a gyermekeink iskolázásán, az elesettekre való odafigyelésen, a bűn elleni harcon, utcáink tisztán tartásán alapszik. Cáfolja azt a vélekedést, amely szerint ezt a feladatot a manapság népszerű internetes közösségi hálózatok át tudnák vállalni. A szerző szerint a reformnak az intézményeken kívülről, a civil társadalom szerveződéseitől kell jönnie, vagyis tőlünk, az állampolgároktól.

Ferguson szerint a jövő azoknak lesz könnyebb, akik nem adósodnak el, vagy akiknek nagy nyersanyagkészleteik vannak. De sok tényező kiszámíthatatlan. Nem tudjuk, hogy milyen nyersanyag szerepe értékelődik fel, vagy azt, hogy a politika hogyan fogja befolyásolni az életünket. Nem látjuk előre a természeti katasztrófákat, az atomfenyegetés méreteit vagy a váratlanul kitörő háborúkat sem. Pesszimista a tekintetben is, hogy egy technológiai forradalom lendítené előre a civilizációt. *Ferguson* állítja: a több és gyorsabb információ önmagában nem jó, semmi nem biztosítja azt, hogy jó célra fordítsák.

Adam Smith úgy vélte, hogy az államok akkor érnek el a mozdulatlanság szakaszába, amikor a „járadékvadász” elit átveszi az irányítást a gazdasági és a politikai folyamatok felett. *Ferguson* azt állítja, hogy a nyugati világ legfontosabb részein mára bekövetkezett ez a helyzet. A mostani generáció a következő és a még meg nem született kontójára költekezik, az államadósságok válsága pedig nem más, csupán tünet, tünete az eljövendő generációk elárulásának. A bonyolult, de hatástalan szabályozás csak a rendszer törékenységét növeli. A jog uralma, vagyis a jogállam a jogászok uralmává torzult. A jogászok, akiknek a jogrend megújításában és a dinamikus társadalom fenntartásában kezdeményező szerepet kellene vinniük, a mozdulatlanság parazitáivá váltak. Az egykor viruló civil társadalom pedig hanyatlik, elszárad a vállalati érdekek és a túlburjánzó kormányzat közötti „senkiföldjén”. Ezeket a tényezőket együtt nevezi *Niall Ferguson* a Nagy Degenerációnak.

Az előttünk álló időnek az a nagy kihívása, hogy meg tudjuk-e javítani az intézményeinket, megfordítva a Nagy Degenerációt, és visszatérünk-e a valódi szabad társadalom alapelveihez. Véleménye szerint a civil szféra, az állampolgári kezdeményezés lehet ennek a megújulásnak a letéteményese.

Devizahitel-függőség és konszolidáció

Husztí Ernő

Lentner Csaba (szerk.)

A devizahitelezés nagy kézikönyve

Nemzeti Közszoigálati és Tankönyvkiadó, Budapest, 2015, p. 616

ISBN: 978-615-5344-62-6

A könyv szerzői részletesen bemutatják és tárgyalják napjaink egyik leginkább vitatott és érzékeny, több százezer banki – lakossági és önkormányzati – ügyfelet érintő problémáját, a devizában történő hitelnyújtást, valamint az ilyen hitelek esetében tapasztalható, egyre növekvő törlesztési nehézségeket. Ez utóbbiakban a nem kielégítő felügyeleti szabályozás és ellenőrző tevékenység, a pénzügyintézetek gazdaságilag megalapozatlan hitelexpanziója és a hiteladósok felelőtlen tehervállalása némileg eltérő mértékben ugyan, de egyaránt szerepet játszott. Az ezekből adódó, kedvezőtlen következmények felszámolása fontos állami (fiskális) és monetáris feladattá vált. A tanulmánykötet szerzői e feladat megoldásával kapcsolatban fejtik ki véleményüket, fogalmaznak meg javaslatokat közpénzügyi, jogi és európai uniós szempontokat figyelembe véve. Az alkotó szerkesztő álláspontja szerint a magyar lakossági devizahitel-probléma önmagában nem értelmezhető, csak nemzetközi és történelmi kontextusban (Lentner, 2015).

A kötetet nem a fejezetek sorrendjében, hanem tematikájuk szerint ismertetem, a történelmi előzményektől – a folyamatok sorrendjében – a megoldást szolgáló intézkedésekig.

A kormányzati és a lakossági eladósodás már a Trianon utáni Magyarországon sem volt ismeretlen, mivel a népszövetségi kölcsön magas kamatszínvona miatt a létrejött MNB is kénytelen volt ahhoz igazodni, ezért a hazai hitelkereslet vonzó volt a külföldi tőke számára. A jövedelmezőségi viszonyok azonban nem tették lehetővé a reális megtérülést, ezért az adósok a rövid lejáratú hiteleket hosszú lejáratú célok finanszírozására használták fel, ami eleve kizárta a reális megtérülést. Az ismert 1929–33-as válságban összeomlott a hitelpi-

Husztí Ernő címzetes egyetemi tanár, az MTA doktora. E-mail: husztierno@t-online.hu.

ac, az MNB bevezette a kötött devizagazdálkodást, transzfermoratóriumot hirdetett meg és megkezdte a jegybanki alapkamatláb fokozatos csökkentését 4,5 %-ra (*Schlett, 2015*).

Matolcsy György, az MNB elnöke szerint az újabb kori devizahitelezés elterjedése súlyos gazdasági és társadalmi problémákat okozott a 2000-es évtized végére, amelyeket csak fokozatosan és jelentős költségekkel lehet felszámolni. Elterjedésében hitelkeresleti és -kínálati okok mellett nemcsak gazdaságpolitikai döntések és hibák játszottak szerepet, de a pénzügyi kultúra fogyatékosai és az árfolyamkockázat ismeretének hiánya is. Mivel a devizában történő eladósodás a gazdasági élet csaknem valamennyi szereplőjét érintette, az országos problémává vált. Negatív következményeinek feltárása komoly kihívást jelent az állam számára. A szükségessé váló intézkedéssorozat 2010-ben a jelzálogjog bejegyzésének a megtiltásával kezdődött, azaz megszűnt a devizahitelek folyósítása. Majd az árfolyamgát keretében a devizaadósok öt éven keresztül kedvezményes árfolyamon törleszthetik devizahitelüket, s folyamatos támogatásban részesülnek a devizahitelezés kivezetése érdekében (*Matolcsy, 2015*).

A devizahitelek igénybevételét kétségtelenül vonzóvá tette, hogy a kamatai jelentősen alacsonyabbak voltak a korabeli forinthelekéinél. A 2000-es évtized elején a svájci frank kamata alig változott, s a lakosság sem számolt jelentősebb árfolyamkilengésekkel. A 2008-as pénzügyi válság azonban drasztikus változásokat hozott, s a forint igen rövid idő alatt közel 40 százalékkal értékelődött le a svájci frankkal szemben. Ez a meglepetés erejével hatott a korábbi pénzbőséggel és likviditással szemben.

Mindeközben az addigi expanziós fiskális politika, a kellő pénzpiaci ismeretek hiánya, a szabályozási környezet bizonytalanságai és a hazai gazdaságpolitika határozatlansága egyaránt sérülékenyebbé tették az országot.

A gazdaságpolitika 2010-től kezdte a devizahitelezés továbbterjedését megakadályozni. Elsőként az államadósság mérséklését és a devizahitelezés visszaszorítását, illetve megszüntetését célzó intézkedések történtek. Ide sorolható egyebek mellett a kedvezményes árfolyamon történő végtörlesztés, a kilakoltatási moratórium, a kedvezményes lakásbérleti lehetőség.

Az intézkedések eredményeként javult az ország külső egyensúlya, folyó- és külkereskedelmi mérlege, de a bankok külső adósságállománya is kedvezőbb képet mutatott. Mindezek hatására csökkent hazánk külső sérülékenysége, javult a devizatartalék és a jegybank eredménye, ami biztosítja a külső egyensúly hosszabb távú fenntarthatóságát (*Erhart et al., 2015*).

Némileg más megközelítésben a lakossági devizahitelezés következményeként kialakult nehézségeket a túlzottan expanzív fiskális és a meglehetősen restriktív monetáris politika együttesen idézte elő. A 2004-ben létrehozott Pénzügyi Stabilitási Bizottság tagjai (MNB, PM, Bankfelügyelet) eltérően ítélték meg a kialakult helyzetet, így konszenzusos dönté-

sek nem születtek, holott szükségessé vált volna egy felelős makroprudenciális hatóság kijelölése.

Miután a hazai bankok stratégiája a gyors volumennövekedésre épült, a kockázati szempontokat általában figyelmen kívül hagyták. Az árfolyamkockázat azonban egyre meghatározóbbá vált, ezt azonban az ügyfelekre hárították át. Mivel a kamatfeltételek sem voltak egyértelműek, még a tisztességtelen kamatemelés lehetősége is fennállt. Az alkalmazott kockázatkezelési módszerek tehát gyakran alkalmatlanok voltak a kockázatok valós mérésére; a pénzügyi közvetítőrendszerbe vetett bizalom is megrendült és széles társadalmi problémává vált (*Bethlendi et al., 2015*).

A devizában történő hitelfelvételek nemcsak a lakosság körében idéztek elő és okoznak problémákat, hanem az önkormányzatoknál is – bár több európai országban megtiltják az önkormányzatoknak a működési célú hitelek felvételét, gyakran akkor is, ha bizonyos fejlesztések elengedhetetlenek. Hazánkban a korlátozást több szempontból is ellenzik, mivel esetenként nem veszik figyelembe a működési és a fejlesztési célok eltérő jellegét, az önkormányzatok méretét, valamint a túltervezett előirányzatokat.

Ugyanakkor az önkormányzatok gyakran oly módon kötöttek hitelügyleteket, hogy nem számoltak azok terheivel és törlesztésük forrásaival. Az Országgyűlés 2011-ben új önkormányzati törvényt hozott, amely átalakította az önkormányzati feladatokat, és a finanszírozás rendszerét feladatalapúvá tette. Ennek hatására nemcsak csökkent az önkormányzatok adósságállománya, de az új szabályozás jelentősen közeledett az európai gyakorlathoz is (*Gregóczy, 2015*).

