



MAGYAR NEMZETI BANK

MNB-szemle

2008. SZEPTEMBER

MNB-szemle

2008. szeptember



Jelen kiadvánnyal a Magyar Nemzeti Bank célja az, hogy a szakmai és szélesebb közvéleményt közérthető formában tájékoztassa a magyar gazdaságban végbemenő alapvető folyamatokról, s e folyamatoknak a gazdasági élet szereplőire és a lakosságra gyakorolt hatásáról. A kiadványt ajánljuk az üzleti szféra szereplőinek, egyetemi oktatóknak és hallgatóknak, elemzőknek, és nem utolsósorban a más jegybankokban, nemzetközi intézményekben dolgozóknak.

A kiadványban szereplő cikkek, tanulmányok szerkesztőbizottsági jóváhagyást követően jelennek meg.

A szerkesztőbizottság tagjai: P. Kiss Gábor, Szegedi Róbert, Tóth Daniella, Varga Lóránt

A kiadványban szereplő cikkek szerzői: Dávid Sándor, Homolya Dániel, Juhász Réka, Karvalits Ferenc, Szigel Gábor

A kiadványt jóváhagyta: Csermely Ágnes, Tabák Péter, Kármán András

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Iglódi-Csató Judit

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

www.mnb.hu

ISSN 1788-0882 (nyomtatott)

ISSN 1788-1463 (on-line)



Tartalom

Összefoglaló	5
Beszédek	
Karvalits Ferenc: Monetáris politikai kihívások – globális perspektíva és a magyarországi helyzet	6
Cikkek	
Dávid Sándor: Az egységes euro pénzforgalmi térség, a SEPA	11
Homolya Dániel–Szigel Gábor: Önkormányzati hitelezés – kockázatok és banki viselkedés	20
Juhász Réka: Optimális infláció és az inflációs cél mértéke: Nemzetközi tapasztalatok és magyarországi szempontok	30
Függelék	38

Összefoglaló

TISZTELT OLVASÓ!

A Magyar Nemzeti Bank fontos feladatának tekinti, hogy az érdeklődők széles köréhez juttassa el azokat a jegybanki elemzéseket, amelyek különböző aktuális, közérdeklődésre számot tartó gazdasági és pénzügyi folyamatokkal foglalkoznak. Jelen kiadvány az MNB-szemle harmadik évfolyamának második száma, amely három cikket és egy beszédet tartalmaz.

Karvalits Ferencnek, az MNB alelnökének a Magyar Közgazdasági Társaság 46. Közgazdász-vándorgyűlésén elhangzott beszéde a monetáris politikát érő kihívásokkal, a globális pénzügyi turbulencia és a globális áremelkedés kérdéseivel foglalkozik. Hangsúlyozza, hogy az MNB nem képes és nem is akarja a nyersanyagok és élelmiszerek relatív árának változását megakadályozni, arra azonban hatással tud és akar is lenni, hogy ez milyen inflációs környezetben zajlik le.

Dávid Sándor cikkében bemutatja, hogyan alakult ki az egyseges euro pénzforgalmi térség víziója, s eloszlatja a közkeletű félreértést, miszerint a SEPA azonos egy konkrét fizetési rendszerrel. Összefoglalja, milyen lépések történtek eddig az Európai Unióban ezzel kapcsolatosan, és hol tart most a magyarországi bevezetés. Magyarországon jelenleg már 12 bank használja a SEPA átutalási modellt, amely éppen a határon átmenő fizetéseknél hozhat jelentős előnyöket a bankoknak, ezért ebben a szegmensben terjed a leggyorsabban használata. A szerző nem utolsósorban rávilágít arra is, milyen előnye származik a hazai bankoknak és hitelintézeteknek, rajtuk keresztül pedig ügyfeleiknek a SEPA-modellek alkalmazásából, az olcsóbbá váló átutalási díjakból. Össztársadalmi szinten egy gyors és átfogó páneurópai bevezetés 2012-ig mintegy 123 milliárd euro megtakarítást eredményezhetne a jelenleg használt fizetési módokkal szemben.

Homolya Dániel és Szigel Gábor cikkükben az önkormányzati eladósodás legutóbbi időszakban tapasztalt megugrására hívják fel a figyelmet. Érdekes módon az eladósodás emelkedését nem az önkormányzati gazdálkodás tényleges finanszírozási igényének megváltozása okozza, hanem a törvényi vál-

tozásoktól való félelem, a bizonytalanság, illetve az előtartalékolási szándék. Erre utal az is, hogy az önkormányzatok a „többlethitelüket” egyelőre betétként helyezték el a bankszektorban. Mivel a hazai önkormányzati szektor kiadásai összességében a GDP 12%-ára rúgnak, s így egyensúlytalanságai makrogazdasági szinten is érzékelhetőek lehetnének, ezért a kérdés pénzügyi stabilitási szempontból is figyelmet érdemel. Különösen azért, mert az önkormányzatok eladósodását szabályozó hazai törvény a cikk szerint nem jelent érdemi korlátozást a képviselőtestületek hitelfelvételére, és ezért ezen a piacon az egyetlen szabályozó erőt jelenleg a bankok hitelezési hajlandósága jelenti. A hitelintézetek körében végzett felmérésünkéből azonban az derül ki, hogy ezen szabályozói funkció ellátásához a feltételek nem kedvezőek a bankok számára.

Juhász Réka elemzése az optimális inflációról és az inflációs cél mértékéről összegzi a témával kapcsolatos elméleti eredményeket és gyakorlati tapasztalatokat. A szakirodalom szerint nem a 0%-os, hanem egy kellően alacsony szintű infláció jelenti a gazdaság szereplői számára a legkedvezőbb inflációs környezetet. A kismértékű pozitív infláció ugyanis semlegesíti az infláció méréséből adódó statisztikai torzítást, ellensúlyozhatja az aszimmetrikus nominális ár- és bérmevességek okozta jóléti veszteséget, és csökkenti az ún. deflációs veszélyt. A szakirodalom és az empirikus tapasztalatok is azt mutatják, hogy egy bizonyos ponton túl az infláció össztársadalmi költségei meghaladják a belőle származó hasznot, inentől a pénzromlás kifejezetten káros egy ország gazdaságára nézve: az átárazás révén például járulékos költségek jelennek meg, a vállalatok elhalasztják beruházásaikat, és nő a készpénz tartásának költsége. A szerző rámutat, hogy Magyarország számára – figyelembe véve az ország strukturális jellemzőit, a nemzetközi eredményeket, és az inflációs célt követő jegybankok tapasztalatát – jelenleg a 3%-os inflációs cél a megfelelő.

a szerkesztőbizottság

Karvalits Ferenc: Monetáris politikai kihívások – globális perspektíva és a magyarországi helyzet

A Magyar Közgazdasági Társaság 46. Közgazdász-vándorgyűlésén¹ tartott beszédében Karvalits Ferenc, az MNB alelnöke a monetáris politikát érő kihívásokat, a globális pénzügyi turbulencia és a globális áremelkedés kérdéseit tárgyalta. Hangsúlyozta, hogy az MNB nem képes és nem is akarja a nyersanyagok és élelmiszerek relatív árának változását megakadályozni, arra azonban hatással tud és akar is lenni, hogy ez milyen inflációs környezetben zajlik le.



Az angol jegybank kormányzója, Mervyn King mondta egyszer: „a monetáris politika akkor jó, ha unalmas.” Ma a monetáris politika egyáltalán nem nevezhető unalmasnak. Sőt rendkívül érdekes, izgalmas és fölöttébb nehéz. Nyugodtan mondhatjuk, a szép napokon túl vagyunk. Míg az elmúlt évtized a globalizáció, a pénzügyi integráció révén a prosperitás és az árstabilitás időszak volt, mára komoly növekedési és inflációs kockázatok, a stagfláció réme fenyeget számos jelentős gazdaságot. A hitelpiacok válsága pedig a globális pénzügyi intézményrendszert veszélyezteti.

Nemcsak a nemzetközi fejlemények, hanem a hazai problémák is a közvélemény figyelmének középpontjába helyezték a központi bank munkáját. A monetáris politika körül forrongó vitának számos aspektusa van, azonban a rendelkezésre álló hely nem volna elegendő még csak érinteni sem, nem hogy megválaszolni mindezeket a kérdéseket. Ezért három összefüggő és gyakorta feltett kérdést próbálok körbejárni:

- Mennyiben befolyásolja a nemzetközi pénzügyi környezet alakulása a monetáris politika vitelét?
- Érdemes-e, lehet-e a nyersanyagárak emelkedése ellen monetáris eszközökkel küzdeni?
- Hogyan hatunk a gazdaságra az árfolyammal a hazai monetáris politika keretrendszerében?

Ezt megelőzően azonban röviden kitérnék a monetáris politika vitelének alapelveire.

A MONETÁRIS POLITIKA ELVEIRŐL

Elméleti közgazdászok és gyakorló központi bankárok évtizedes vitájában formálódott, erősödött meg a monetáris politika vitelének néhány alapelve, melyet széles körű konszenzus övez a világban. Mint arra Neményi Judit kollégám is utalt egy nemrégien megjelent cikkében, érdemes volna ezeket a hazai közvélemény körében is elfogadottá tennünk.

A központi bankok – a pénzügyi intézményrendszer egészének fejlődésével párhuzamosan – jelentős mértékben változtak az elmúlt 20 évben. Míg a pénzügyi rendszerek egyre inkább nyitottá, kompetitív váltak, addig a központi bankok esetében ebben az időszakban erősödött meg az a felfogás, hogy elsődleges feladatuknak az árstabilitás fenntartását kell tekinteni.