A devizában történő jelzáloghitelezésnek (lakásfinanszírozásnak) a pénzügyi stabilitásra gyakorolt hatása különböző az eltérő fejlettségű országokban, bár jellege és részesedése nem függ az adott gazdaság fejlettségi színvonalától, sokkal inkább annak pénzügyi stabilitásától. A részvétel főbb kritériumai a következők: (i) a lakások legyenek megfizethetőek; (ii) rendelkezzenek az építkezésekhez szükséges közvetlen és közvetett intézményekkel; (iii) legyen megfelelő felügyeleti és szabályozási struktúra; (iv) a saját tulajdonú lakások részesüljenek adókedvezményekben; (v) máshol viszont elsősorban a bérlakások építését preferálják (pl. az NSZK-ban).

A válság hatására még a fejlett gazdaságokban is romlott a hiteltörlesztési morál és csökkent a pénzügyi szektorba vetett bizalom. A felelőtlen hitelnyújtás és -felvét a fejlett világban is súlyos következményekkel járt.

Az új jegybanktörvény alapján 2013-ban megalakult a Pénzügyi Stabilitási Tanács, amely figyelemmel kíséri a pénzügyi közvetítőrendszer és a piacok stabilitását, a felmerülő kockázati tényezőket, az EU-hatóságok ezekre vonatkozó ajánlásait, a hitelképességi kritériumok alakulását stb.

Az előzőekből következően felül kell vizsgálni a lakásfinanszírozással kapcsolatos korábbi döntéseket, többek között az alacsony jövedelmű háztartások számára kedvezőbb bérleti feltételeket alkalmazni stb. Ezt szolgálja, hogy 2015. január 1-jétől a legális jövedelemhez igazodhat a hitel-igénybevétel, valamint a törlesztés mértéke. Az elmúlt évtizedben ugyanis a háztartások pénz- (készpénz + betét) és hitelállományában markáns eltolódás következett be az utóbbiak javára. Egyes években a hitelállományuk már magasabb volt pénzmennyiségüknél (betét + készpénz). Ez a helyzet már nemcsak a devizaeladósodás mértékét érintette hátrányosan, hanem a lakosság likviditási pozícióját is. Bár ezt a helyzetet a kormány igyekezett a rögzített árfolyammal, bizonyos kényszerintézkedésekkel, a Nemzeti Eszközkezelő Társasággal, a végtörlesztéssel és a Bankszövetséggel kötött megállapodással enyhíteni, illetve a devizaalapú hitelek arányát mérsékelni, de a kialakult helyzetre a bank-rendszernek, a Bankfelügyeletnek és a jegybanknak már korábban fel kellett volna figyelnie (*Novoszáth, 2015*).

A devizahitelezés nemcsak hazánkban, de más közép- és kelet-európai országokban is megjelent, a problémák kezelése azonban eltérő volt. Míg Lengyelországban, Magyarországon és Romániában az euróhitel alacsony kamatlábjával szemben jelentős volt a különbség a nemzeti valutáéval szemben, addig Szlovákiában, Szlovéniában az euróhoz való csatlakozás után jelentősen csökkent a devizahitel-állomány, amely elsősorban a vállalatokhoz volt köthető. Csehországban pedig a jegybank a vállalatokra korlátozta a devizahitelek felvételi lehetőségeit.

Végül az EU is szükségesnek ítélte a bankszektor megreformálását az Európai Rendszerkockázati Testület (ESRB), a Pénzügyi Felügyelet Európai Rendszere, majd a Bankunió létrehozásával. Ezzel a kockázatkezelést a nemzeti mellett nemzetközivé emelte (*Buda, 2015*).

A tankönyv széleskörű ismereteket nyújt nemcsak az oktatás, de a szakemberek és az érdeklődők számára is.

Felhasznált irodalom

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 Közzolgálati Tankönyvkiadó, Budapest, pp. 87–120.

BUDA LORINA (2015): *A devizában dominált hitelek megjelenése az újonnan csatlakozott közép- és kelet-európai tagállamokban*. In: LENTNER CSABA (Szerk.): *A Devizahitelezés nagy kézikönyve*, Nemzeti Közzolgálati Tankönyvkiadó, Budapest, pp. 511–528.

ERHART SZILÁRD – KÉKESI ZSUZSA – KOROKNAI PÉTER – KÓCZIÁN BALÁZS – MATOLCSY GYÖRGY – PALOTAI DÁNIEL – SISAK BALÁZS (2015): *A devizahitelezés makrogazdasági hatása és a gazdaságpolitika válasza*. In: LENTNER CSABA (Szerk.): *A Devizahitelezés nagy kézikönyve*, Nemzeti Közszerológálati Tankönyvkiadó, Budapest, pp. 121–158.

GREGÓCZKI ETELKA (2015): *A hitelezés, a devizahitelezés elterjedésének, majd korlátozásának jogi környezete (az önkormányzatoknál)*. In: LENTNER CSABA (Szerk.): *A Devizahitelezés nagy kézikönyve*, Nemzeti Közszerológálati Tankönyvkiadó, Budapest, pp. 275–298.

LENTNER CSABA (2015): *Utószó a Devizahitelezés nagy kézikönyve c. monográfiához*. In: LENTNER CSABA (Szerk.): *A Devizahitelezés nagy kézikönyve*, Nemzeti Közszerológálati Tankönyvkiadó, Budapest, pp. 601–604.

MATOLCSY GYÖRGY (2015): *MNB elnöki előszó a Devizahitelezés Nagy Kézikönyvéhez*. In: LENTNER CSABA (Szerk.): *A Devizahitelezés nagy kézikönyve*, Nemzeti Közszerológálati Tankönyvkiadó, Budapest, pp. 13–16.

NOVOSZÁTH PÉTER (2015): *A lakásépítés finanszírozása és a pénzügyi stabilitás – vissza a kezdetekhez?* In: LENTNER CSABA (Szerk.): *A Devizahitelezés nagy kézikönyve*, Nemzeti Közszerológálati Tankönyvkiadó, Budapest, pp. 223–274.

SCHLETT ANDRÁS (2015): *„A devizahitelezés történeti előképe”. Magyarország külső eladó-sodása az 1920-as években*. In: LENTNER CSABA (Szerk.): *A Devizahitelezés nagy kézikönyve*, Nemzeti Közszerológálati Tankönyvkiadó, Budapest, pp. 63–86.

A zene véget ért

Módos Dániel

Alan S. Blinder

After the music stopped: The Financial Crisis, the Response and the Work Ahead

New York: Penguin Press HC, 2013, p. 496

ISBN: 978-1594205309

Alan S. Blinder könyvében a 2007-ben kitörő pénzügyi és gazdasági válságot, annak előzményeit, illetve a válság tanulságait, következményeit tárgyalja. A szerző az ehhez a szédületes eseménysorhoz vezető utat mutatja be három nagyon fontos kérdéskör megválaszolásával: (i) Hogyan kerültünk ekkora bajba? Melyek voltak azok a hibák és kik a felelősök, amelyek/akik előidézték a válságot, és hogyan érhetjük el, hogy ezek soha ne ismétlődjenek meg? (ii) Mit tettünk, hogy orvosoljuk a problémákat és csökkentjük a pusztítás mértékét? A gazdaságpolitikai válaszok megfelelőek, koherensek és alaposan megtervezettek, előkészítettek voltak? Vajon a politika segítette vagy akadályozta a szükséges gazdaságpolitikai lépések megtételét? (iii) A 2007–2009-es válságból a megfelelő konklúziókat vontuk le? A 2010-ben hozott prudenciális szabályok vajon megfelelő irányba terelték a pénzügyi rendszer működését? Mi lehet a következő veszélyforrás, és megfelelő védelmi mechanizmussal rendelkezünk-e ellene?

A szerző az első kérdésre válaszul bemutatja a válság felé vezető utat. A „Hogyan kerültünk ekkora bajba?” kérdésre nem adható egyszerű válasz, mivel több tényező együttállásának köszönhető. A legszembetűnőbb ok természetesen az alacsony kamatkörnyezettel táplált ingatlanpiaci buborék kipukkadása lehet, azonban önmagában ez nem feltétlenül okozhatna ekkora problémát.

A szerző hét „bűnöst” azonosít könyvében. Az első az ingatlan- és kötvénypiaci buborék, amelyek egymást erősítve váltak egyre nagyobbá. Míg az amerikai ingatlanpiacon 1890 és 1997 között évente átlagosan 0,1%-kal emelkedtek az árak, addig 1997 és 2006 kö-

zött összesen 85%-kal! Ilyen körülmények között a lakás nagyon jó befektetésnek tűnt. Az ingatlanok fedezeti értéke emelkedett, ami a hitelfelvevőket további hitelfelvételre, a hitelt nyújtókat további hitel nyújtására ösztönözte. Azaz az ingatlanárak emelkedése miatt tőkeáttétel keletkezett a rendszerben. Ezt erősítette az is, hogy 2000 után az USA rekord alacsony kamatkörnyezetben működhetett.

A második bűnös a rendszerben kialakuló, túlzott tőkeáttétel. A válság előtt a lakossági jelzálogtermékek esetén az ügyfelek 5%-os önrésszel vehettek lakást, ami húszszoros tőkeáttételt jelent, azaz az ingatlan 5 százalékos értékcsökkenése esetén az ügyfél elvesztette a teljes önrészét! A gyakorlatban azonban sokszor az önrészt is hitelből fizették meg.

Felelőtlen banki hitelezési politika jellemezte a lakossági hitelezést. A nem szabályozott értékpapírok és derivatívák piaca, valamint a hitelminősítők téves információkon alapuló minősítései és érdekkonfliktusai, továbbá a túl magas kompenzációs csomagok a pénzügyi intézményeknél túl nagy profitelvárásokhoz, így felelőtlen kockázati magatartáshoz vezettek.

Ezt követően a szerző a válság lefutását tárgyalja, ezen belül is kiemelkedő helyen a kormányzat, valamint a Fed reakcióit, és éles kritikával illeti azokat. A Fed 3000 milliárd dollárra felduzzadt mérlegét túl nagy kockázatnak tartja, ahogy azt a gyakorlatot is, hogy a rosszul működtetett, emiatt bajba jutott pénzügyi intézményeket mindig kimentik. Lehetetlennek tartja a jelenlegi helyzetet: azok, akik a válságok okozták (a bankárok) ugyanúgy élnek, mint a válság előtt; de azok akik elszenvedték a válságot (a lakosság), jelentős és a mai napig helyre nem hozott károkat szenvedtek.

Blinder számos, a jövőben megoldandó problémára is felhívja a figyelmet. A legégetőbb kérdések közé tartozik, hogy a Fed hogyan képes megszüntetni nemkonvencionális eszköztárát (mennysiségi lazítás, előrettekintő iránymutatás, nulla közeli alapkamat stb.) anélkül, hogy ezzel nem kívánt pénzügyi turbulenciát idézne elő? A másik fontos kérdés: hogyan lehet csökkenteni az amerikai költségvetési hiányt és államadósságot anélkül, hogy ezzel akadályoznák a válság utáni kilábalást?

A szerző véleménye szerint a válságból tíz olyan tanulságot lehet levonni, amelyet hosszú távon is érdemes megfogadni. *(i)* Mindig emlékezzünk rá, hogy az emberek felejtenek – jó időkben hajlamosak azt hinni, hogy az örökké fog tartani, így olyankor mindig buborékok és előre nem látott kockázatok alakulnak ki. *(ii)* Az önreguláció nem megbízható – a piacoknak és az embereknek regulációra van szükségük. A „piaci fegyelem” (market discipline) kifejezés egy oximoron. *(iii)* A részvényesek érdekeit védeni kell – az igazgatótanácsnak jobb munkát kell végeznie, hogy megvédhesse a részvényesek érdekeit. Ezért a vállalat vezetőinek elszámoltathatóknak kell lenniük. *(iv)* Nem szabad alábecsülni a kockázatkezelés fontosságát – a döntéshozóknak fejleszteniük kell a kockázatkezelési részlegeket és meg kell fogadniuk a tanácsaikat. *(v)* Kisebb tőkeáttételt kell alkalmazni. A sokszor lehetetlenül nagy profitot hajhászó pénzügyi mérnökök (financial engineers) tevékenységét korlátozni

kell. (vi) Fontos szempont az egyszerűség – a komplex pénzügyi instrumentumok előre nem látható kockázatokat rejtenek. (vii) A derivatív termékeket standardizálni kell, és szervezett tőzsdéken kell azokat kereskedni. A hatékonyan kezelt és szabályozott derivatív termékek hasznos eszközök lehetnek kockázatkezelésre, de helytelen használat esetén pénzügyi tömegpusztító fegyverekké válhatnak. (viii) Mindent a mérlegben kell tartani – a mérlegen kívüli tételek csökkentik az átláthatóságot. (ix) A javadalmazási rendszereken változtatni kell. A vezetőknek át kell gondolniuk, hogy a vállalatuknál alkalmazott javadalmazási rendszer mennyire ösztönzi a kockázatvállalást és mennyire bünteti a veszteség felhalmozását. (x) Figyelni kell a fogyasztóra – az ügyfeleket nem átlátható és félrevezető hitelezési praktikáknak kitenni az egész gazdaság egészségét veszélyezteti.

Kérdéses lehet, hogy a fentieket – bár nagyon hasznos tanácsoknak tűnnek – mennyire sikerül érvényesíteni a gyakorlatban. Egyes vélemények szerint sokszor a válságkezelés rakja le egy következő válság alapjait. Továbbá a szabályozás velejárója, hogy nem lehet teljes körű, így mindig akadnak kiskapuk, amelyek révén eddig nem ismert vagy rég elfeledett kockázatok halmozódnak fel. A szerző is megjegyzi, hogy a válságok visszatérnek – ahogy a túl magas tőkeáttétel és a laza kockázatkezelési gyakorlat is –, de a szabályozói elvárások szintén lazulni fognak. Az intézményi változásokra azért van szükség elsősorban, hogy egy jövőben bekövetkező válság káros hatásai kisebbek legyenek. Amíg képesek vagyunk észben tartani a jelenlegi válság tanulságait, és emlékeink alapján döntéseket hozni, addig egy következő nagy válság kockázatai alacsony szinten tudnak stabilizálódni.

Viselkedéstudományi portfóliókezelés

Rékási Róbert

C. Thomas Howard Behavioral Portfolio Management

UK: Harriman House Ltd., 2014, p. 324

ISBN-13: 978-0857193575

A tőkepiacok és portfóliókezelés elmélettörténetére, hasonlóan más tudományágakhoz, egymást váltó paradigmák történeteként tekinthetünk: az elmúlt 80 évben két irányzat váltotta egymást, napjainkban pedig a harmadik felemelkedését láthatjuk. *Graham* és *Dodd* 1934-es *Értékpapír-elemzés (Security Analysis)* című könyve a fundamentális elemzés alapjait vetette meg, ami az első rendszerezett megközelítése volt a tőkepiacok elemzésének, illetve az azokba való befektetésnek. A szerzők állítása szerint pénzügyileg eredményesebb részvényportfóliók építhetők a vállalatok fundamentumainak elemzésével és az érzelmek által vezérelt befektetők okozta ártorzulások kiaknázásával.

Ezt az elméletet váltotta az 1970-es években teret nyerő, modern portfólióelmélet, amely elfogadta, hogy számos befektető érzelmi alapon hoz döntéseket, azonban amellet érvelt, hogy kellő számú racionális piaci szereplő van, akik az ártorzulásokat arbitrázs (vagyis kockázatmentes profitot eredményező) ügyletekkel megszüntetik. Amennyiben racionális várakozások uralják a piacokat, akkor a piaci árak hatékonyak, azaz az összes rendelkezésre álló, publikus információt tartalmazzák. Hatékony piacokon értelmetlen fundamentális elemzést végezni. Ebben a keretrendszerben az aktív portfóliókezelés nem eredményez hosszú távon magasabb hozamot, a befektetőknek passzív, indexkövető stratégia ajánlott, mivel az olcsóbban megvalósítható.

Az emberi döntési folyamatok vizsgálata nem támasztotta alá a racionális várakozás hipotézisét, ehelyett az érzelmek és heurisztikák fontosságát találta. A viselkedéstudományi alapú portfóliókezelés az a megközelítés, amely kiinduló feltételezéseit erre a megfigyelésre alapozza. Ennek alapján két befektetői csoport különböztethető meg, az „érzelmi

Rékási Róbert, CFA a Magyar Nemzeti Bank főosztályvezetője. E-mail: rekasir@mnbb.hu.

alapú tömeg” (*emotional crowd*) és a „viselkedéstudományi befektetők” (*behavioral data investor*), akik lényegében a racionális gondolkodású szereplők. Az „érzelmi alapú tömeget” azok a befektetők alkotják, akik döntéseiket érzelmekre és intuícióra, vagyis *Kahneman* 1-es rendszerére alapozzák: az automatikusan és gyorsan működő, erőfeszítés és kontroll nélküli, rövid távú gondolkodásra, társadalmi megerősítésre és elfogadásra, veszteségkerülésre, amire az ember fejlődéstörténete programozott bennünket. Ezzel szemben a viselkedéstudományi befektetők döntéseik meghozatala előtt az elérhető adatok alapos és átfogó elemzését végzik el, ami a 2-es rendszerű, tudatos gondolkodást jelenti, amelyben az erőfeszítés és a komplexitás nagy hangsúlyt kap.

A viselkedéstudományi portfóliókezelés első állítása, hogy az érzelmek által vezérelt tömeg dominálja a piaci árak alakulását, a fundamentumok alakulásának kisebb szerep jut. Az alapvető különbség a modern portfólióelmélet és a viselkedéstudományi portfóliókezelés között az arbitrázs hatékonyságának megítélésében rejlik. Ha az arbitrázs nem hatékony, akkor az ártorzulások tartósak maradhatnak, ekkor pedig aktív portfóliómenedzsmenttel jobb minőségű és eredményesebb portfóliók építhetők, mint egyszerű indexkövetéssel.

A viselkedéstudományi portfóliókezelés második állítása, hogy a viselkedéstudományi alapú befektetők magasabb hozamot érnek el. Ez az állítás az első alapelvből látszatra logikusan következik, az „érzelmi alapú tömeggel” ellentétes pozíciók felvétele azonban nagy kihívást jelent a befektetőknek saját érzelmi korlátaik miatt. A közvélekedés szerint az átlagos részvényalap nem ér el többelthozamot hosszú távon, azonban kutatások szerint az aktívan menedzselt részvénypiaci befektetési alapok sikeresek a jól teljesítő egyedi részvények azonosításában: a leginkább túlsúlyozott részvények számottevő többelthozamot eredményeztek.

A viselkedéstudományi portfóliókezelés harmadik állítása, hogy a befektetési kockázat nem más, mint a pénzügyi alulteljesítés esélye. A befektetési kockázat elemzésére a modern portfólióelmélet a volatilitást, vagyis a befektetési hozamok szórását használja. Ez a mutató azonban sokkal inkább az érzelmek számszerűsítésének eszköze, semmint a befektetési kockázaté. Ehelyett a befektetési kockázatot érdemesebb úgy tekinteni, mint a pénzügyi alulteljesítés kockázatát. Az alulteljesítés esélye függ a befektetés időhorizontjától: rövid távú befektetés esetén a volatilitás valós kockázat, hosszú távú befektetés esetén azonban a rövid távú áringadozások kevésbé fontosak.

A szerző áttekinti az „érzelmek kultuszát”: a bennünk lévő, számtalan érzelmi korlátot, mint például a rövidlátó veszteségkerülést, illetve azt, hogy a modern portfólióelmélet miképpen erősíti fel ezeket az érzelmeket és szolgálja ki az érzelmi igényeket. Howard rámutat arra is, hogy az érzelmi alapú döntéshozatal a legfőbb akadálya az eredményes befektetésnek és pénzügyi döntéshozatalnak. Ennek egy gyakorlati példája a volatilitáscsapda, ami az a jelenség, amikor a befektetők a részvényárak esése idején, a volatilitás emelkedésekor, a veszteségtől való félelem miatt felszámolják befektetéseiket, elvesze ezzel a részvénypiac „öngyógyítása” miatt később ismét emelkedő árakból származó nyereségtől. A könyv

tartalmaz egy tizenkét lépéses gyakorlati programot is az érzelmi fékek feloldására, illetve az érzelmi költségek csökkentésére, vagyis az „érzelmek kultuszának” hátrahagyására.

A szerző állítása szerint a modern portfólióelmélet által javasolt *Markowitz*-féle átlag-varianciaoptimalizáció helyett az érzelmi fékektől mentes viselkedéstudományi befektetők egy szűken definiált stratégia meggyőződéses pozíciók felvételén keresztül, konzisztens végrehajtásával sikerebb befektetési tevékenységet tudnak végezni. A szűken definiált stratégiák többszintű rendszere a meg nem figyelhető viselkedéstudományi faktorok proxyváltozókkal való közelítésén alapul. A meggyőződéses pozíciók felvétele a portfóliókezelő legjobb befektetési ötleteinek megvalósítását jelenti a túldiverzifikálással, vagyis az ügyfelek érzelmi igényeinek kiszolgálásával szemben. A konzisztens végrehajtás pedig a jelenlegi statikus, iparági sztenderd részvénykategorizálás (*style box*) helyett egy dinamikus, intelligens besorolási rendszernek való megfelelést jelent.

A szerző reményei szerint a hatékony piacok hipotézisének támogatója, *Eugene Fama* és annak ellenzője, *Robert Schiller* (és *Lars Peter Hansen*) 2013-as, megosztott Nobel-díja talán elindítja azt a vitát, ami elvezet a paradigmaváltáshoz, amellyel az érzelmek helyét ténylegesen átveszi a racionalitás.

Profitorientált oktatás a fejlődő országokban

Rózsás Tamás

James Tooley

The Beautiful Tree

A Personal Journey Into How the World's Poorest People are Educating Themselves

USA: Cato Institute, 2013, p. 302

ISBN: 978-1-939709-12-7 (paperback)

A számos fejlődő országban is alapos helyszíni tapasztalatot szerzett, több mint negyedszázada oktatásfejlesztéssel foglalkozó brit professzor, *James Tooley* könyve Afrika, India és Kína legszegényebbjeinek példáján mutatja be, hogy milyen sokra értékelik a világ szegényei a tanulást, és milyen találmányos a piac az elérhető lehetőségek biztosításában ott, ahol a rosszul működő helyi közigazgatás mellett a fejlett országokból érkező támogatás és a nemzetközi segélyszervezetek is kudarcot vallanak.

A könyv a szerző Indiában, Nigériában, Ghánában, Kínában, Kenyában és Zimbabweban folytatott, többéves helyszíni kutatásainak tapasztalataira épül, és az érintett országok legszegényebb diákjainak alapfokú oktatásával foglalkozik.

Tooley 2000 januárjában a Világbank által finanszírozott, az indiai elit számára luxusoktatást biztosító, drága magániskolák tanulmányozására irányuló kutatás alkalmával, szabadidejében bukkant a legszegényebbeknek olcsó, elérhető és a helyi állami közoktatásnál sokkal színvonalasabb oktatást biztosító magániskolák egész sorára Haidarábád nyomornegyedében. Ez a meglepő felfedezés indította a szerzőt arra, hogy más fejlődő országokban vizsgálódva ellenőrizze: csupán véletlen kivételként felbukkanó jelenségről van-e szó, vagy a nyereségérdekelt kisvállalkozásként működő, olcsó magániskolák valóban a megoldást jelenthetik a világ legszegényebbjei számára?

Tooley helyi szakemberekből, diákokból és Indiában néhány fiatal apácából toborzott kutatócsapatai több kontinensen több helyszínt vizsgáltak, és először mindenhol értetlenséggel

és megütközéssel szembesültek. Nem volt elég, hogy a helyi oktatáspolitikusok és köztisztviselők egyáltalán nem tudtak az országukban működő, számos olcsó magániskoláról, de el sem tudták képzelni azok létezését. Az indiai Haidarábád mellett *Tooley* egy sor szegényeket kiszolgáló magániskolát talált Nigériában, köztük a Lagos-lagúnában úszó, 200 óvodás és általános iskolás gyermeket tanító Ken Ade magániskolával, amely csupán egy volt a Lagos Makoko nevű nyomornegyedében működő 26 magániskola közül.

Hasonló eredménnyel zárult a szerző kutatása Ghánában is, ahol Accra környékén minden találomra kiválasztott faluban talált magániskolát. De ugyanígy számos magániskolára bukkant Kína észak-nyugati tartományában, Kanszuban is, ahol a helyi hivatalnokok az ország hivatalos ideológiájára hivatkozva, logikailag lehetetlennek tartották magániskolák létezését. Kenyában a nagyvárosokban és vidéken is sok magániskola működött azután is, hogy az állami oktatást ingyenessé tették. Erre egyébként sok fejlődő országban az állami közoktatásban is csak az utóbbi években került sor, de van, ahol még ma is fizetni kell a szülőknek az állami iskoláért.

Zimbabweban *Tooley*t a 2005. áprilisi választások előtt két nappal a kormánypárt föld alatti, ablaktalan biztonsági irodájában hallgatták ki, mert gyanúsnak és érthetetlennek találták a magániskolák iránti érdeklődését. Végül a párt vezetésétől érkezett telefonhívás után azért engedték el, mert a párt területi elnökének lánya is a szerző egyik helyi segítőjének magániskolájába járt.

Amikor a tényekkel szembesülve, a helyi hivatalnokok nem tagadhatták tovább a szegényeket kiszolgáló magániskolák létezését, azok színvonalát kérdőjelezték meg. Az általános érvelés szerint a szegény, tudatlan szülők nem lehettek képesek az oktatás színvonalának megítélésére, így a gyerekek számára megfelelő iskola kiválasztására és az ott folyó tanítás minőségének ellenőrzésére sem. A szerző állami- és magániskolákban tett, számos látogatása azonban mást bizonyított. Míg az állami iskolák valóban több pénzből, tágasabb és szebb épületekben működtek, tanítás gyakran szinte egyáltalán nem folyt bennük. Jellemzőek voltak a tanári hiányzások, késések, a tanári állások elnyerésével kapcsolatos korrupció és a gyerekek tanulására és problémáira fordított figyelem hiánya. Az állami iskolák nagyobb létszámúak voltak, de messze estek a gyerekek lakóhelyétől, akiknek ezért zsúfolt és veszélyes nyomornegyedeken át kellett volna eljutniuk minden nap az iskolába. Ezzel szemben a magániskolák tulajdonosai szigorúan vették a tanári hiányzást, és megkövetelték a gyerekekre való odafigyelést, mert saját megélhetésük és vállalkozásuk jövője múlt rajta. A rendszerint kisebb magániskolák emellett helyben voltak, a tulajdonosok és a tanárok jól ismerték a gyerekek és a szülők hétköznapi problémáit, jobban alkalmazkodtak azokhoz. Minden vizsgált helyszínen általános volt az is, hogy a magániskolákban az árván maradt gyerekek és néhányan a többieknél is szegényebbek közül ingyen tanulhattak.

A világ különböző tájai mellett *Tooley* könyve a múltba is tesz egy utazást. Ennek keretében bemutatja, hogyan tette tönkre a brit uralom – elsősorban a whig politikus, *Thomas Babington Macaulay* vezetésével – azt a hagyományos indiai közoktatási rendszert, amelynek

módszereit egyébként *dr. Andrew Bell* tiszteletes munkája nyomán a korabeli Angliában is sikerrel alkalmazták és mintának tekintették. *Tooley* a korabeli India és Anglia oktatási rendszerének fejlődését összehasonlító történeti adatokkal igazolja, hogy a britek 19. századi reformjaikkal nem hogy felépítették volna az új indiai oktatási rendszert, hanem tönkretették a meglévő és jól működő régit, azaz *Tooleynak* egy indiai szerzőtől átvett hasonlatával megfogalmazva: kicsavarták a gyönyörű fát.

Végül a könyv ismerteti a nemzetközi szervezetek, valamint a támogatott és támogató országok kormányai számára dolgozó oktatásfejlesztési szakértők általános vélekedését és a szegények számára nyújtott, olcsó magánoktatással szembeni, mélyen gyökerező ellenérzéseik mögötti tényezőkre is rámutat. A szakértők elvei a gyakorlatban a megfelelő ösztönzők hiánya és a fejlődő országok közigazgatásának súlyos hiányosságai miatt nem működnek, míg az olcsó magániskolák a gyakorlatban is a tényleges megoldást nyújtják a szegény gyerekek nagyobb részének taníttatására.

Tooley maga is részt vesz ebben a munkában. Társalapítóként közreműködik két olyan szervezet tevékenységében is, amelyek a legszegényebbek számára elérhető, alacsony költségű magániskolákat létesítenek elmaradott térségekben. Az Omega Schools Ghánában, az Empathy Learning Systems az indiai Haidarábádban működik. Az, hogy *Tooley* maga is részt vesz e két szervezet munkájában, mutatja, hogy a szerző nem csupán hisz a könyvében bemutatott megoldás sikerében és előnyeiben, hanem valóban jól ismeri a legszegényebbeknek kínált, profitorientált magánoktatás lehetőségeit és előnyeit.

Világmozgató népességvándorlás

Vida Orsolya

Paul Collier Exodus – How Migration is Changing Our World

Oxford University Press, 2013, p. 309

ISBN: 978-0195398656 (paperback)

Paul Collier, a világhírű brit közgazdász és bestselleríró korunk egyik legsürgetőbb és egyben legellentmondásosabb kérdését, a népességvándorlás témakörét járja körül. A kötet érdekességét az adja, hogy e valamilyen szinten mindannyiunkat érintő, globális jelenséget újszerű megközelítésben, meglehetősen provokatív módon elemzi. Fő célja, hogy megtörje a migrációs tabut, rámutasson arra, miért kell(ene) erről a kérdésről nyíltan, negatív asszociációktól mentesen beszélni és erre alapozva, célravezető migrációs politikákat kialakítani.

A *Foreign Policy* magazin által összeállított listán a világ top 100 globális gondolkodója közé már két ízben is beválasztott szerző kutatási területe igen széles, többek között felöleli a globalizáció és a szegénység közti összefüggések vizsgálatát. Már egy 2007-ben megjelent könyvében¹ is foglalkozott a népességmozgást ösztönző és korlátozó politikák (intézkedések) hatásaival. Az „Exodus”-ban a migrációs folyamatok következményeit veszi górcső alá három perspektívából: a bevándorlók, az otthon maradtak és a befogadó ország társadalmának szemszögéből. Mindhárom „szereplőt” illetően számba veszi a migrációs folyamat legfontosabb társadalmi, gazdasági, demográfiai és kulturális hatásait. Beszél a migrációs taburól, a népességvándorlás és gyorsulásának okairól, valamint arról, hogy mit és hogyan kellene tenni lokális és globális szinteken annak érdekében, hogy a folyamat kezelhető, fenntartható maradjon.

Vida Orsolya közgazdász, külgazdasági szakfordító és idegennyelvi levelező, a Magyar Nemzeti Bank Nemzetközi kapcsolatok főosztályának munkatársa. E-mail: vidao@mn.b.hu.

1 Paul Collier (2007): *The Bottom Billion: Why the Poorest Countries are Failing and What Can Be Done About It*. Oxford: University Press, p. 224. ISBN: 978-0195311457.

A széleskörű kutatásra és hatástanulmányokra építő, elemző munka eredményeképpen a szerző arra a következtetésre jut, hogy a migrációs folyamat kellő kontroll hiányában végzetes méreteket ölthet, és a legszegényebb országoknak tömeges kivándorlással kell majd szembenéznük. Fennáll a veszélye annak, hogy mind a származási-, mind a célország elveszíti nemzeti önazonosságát, aminek pedig katasztrofális következményei lehetnek. A migrációt tehát korlátozni kell éppen azért, hogy a jelenség inkább hasznára, semmint kárára váljon a „kibocsátó” és a „befogadó” országoknak egyaránt.

A fő kérdés *Collier* szerint már régen nem az, hogy jó vagy rossz-e a migráció, hanem az, hogy mi az a határ/mérték, ameddig elfogadható. A néességvándorlás korlátozását ezért nem a nacionalizmus és rasszizmus megnyilvánulásaként, hanem egy növekvő jelentőségű társadalmopolitikai eszközként értelmezi a magasabb jövedelmű országokban. Jóllehet a migráció egyszerű gazdasági jelenségnek tűnik, figyelemre méltó változásokat nem indukál a gazdaságban, társadalmi hatásai viszont rendkívül komplexek. A nagyarányú néességmozgás nem a globalizáció állandó jellemzője, hanem a szélsőséges globális egyenlőtlenségek által kiváltott reakció egyik formája: időleges válasz arra a fejlődési fázisra, amelyben a jólét még nem egyetemleges. Érdemi előrelépést a szegény országokban fennálló társadalmi modellek átalakításával, illetve a globális elgondolások lokális kontextusba helyezésével lehetne elérni.

A migrációs tabu az 1960-as években – az egykori brit gyarmatokról történő, nagyarányú bevándorlás időszakában – alakult ki, s csak a 2010-es években, a Lengyelországból érkező, jelentős mértékű bevándorlás nyomán kezdett megtörni Nagy-Britanniában. A folyamat szereplőinek szemszögéből (emberi oldalról) nézve sok az érzelmi aspektus, így sem a migráció, sem pedig a lehetséges politikai megoldások megítélése nem egységes. A migrációt már jóval azelőtt átpolitizálták, mielőtt mélységeiben vizsgálni kezdték volna, ezért a migrációs politikák terén jelentős eltérések mutatkoznak mind a „kibocsátó”, mind a „befogadó” országokban. A migrációs politikák alakítását inkább befolyásolják a rögzült értékítéletek, semmint a valós tapasztalatok, s erre a megerősítési torzítás (confirmation bias) elnevezésű mechanizmus is rányomja bélyegét. A politikai döntéshozók a választók és a közgazdászok keresztműzében állnak: előbbiek részéről a negatív értékítélet sugallta aggodalom, utóbbiakéról a jelenség társadalmi hatásait háttérbe szorító, egyoldalú közgazdasági modellek nyomása érvényesül, s mindez zavart idéz elő a politikák alakításában.

A néességvándorlás gyorsulásának fő oka, hogy az 1960-as években drámai változás állt be a globális gazdaságban: kialakult a szegények világa és a gazdagok világa. Hogy miért alakultak ki jelentős különbségek az egyes országok jövedelmi viszonyai között, az több okra vezethető vissza. A legszegényebb országok tőkeellátottsága alacsony, s ez jellemzően rosszul megválasztott gazdaságpolitikával, diszfunkcionális társadalmi modellekkel és ideológiákkal, előnytelen földrajzi tényezőkkel, a gyarmati múlt örökségével, az oktatás hiányával és negatív munkaattitűddel párosul. Az államigazgatás nem kellően szervezett, s nem alakult ki tartós intézményrendszer. Az átlagpolgár informáltsága és a társadalmi együttműködési készség/akarat szintje alacsony, az erőszak alkalmazása elterjedt. A leg-

szegényebb országokat általában azok az állampolgárai hagyják el – főként egzisztenciális okokból –, akikre éppen otthon lenne a legnagyobb szükség (l. az agyelszívás és a motivációelszívás jelenségét). Az újabb generáció bevándorlását nagymértékben segíti a diaszpóra megléte: minél nagyobb a diaszpóra, annál könnyebb a bevándorlás. A bevándorlók hozzáadódnak a diaszpórához, így csökken az abszorpció (igazodás a „*mainstream society*”-hoz). A szerző úgy látja, hogy a migráció sebessége ezért rövid távon nem fog lassulni, és egyensúly sem várható.

Collier kötete három fő gondolatot tárgyal. A migráció „gyorsulási szabálya” (*acceleration principle*): adott jövedelmi szakadék mellett minél nagyobb a diaszpóra, annál könnyebb és gyorsabb a bevándorlás, illetve a migráció csak kismértékű és nem egyértelmű visszahatást gyakorol a jövedelmi szakadékra. Ez a szabály a migrációs folyamat jellegzetességéből fakad, és a migráció gyorsulásának végül csak a „származási” ország elnéptelenedése szabhat gátat.

Fontos az „arany középút” megtalálása a migráció mértékében. Az elvándorlás hatásai közül az a leglényegesebb, amelyet a képzett otthon maradtak teljes állományára, valamint a hazautalásokra fejt ki. Az otthon maradtak szemszögéből a kivándorlás addig a mértékig kívánatos, ameddig az otthon maradtak képzése és a hazautalások között sikerül megtalálni a maximális egyensúlyt.

Az elvándorlásnak a „befogadó” ország „őslakosságára” gyakorolt hatásai részben gazdasági, részben társadalmi természetűek: változatosság, bizalom, újraelosztás. Ezek ugyan nem a legfontosabb, ám kétségkívül a legtartósabb hatások. A közvetlen gazdasági hatások közül kiemelendő a bérekre és a szociálislakás-helyzetre gyakorolt nyomás, amely a „befogadó” ország szegényebb társadalmi rétegeit bizonyos fokig hátrányosan érinti. Egyéb összefüggésekben más gazdasági hatások, így például a túlnépesedés vagy a „fellendülés-visszaesés” ciklusok is jelentősek lehetnek. A bevándorlás növeli a társadalmi diverzitást. A diverzitás segíthet a gazdasági problémák megoldásában és javíthat az életkörülményeken, ugyanakkor alááshatja egymás kölcsönös figyelembevételét (*mutual regard*), illetve csökkentheti az együttműködési és a szolidaritási készséget. Így a diverzitás költsége és haszna között meg kell találni a kompromisszumot.

A migrációs politikát nem a „kibocsátó”, hanem a „befogadó” országok alakítják. A népességvándorlás végletes felgyorsulásától való félelmükben a politikai döntéshozók legtöbbször a *Collier* által csak a „pánik politikai gazdaságtanának” nevezett eszközhöz nyúlnak. Az öngerjesztő folyamatnak négy fázisa van. Az elsőt az jellemzi, hogy nem korlátozzák a bevándorlást, amely egyre gyorsul, így nem alakul ki egyensúly a bevándorlási funkció (*migration function*) és a diaszpóra „tervezhetősége” (*diaspora schedule*) között, a jelenség politikai üggyé válik, ez az ún. „szorongó fázis” (*anxiety phase*). Ebben a szakaszban a kormányzat mennyiségi korlátozást vezet be.

És már be is léptünk a második szakaszba, amelyet a szerző „pánikszakasznak” (*panic phase*) nevez. A bevándorlók száma már nem nő tovább, a diaszpórában mégsem alakul ki egyensúly, mert a társadalmi „fősodorhoz” való alkalmazkodás hiánya, a kulturális különbségek és a társadalmi bizalom alacsony szintje miatt a „befogadó” ország társadalmába nem integrálódott diaszpóra növekszik. A növekvő társadalmi költségek, a szociális ellátórendszerekre nehezedő terhek miatt tovább nő a politikai nyomás. A helyzetet a kormányzat megint csak újabb, a korábnál még szigorúbb mennyiségi korlátozással „kezeli”.

Ekkor ér a folyamat a szerző kifejezésével „csúf fázisnak” (*ugly phase*) nevezett, harmadik szakaszba. Innen már mintegy „öngerjesztővé” válik a folyamat, mert a „befogadó” ország társadalmába nem integrálódott diaszpóra a korlátozások ellenére is egyre nő, növekvő társadalmi költségeket és politikai nyomást generálva.

Így hosszú – akár több évtizedes – út vezet el a negyedik szakaszba, az ún. „diaszpórafel szívódási fázisba” (*diaspora absorption*). Itt a korlátozások célja már az, hogy a diaszpóra fokozatosan beolvadjon a „befogadó” ország társadalmába oly módon, hogy helyreálljon a társadalmi bizalom és az együttműködés rendszere, illetve kialakuljon a kívánatos egyensúly.

Amíg a migráció egyéni döntés, addig a migrációs politika alakítása a kormányok feladata. Ahhoz, hogy a döntéshozók megfelelő, célravezető migrációpolitikai csomagot tegyenek le az asztalra, mindeneelőtt az szükséges, hogy mindenkor szem előtt tartsák a migrációs folyamat komplexitását. Megpróbálják megtalálni az egyensúlyt a migránsok, a „kibocsátó” és a „befogadó” ország érdekei között, döntéseiket az emóciók helyett a valós helyzet és tudás motiválja, illetve a migrációs folyamat végletes felgyorsulását ne a „pánik gazdaságpolitikájának” eszközeivel, hanem a bevándorlók ésszerű „megszűrésével”, a diaszpóra hatékony integrációjával és az illegális bevándorlás törvényes útra terelésével próbálják elkerülni.

Új európai monetáris konszenzus felé

Beszámoló a Lámfalussy-konferenciáról

Ábel István

Lamfalussy Lectures Conference címmel, számos jegybankelnök részvételével rendezett konferenciát a Magyar Nemzeti Bank 2015. február 2-án a Budapest Marriott Hotelben. A rendezvény megerősítette azt a törekvést, hogy az MNB a közös, feszítő kérdések új megközelítéseinek fórumot biztosítson az európai központi bankok vezetői számára. A konferencia ünnepi hangulatát erősítette, hogy a 2014-ben alapított és évenként odaítélt Lámfalussy-díj, valamint a korábbi hagyományt folytató, 1993 óta kiosztott Popovics-díj átadásához kapcsolódva rendez meg évente a Magyar Nemzeti Bank.¹

A világhírű magyar közgazdász, jegybankár és tőkepiaci szakértő, *Lámfalussy Sándor* nevét viselő elismerést az MNB alapította 2014-ben. Díjazottja a névadó életművének megfelelően olyan nemzetközi elismerésnek örvendő pénzügyi, gazdasági szakember, aki a közgazdaságtanban és a monetáris politikában nemzetközi szinten maradandót alkotott. A díjat idén *Benoît Coeuré*, az Európai Központi Bank igazgatóságának tagja kapta. A Nemzeti Színházban ünnepi hangversennyel kísért Lámfalussy Díjátadó Gálán nyújtották át a Popovics-díjat is. *Popovics Sándor* a magyar jegybank első elnöke volt. A róla elnevezett díjjal olyan fiatal, hazai közgazdászt tüntetnek ki, aki mind tudományos, mind gyakorlati munkájával jelentősen hozzájárult az MNB céljainak eléréséhez, sikerességének növeléséhez hazai és nemzetközi porondon egyaránt. Ezt az elismerést idén *Palotai Dániel*, az MNB vezető közgazdásza kapta.

A nemzetközi konferencia témája Európa megújulása volt, a rendezvényt idén a *New Narrative for Europe (and for the monetary union after the crisis)* témakörben hirdették meg. Bevezető előadásában *Matolcsy György* jegybankelnök hangsúlyozta, hogy Európának új narratívára van szüksége azután, hogy az Európai Központi Bank elindította monetáris politikai programjait. Emlékeztetett arra, hogy az új magyar kormánynak 2010-ben azzal a dilemmával kellett szembenéznie, hogy ortodox vagy nem hagyományos módon kezelje-e

Ábel István a Magyar Nemzeti Bank vezető közgazdasági szakértője. E-mail: abeli@mnbb.hu

1 A rendezvényre a jelenlévők számára az MNB konferenciafüzetet jelentetett meg „Lamfalussy Lectures Conference 2015” jelzéssel, melyben a program ismertetése és a díjazottak bemutatása mellett egy rövid tanulmány jelzi Európa feszítő problémáit, sorra veszi az arra adott értelmezéseket és áttekinti a főbb gazdaságpolitikai válaszokat.

a válságot. Úgy vélte, kizárólag konvencionális intézkedésekkel bukásra lett volna ítélve Magyarország. A válságkezelés sikere a munkahelyteremtés. Strukturális reformok indítására volt szükség annak érdekében, hogy új munkahelyeket teremtsenek. A reformok sikerre vitele ugyanakkor politikai stabilitás nélkül lehetetlen lett volna.

Benoît Coeuré, az Európai Központi Bank Igazgatósági tagja kifejtette², hogy az eurózóna integrációjában tovább kell lépni. Ha az államadósságot nem sikerül visszafogni, ha a fiskális politika nem hatékony, azon mindenki veszít, mert olyan feszültségek halmozódnak fel, amelyek nemcsak az egyes országoknak, hanem a monetáris unió egészének is gondokat okozhatnak. Emlékeztetett arra, hogy a válság kitörése óta jelentős előrelépés történt. Létrejött egy olyan európai szintű intézmény, az Európai Stabilitási Mechanizmus (ESM/ EFSF), amely az IMF-hez hasonlóan képes az adósságválság kezelésében közreműködni. A bankunió létrejötté, az EKB bankfelügyeleti szerepének megerősítése segíti az európai bankrendszer hatékony működésének biztosítását, azt, hogy a gyenge pénzintézetek problémáit időben felismerjék és kezeljék. A gazdaságpolitikai koordinációról *Lámfalussy* véleményét idézte: „*A monetáris unióban a gazdaságpolitikai lépéseket egy megfelelő keretrendszernek kell irányítania, és azokat nem lehet pusztán eseti egyeztetésekre vagy arra hagyni, hogy majd a piac kikényszeríti a koordinációt.*”³ A gazdaságpolitikai döntéshozók szuverén módon döntenek, döntéseikben függetlenek. A függetlenség azonban nem jelenti azt, hogy figyelmen kívül hagyhatnák döntéseik áttételes hatásait. A monetáris unió egyik alapelve a jegybanki függetlenség; az eurózóna a monetáris dominanciára épült, ami hatékonyan szolgálta az árstabilitás fenntartását. A válság nyomán azonban azzal szembesültünk, hogy a foglalkoztatás növelésére, a növekedés beindítására a monetáris politika önmagában nem feltétlenül a legalkalmasabb eszköz. Sőt ahhoz, hogy egyáltalán eredményes lehessen a monetáris lazítás, ezen a téren szükség van a többi gazdaságpolitikai tényező együttműködésére: a fiskális politikára, az intézményi reformokra és a strukturális reformokra egyaránt. Ez a kihívás fontos teendőket határoz meg az európai integráció továbbfejlesztése érdekében. E problémát már maga *Lámfalussy* is jelezte: „*A nagy nemzeti költségvetés és a kis közösségi költségvetés kombinációja azt eredményezheti, hogy a közösségi szintű költségvetési koordináció hiányában a közösség átfogó költségvetési viselkedését a tagállamok egyedi lépéseinek kimenete véletlenszerűen határozza meg. Következésképpen az [európai gazdaság stabilizálására rendelkezésre álló] gazdaságpolitikai eszközök köre egyedül az Európai Központi Bank által követett, közös monetáris politikára korlátozódik.*”⁴ *Coeuré* felhívta a figyelmet arra, hogy a válság világgóssá tette az európai

2 Benoît Coeuré (2015): Lamfalussy was right: independence and interdependence in a monetary union. Speech at Lamfalussy Lectures Conference organised by Magyar Nemzeti Bank in Budapest, 2 February 2015. <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150202.en.html>.

3 James, Harold (2012): Making the European Monetary Union. Harvard University Press, p. 248; see also Maes, I. (2011): The evolution of Alexandre Lamfalussy's thought on the international and European monetary system. National Bank of Belgium, Working Paper Research, No. 217.

4 Lamfalussy, A. (1989), Macro-coordination of fiscal policies in an economic and monetary union in Europe. Collection of Papers. Committee for the Study of Economic and Monetary Union, Luxembourg, January, p. 101.

intézményrendszer problémáit, jelezve, hogy hatékonyabb, a költségvetési és a strukturális politikákat is integráltan kezelő rendszerre van szükség.

Ewald Nowotny, az Osztrák Nemzeti Bank elnöke előadásában a régió elmúlt 25 éves felzárkózási folyamatait értékelte. A végbement változások eredményeként a térség előbbre lépett a fejlettségi skálán. Ez újabb lehetőségeket nyithat meg akkor is, ha számos befektetőnél még nem változott a besorolásunk, és továbbra is a „fejlődő európai” portfólióba sorolnak bennünket. *Nowotny* kiemelte, hogy a fejlődés ellenére a különbségek nem szűntek meg, és még két egymással szomszédos gazdaság között is nagyon komoly eltérések mutatkoznak. Az előttünk álló időszakra vonatkozóan jelezte, hogy új lehetőségek nyílhatnak meg a fejlődésre, de annak is nagy a geopolitikai kockázata, hogy egy háborús feszültséggel sújtott perifériára kerülhetünk.

Erdem Başçı, a Török Nemzeti Bank elnöke előadásában⁵ az árstabilitásról szólva aláhúzta, hogy a magas infláció elleni fellépésnek szerteágazó és jól ismert az eszköztára. Ugyanakkor a deflációval, a számos európai gazdaságot jelenleg fenyegető jelenséggel szembeni fellépés célszerű eszközei kevésbé ismertek. A török jegybankelnök szerint egy központi bank minden esetben azzal tud a legtöbbet tenni országa gazdaságáért, ha biztosítja a stabilitást.

Carlos da Silva Costa, a Portugál Nemzeti Bank elnöke a strukturális reformok nemzeti és közösségi szintű összefüggéseiben a nemzetgazdaság esetében a fenntarthatóságot, az európai intézmények szintjén pedig a nemzeti gazdaságpolitikai korrekciók feltételeinek és átgyűrűző hatásainak rendszerszintű kezelhetőségét hangsúlyozta.⁶ Kiemelte, hogy minden gazdaságpolitikai lépés a kockázatok mérlegelésén alapul. Az eredménynek olyannak kell lennie, ami hozzájárul a probléma végleges megoldásához, és nem az lesz a vége, hogy 6-8 évvel később társadalmi konfliktushoz vezet. Az európai együttműködés kereteinek javítása érdekében a nemzetgazdaságoknak is áldozatot kell hozniuk.

Boštjan Jazbec, a Szlovén Nemzeti Bank elnöke az euró 2007-es bevezetésének tapasztalatait értékelve megjegyezte, hogy a lépés nagy tőkebeáramlást generált, de a szlovén gazdaság nem tudott ezzel a lehetőséggel megfelelően élni. Csak lassan tanulták meg hatékonyan „használni a mások pénzét”. Véleménye szerint az alkalmazkodásban hátráltató tényező lehetett az is, hogy a szlovén bankrendszerben túl nagy volt az állami tulajdon aránya; Szlovéniában most lépéseket tesznek a bankok privatizálása irányába.

Boris Vujčić, a Horvát Nemzeti Bank elnöke a jegybankpolitika paradigmaváltásáról – a horvát minta alapján – azt tartja, hogy a tankönyvi példával ellentétben egy kicsi, nyitott gazdaságban is fenntartható az árfolyam-stabilitás, de ugyanakkor lehet autonóm anticiklikus monetáris politikát folytatni. A válság előtt a hitelezés és a tőkebeáramlás visszafogására

5 <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/tcmb+en/tcmb+en/main+menu/announcements/press+releases/2015/ano2015-09>, <http://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/19ab7e30-6ed6-45dc-a874-cec42e896484/Budapest.pdf?MOD=AJPERES>

6 <https://www.bportugal.pt/enUS/OBancoEurosistema/IntervencoesPublicas/Lists/LinksLitsItemFolder/Attachments/89/intervpub20150202.pdf>

alkalmazott módszerek, a tartalékráta magas szinten tartása vagy a tőkekorlátozások érvényesítése önmagukban ugyan kérdéses hatékonyságú és „durva szabályozási” eszközök voltak, de azzal az előnnyel jártak, hogy amikor a válság kitört, volt miből engedni és ezen keresztül lazítani a monetáris politikán. A globalizálódó gazdaságban megváltozott a monetáris politika hatékonysága, a monetáris kondíciók alakításában a külső tényezőknek egyre növekvő szerep jutott. Az árakat a termékek egyre szélesebb körében a globális tényezők alakítják. A pénz- és tőkepiacok országhatárokon átnyúló kapcsolatai a fizetési mérlegek nagyobb kilengéseit teszik lehetővé, gyengült a nemzetgazdaság kínálati és keresleti jellemzőinek áralakító hatása. A tőkeáramlás a globális monetáris kondíciókat közvetíti, és ezek – még rugalmas árfolyam-alakulás esetén is – a korábban megszokottnál erősebben hatnak a nemzetgazdaság monetáris kondícióira. Ebből a változásból lényeges következtetéseket kell levonniuk a jegybankoknak. Az egyik az, hogy a külső sérülékenység csökkentésében a lehetőségeik beszűkültek. A másik fontos következtetés az, hogy a növekedést a monetáris politika csak akkor tudja hatékonyan élnékiteni, ha a többi részpolitika (költségvetés, intézményrendszer, strukturális politika) ezzel összhangban változik.

Erkki Liikanen, a Finn Nemzeti Bank elnöke arra figyelmeztetett⁷, hogy az Európai Központi Bank intézkedései, a mennyiségi lazítás nem helyettesítik a nemzeti gazdaságpolitikák alkalmazkodását, bár átmenetileg enyhíthetnek az alkalmazkodási kényszeren. Tovább kell lépni az európai intézményrendszer fejlesztésében annak elkerülése érdekében, hogy a mennyiségi lazítás nyomán keletkező többletlikviditás, kockázatos területekre áramolva, újabb válsághoz vezessen.

Az előadásokat panelbeszélgetés követte, amelynek résztvevői *Agnès Bénassy-Quéré* (Sorbonne), *Palotai Dániel* (MNB), *André Sapir* (Université Libre de Bruxelles) és *Szapáry György*, volt washingtoni magyar nagykövet voltak. A beszélgetést *Lentner Csaba* (Közszolgálati Egyetem) vezette. A monetáris politika új kihívásait és válaszainak hatékonyságát értékelve, a vita azt erősítette meg, hogy az eredményesség kérdését a növekedés fogja majd eldönteni.

7 http://www.suomenpankki.fi/en/suomen_pankki/ajankohtaista/puheet/Pages/150202_EL_puhe.aspx

Merre tartanak a biztosítók? Beszámoló a MABISZ V. Nemzetközi Biztosítási Konferenciájáról

Lencsés Katalin

A Magyar Biztosítók Szövetsége 2014. november 6-án tartotta V. konferenciáját, amely a számos külföldi előadó részvétele okán hagyományosan és joggal tartott számot a „nemzetközi” megjelölésre. A szakmai konferencia elfogadottságát jelzi, hogy a döntéshozó és felügyeleti szervek széles körben képviseltették magukat, ami lehetőséget adott a biztosítási szakmát érintő aktuális kérdések magas szintű és érdemi megvitatására.

A konferencia napirendjén ezúttal az egészségbiztosítási piacon rejlő lehetőségek, a biztosítókra érintő európai szabályozói változások, valamint a nyugdíjbiztosítási adókedvezmény bevezetése óta eltelt időszak tapasztalatainak megvitatása voltak.

A nyitó előadást *Zombor Gábor*, az Emberi Erőforrások Minisztériuma egészségügyért felelős államtitkára tartotta. A biztosítási szakma jogos érdeklődéssel várta, hogy megismerhesse a területre vonatkozó, aktuális terveket. Az államtitkár tájékoztatást adott arról, hogy az egészségügyi kormányzat eltökélt szándéka a tiszta és transzparens viszonyok megteremtése a közfinanszírozott egészségügyben. E szempont tiszteletben tartása mellett üdvözöltek a magánforrásokból finanszírozott egészségügyi beruházások. Az államtitkár egyben felajánlotta a konzultáció lehetőségét a biztosítási szakma számára, ahol mód nyílik a magánbiztosítások lehetséges további szerepének a megvitatására is.

Palotai Dániel, az MNB monetáris politikáért felelős ügyvezető igazgatója a makrogazdasági helyzetképről és a megtakarítással kombinált biztosítások szerepéről adott áttekintést. A konferencia résztvevői a biztosítási piac szempontjából legkedvezőbbnek azt a helyzetértékelést találhatták, amely szerint az óvatossági megfontolások a válság előtti éveknél magasabb megtakarításokat eredményeztek, és előretekintve is magas szinten alakulhatnak. Ez ugyanis dinamizmust adhat a nyugdíjbiztosítások eladásának is, és ezt a célt segítő született meg az MNB vonatkozó nyugdíjbiztosítási ajánlása, amelynek az eredménye már mostanra megmutatkozik; a TKM^{Ny} (teljes költség-mutató) értékek az ajánlás szintje alá húzódtak, a nyugdíjbiztosítások egynegyedénél pedig a TKM^{Ny}-érték kifejezetten kedvezőnek mondható. Kritikaként elhangzott, hogy a TKM^{Ny}-értékek csökkenését a biztosítók

Lencsés Katalin a Magyar Biztosítók Szövetsége Életbiztosítási Tagozatának vezetője. E-mail: katalin.lencses@mabisz.hu.
A konferencia előadásainak anyagai a következő honlapon elérhetőek: www.mabiszkonferencia.hu.

jellemzően nem a szerzési költségek csökkenésével érték el. A biztosítási szakma ennek kapcsán azt is nyugtázhatta, hogy az öt évvel ezelőtt, önszabályozó módon bevezetett TKM-rendszer mostanra saját jogon legitimitást szerzett, és tájékozási ponttá vált a befektetési egységekhez kötött életbiztosítási termékek költségterhelése vonatkozásában.

A MABISZ elnöke, *Pandurics Anett* ezt követően rövid kitekintést adott a magyar biztosítási piac helyzetéről. Az elmúlt időszakban, noha szignifikáns változások nem mutatkoztak, vannak már bizakodásra okot adó jelek is. Ilyen például az, hogy 2014 első félévében hosszú idő után először nőtt a folyamatos díjas életbiztosítások díjbevétele (10,1%), továbbá a háztartások pénzügyi eszközein belül is emelkedett a biztosítási díjtartalékok aránya (4,8%). A szektor az év első hat hónapjában összesen – kis mértékű növekedéssel – 435 milliárd Ft-os díjbevételezt realizált. A szakma készül az európai szabályozás által diktált feladatokra is, amelyek közül kiemelkedik a biztosítások disztribúcióját szabályozó IMD (Insurance Mediation Directive) irányelv revíziója, illetve a befektetési termékekre koncentráló PRI-IPs (Packaged Retail and Insurance-based Investment Products) rendelet. Ezek esetében minden tagországot foglalkoztató dilemma, hogy mennyiben indokolt túlnyúlni a minimum harmonizációs európai elvárásokon, figyelembe véve az adott piac fejlettségét is. A szövetség elnöke előadásában azt is kiemelte, hogy a hazai biztosítási szakma fontosnak tartja a biztosítások pozitív társadalmi szerepének kommunikálását, illetve a fogyasztóvédelem erősítését. Ez utóbbi kapcsán a szektor a MABISZ keretein belül egyre szélesedő eszközrendszert működtet (ügyfélszolgálat, TKM, Díjnavigátor, hiteles információk, Referencia Rendszer stb.).

Kisgergely Kornél, az MNB pénzügyi szervezetek felügyeletéért felelős ügyvezető igazgatója az MNB biztosításfelügyelési stratégiáját és módszereit foglalta össze a konferencia hallgatósága előtt. A biztosítási szektorral kapcsolatban a felügyelet célja a nemzetgazdasági hasznosság növelése, a transzparens szolgáltatási paletta megteremtése, a versengő biztosítási rendszer ösztönzése, a korszerű öngondoskodási megoldások támogatása, valamint a garanciamechanizmusok létrehozása esetleges válsághelyzetek kezelésére. A jövőre nézve új kihívásokat jelent a Szolvencia II alapú felügyelés, amely rugalmas szabályozást, új felügyeleti gondolkodásmódot és testre szabott felügyelési vizsgálatot igényel. Mindez a szemléletváltás szükségességét jelzi, amire válaszként az MNB felügyeleti prioritásnak tekintti az üzletimodell-elemzést (BMA: Business Model Analysis) alapuló felügyelést, amely elvezethet az adott intézmény sajátosságaira szabott felügyelési program kialakításához.

A fogyasztóvédelem aktuális kérdéseiről tartott előadást *Bethlendi András*, az MNB fogyasztóvédelemért és piacfelügyeletért felelős ügyvezető igazgatója, aki beszámolt arról, hogy az MNB felügyeleti ágának fogyasztóvédelmi eszköztára az elmúlt időszakban megújult, illetve folyamatosan bővült. A közeljövő fontos célja a folyamatos piac- és termékmonitoring, valamint a tisztességtelen szerződési feltételek kiszűrése, ezáltal a termékfókusz egyre erősebbé válhat a felügyelésben. Öröndetes fejlemény, hogy a biztosítókhoz érkezett panaszok számában és azok kezelésében egyaránt javulás tapasztalható, mindazonáltal a szektor főbb fogyasztóvédelmi kockázatai változatlanok: a félreértékesítés, a nem megfe-

lelő tájékoztatás, kárrendezési hiányosságok, illetve a terméktranszparencia hiánya. Új kihívást jelentenek az online értékesítésből és az e-ügyvitelből fakadó problémák, erre reagál egy készülő MNB-ajánlás az online biztosításközvetítésről és az összehasonlító oldalakról.

A rövid kávészünet után egy friss kutatás eredményét prezentálta élvezetes előadásában *Győri Dávid*, a Xallis Consulting ügyvezető igazgatója; a felmérés a privát egészségbiztosításokkal kapcsolatos fogyasztói attitűdöt vizsgálta. A reprezentatív kutatásban résztvevők meghatározó arányban úgy találták, hogy az őket legjobban zavaró két tényezőre – a pénzhányra és a várólisták megszüntetésére – az üzleti alapú magánbiztosítók jelenléte pozitívan képes hatni. Ezzel a felütéssel került sor a konferencia első kerekasztalára, amely a magánfinanszírozott ellátások helyét igyekezett definiálni az egészségügyben. A kerekasztal résztvevői a konferencia nyitó előadására is reagálva fogalmazták meg reményeiket: az egészségbiztosítási rendszer jelenleg zajló átalakulásában – a korábban ismertetett fogyasztói várakozásokkal összhangban – a magánbiztosítások által finanszírozott kiegészítő elemek is megtalálják a helyüket. Mindazonáltal rögzítették, hogy ehhez még sok részletszabálynak a helyére kell kerülnie a jövőben. (Résztvevők: *Farkas Patrícia* osztályvezető/Signal, *Juhos András* igazgatósági tag/UNIQA Biztosító Zrt., *Paál Zoltán* vezérigazgató-helyettes/Generali Biztosító Zrt., *Karai Gábor* ügyvezető igazgató/Advance Medical Hungary Kft., *Takács Zoltán* vezérigazgató/Főnix-Med Zrt., moderátor: *Bartók János* vezérigazgató/MetLife Biztosító.)

Kővári Zoltán, a Qualysoft operatív vezérigazgató-helyettese aktuális témát választott, amikor azt vizsgálta, hogy az online értékesítés mikor váltja be a hozzá fűzött reményeket. Az előadás megerősítette azt a sokak által vélelmezett összefüggést, hogy az ügyfelek egyre nagyobb arányban tájékozódnak az internetről, ugyanakkor haboznak, mielőtt az online vásárlást választanák. A pénzügyi termékek esetében pedig az ügyfelek jelentős részben kifejezetten igénylik a személyes tanácsadást a végső döntés előtt.

Az ebédészünet utáni nyitó előadást *Nagy Koppány*, az MNB Biztosítás, pénztár, pénzügyi vállalkozások és közvetítők felügyeleti igazgatója jegyezte, aki ezúttal a változó európai szabályozásokra összpontosított. A sokszor emlegetett Szolvencia II szabályozás még mindig számos kihívást tartogat a szakma számára, különösen a részletszabályok terén. Az új rendszer sikeres bevezetésének céljából az MNB törekszik a piaci szereplők felkészülésének támogatására: ennek érdekében többek között konzultációkat tart, koordinálja a mennyiségi hatástanulmányok elvégzését, elemzi ezek eredményeit. Ezek mellett az MNB szakemberei a hazai és – az EIOPA munkabizottságaiban való részvétellel – a nemzetközi szabályozás kialakításában is aktívan részt vesznek. Az előadó itt is kiemelte, hogy a Szolvencia II elvárásaira válaszként a felügyelés fókuszába szükségszerűen az üzleti modell alapú felügyelésnek kell kerülnie. Hasonlóan fajsúlyos szabályozás a biztosításközvetítői irányelv (IMD) revíziója, amely több vonatkozásban is újradefiniálja a piac eddigi szabályozását, különös tekintettel a transzparencia növelésére vonatkozó elvárásokra.

Ezt követően *Nicolas Jeanmart*, az Európai Biztosítók Szövetsége, az Insurance Europe igazgatója osztotta meg a közönséggel azokat a feladatokat és dilemmákat, amelyekkel az

európai biztosítók napjainkban szembesülnek. Nem meglepő módon visszaköszöttek a korábbi előadások által is felvetett szabályozási aktualitások (Szolvencia II, IMD2). A korábbi előadásokhoz képest ugyanakkor új elemként merült fel, hogy a biztosítási szakmának válasszal kell szolgálnia az új technológiák által támasztott kihívásokra (példaként a vezető nélküli autókat említette), valamint a környezetvédelem, illetve a környezetterhelés aktuális problémáira is.

Janine Hawes, a KPMG igazgatója az immár örökzölddé váló témáról, a Szolvencia II szabályozás aktuális státuszáról adott körképet; hol tartanak az egyes EU-tagországok az alkalmazkodási folyamatban, tekintettel arra is, hogy európai dimenzióban 5300 biztosítóról beszélünk. Ebben az előadásban is elhangzott, hogy a vonatkozó elvárások – utalva az EIOPA-iránymutatásokra – még nem teljesen ismertek. Ebben a szakaszban a 3. pillér tartogatja a legtöbb kérdőjelet úgy az erőforrások, mint az időzítés vonatkozásában.

A hagyományos külföldi kerekasztal témája is ehhez az előadáshoz csatlakozott. Az európai biztosítói társszövetségek képviselői (FFSA, GDV, UNSAR, VVO, moderátor: *Hanák Gábor* igazgató, KPMG) egyeztettek tapasztalataikat az Szolvencia II kihívásairól. A külföldi vendégek nem titkolták véleményüket – amelyet az EIOPA jelenlévő munkatársával, *Dispiter Szabolccsal* is megosztottak –, amely szerint a részletszabályok dömpingje komoly kihívások elé állítja a piacokat.

A következő előadó *Gáti László*, az OTP Alapkezelő Zrt. marketing- és értékesítési igazgatója volt, aki a biztosítók vagyonkezelésének aktuális kérdéseit taglalta. A tartósnak alacsony kamatkörnyezet kihívásaival valamennyi piaci szereplő szembesül, a válság következményeként pedig megváltozott a hazai befektetési szemléletmód, illetve a kockázatvállalási hajlandóság. A kihívásra adott lehetséges válaszok közül a hazai és nemzetközi számok egyaránt az aktívan kezelt portfóliók térnyerését igazolják. Kérdés ugyanakkor, hogy az eszközalapok közti választás döntése rábízható-e az ügyfelekre, vagy azok inkább a vagyonkezelők által aktívan kezelt, hosszú távra optimalizált portfóliókkal lesznek elégedettebbek.

A második magyar kerekasztal a nyugdíjbiztosítások adókedvezményének eddigi tapasztalatait foglalta össze. (Résztevők: *Csonka István* vezérigazgató-helyettes/Groupama Garancia Biztosító Zrt., *Horváth Gyula* vezérigazgató-helyettes/Aegon Magyarország Zrt., *Kozek András* vezérigazgató-helyettes/Allianz Hungária Zrt., *Raveczy Zsolt* vezérigazgató/Erste Biztosító Zrt., *Sztanó Imre* ügyvezető igazgató/ING Biztosító Zrt., moderátor: *Kuruc Péter* élet- és bankbiztosítási üzletágvezető/K&H Biztosító Zrt.) Az életbiztosítási piac reprezentánsai egyértelműen pozitív fejleménynek tartották, hogy a nyugdíjbiztosítások immár versenysemleges módon élvezik az adójóváírás lehetőségét. A piaci szereplők a nyugdíj-biztosítási piac fokozatos felépülésére számítanak; ehhez ugyanakkor elengedhetetlen a folyamatos edukációs tevékenység úgy a biztosítási szakma részéről, mint a döntéshozó, szabályozói szervek oldaláról. A kerekasztal résztvevői nem kerülték meg a járadékszolgáltatás kényesnek tekinthető témáját sem. Ennek kapcsán megállapították, hogy – noha társadalmi szinten kívánatos lenne ezen szolgáltatási forma minél szélesebb körben való

elterjedése – a megnyugtató megoldáshoz még sok kérdésre kell választ találni keresleti és kínálati oldalon egyaránt.

Az eseményt *Molnos Dániel*, a MABISZ főtitkára nyitotta és zárta. Ahogy az a fenti összefoglalóból is látható, a konferencia résztvevőinek tartalmas és gazdag programot kínált ez a nap. A főtitkár kifejezte reményét, hogy a biztosítók, a döntéshozók, illetve a felügyeleti szervek képviselői a jövőben is folytatják a konstruktív együttgondolkodást a hazai biztosítási piac és az ügyfelek érdekében.

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 (beszterése), munkahelye és e-mail címe magyar és angol nyelven is.
- Az összefoglalót követően kérjük megjelölni a tanulmány JEL-kódját (minimum három szükséges).
- A főszeveg 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, kötettségével, oldalszámmal. A szövegben elegendő a vezetéknevével, évszámmal és oldalszámmal hivatkozni. Szó szerinti hivatkozás esetén az oldalszám feltüntetése nélkülözhetetlen.
- A táblázatokat és az ábrákat a tanulmányban folyamatosan kell számozni (a számozás az új alfejezetekben, alpontokban nem kezdődik újra). Mindegyik táblázatnak és ábrának címet kell adni, és a bennük szereplő mennyiségi értékek mértékegységét fel kell tüntetni. A táblázatokat és az ábrákat a Word és az Excel program segítségével el kell készíteni magyar és angol nyelven is. A táblázathoz és az ábrához tartozó megjegyzéseket és az adatok forrását közvetlenül a táblázat alatt kell elhelyezni.
- A képleteket a jobb oldalon, zárójelben folyamatosan kérjük számozni (tehát az egyes alfejezetekben ne kezdődjön újra a számozás).
- Fel kívánjuk hívni továbbá a szerzőink figyelmét, hogy csak olyan kéziratot küldjenek, amelyet más szerkesztőségnek egyidejűleg nem nyújtottak be közlésre. A tanulmányt minden esetben két független, anonim lektor bírálja el.
- A tanulmányokat e-mailben kérjük eljuttatni a szerkesztőségbe Word of 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