Már középtávon is igaz az az állítás, miszerint a jegybank alapvetően a nominális változókra képes hatni, hosszabb távon pedig egyáltalán nem tudja befolyásolni gazdaság kibocsátását, a foglalkoztatás szintjét. Hosszabb időhorizonton továbbá nem mutatható ki átváltás a munkanélküliség és az infláció között. Épp ellenkezőleg, nemzetközi példák igazolják, hogy az alacsony

¹ A beszéd 2008. június 28-án hangzott el.

és stabil infláció a hatékony erőforrás-allokáción keresztül hozzájárul a gazdasági növekedéshez és a foglalkoztatottság emelkedéséhez. Az árstabilitásnak tehát fontos jóléti előnyei vannak.

Elképzelhető, hogy az ún. meglepetés-infláció eszközével átmenetileg, ideig-óráig élénkíthető egy gazdaság, de ez az erőfeszítés hamarosan magasabb inflációba torkollik. Ha gazdaság szereplői számítanak a magasabb inflációra, akkor annak már semmi gazdaságolajozó hatása nincs. Csak újabb meglepetés-infláció segítene. Valójában, már rövid távon sem lehet sikeres egy ilyen stratégia, hiszen a gazdasági élet szereplői nem egyszerűen tanulnak a múltból, de várakozásokat is megfogalmaznak a várható jövőbeli politikára vonatkozóan. Döntéseiket ennek megfelelően optimalizálják, minden rendelkezésre álló információt azonnal felhasználva. E gondolkodásmód legfontosabb üzenete, hogy a monetáris politikára vonatkozó várakozásoknak meghatározó szerepe van a gazdasági szereplők üzleti döntéseiben, aktivitásában.

A monetáris döntéshozók komoly elkötelezettséget biztosító mechanizmusok nélkül mindenkor azzal fognak szembesülni, hogy a piaci szereplők, diszkrecionális intézkedésekre – élénkítésre – számítva folyamatosan egyre feljebb emelik inflációs várakozásaikat. Ezért a jegybankok akkor lehetnek sikeresek inflációs céljaik elérése kapcsán, ha egyértelmű elkötelezettséget mutatnak az infláció kézbentartásában, és megértik, hogy nem lehet céljuk a foglalkoztatás és a kibocsátás élénkítése azon a szinten túl, amely még az árstabilitással összeegyeztethető. A várakozások befolyásolása tehát meghatározó eleme lett a monetáris elméletnek és a monetáris politikai gyakorlatnak, s arra is rámutatott, hogy a döntéshozó szisztematikus, szabály alapú magatartása hatékonyabbá teszi a monetáris politikát.

Annak érdekében, hogy az árstabilitás fenntartását meg tudják valósítani, egyre több intézmény számára biztosították a mindenkori kormánytól való függetlenséget. A függetlenség mértéke, természete országonként változik, de a lényege mindenütt azonos: a bank kormányzója vagy monetáris tanácsa szabadon, minden politikai befolyástól függetlenül határozza meg kamatpolitikáját, az irányadó kamat szintjét. Ezt a döntési szabadságot támogatnia kell az intézményi, pénzügyi függetlenségnek is. Magyarország esetében ezeket a kereteket a jegybanktörvény biztosítja. A Magyar Nemzeti Bank tehát független intézmény.

Az elmúlt 20 év fejleménye az is, hogy a jegybankok többsége az inflációs célkövetés rendszerének keretei között működik. A monetáris politika ebben a keretrendszerben magát az explicit inflációs célt tekinti annak a nominális horgonynak, amelynek elérésére elkötelezi magát, ezzel igyekezvén befolyásolni a piaci szereplők várakozásait. Döntéseit ahhoz igazítja, hogy publikus előrejelzése alapján elérhetőnek látja-e a kitűzött célt. Hazánkban a jegybank és a kormány között 2005-ben létrejött megállapodás értelmében ez a középtávú cél 3 százalék, a teljes fogyasztóiár-indexre vonatkoztatva.

A legtöbb jegybank – kimondva vagy kimondatlanul – egy olyan célfüggvényt követ, ami az infláció árstabilitástól vett eltérését és a reálgazdaság alakulását – előbbinek nagyobb súlyt rendelve – egyszerre veszi figyelembe. Fontos, hogy a reálgazdaság alakulása itt az aktuális kibocsátás hosszú távú, potenciális szintjétől vett eltérését jelenti, utóbbit a jegybank – ahogy már említettem – nem tudja befolyásolni. Ez a megközelítés teljes mértékben kompatibilis az előrejelzésen alapuló inflációs célkövetés rendszerével. Az inflációs célt követő jegybankok az infláció alakulása mellett a reálgazdasági folyamatokat több csatornán keresztül is figyelembe veszik. A monetáris politikai döntések kiindulópontjaként szolgáló inflációs előrejelzés tükrözi a reálgazdasági aktivitás inflációra gyakorolt hatását. Ha például a gazdaság lelassul, a kibocsátási rés kinyílik, abban az esetben az előre jelzett infláció is alacsonyabb lesz. Egy másik ilyen csatorna a monetáris politika választott időhorizontja: azzal, hogy az inflációs célkövetést alkalmazó jegybankok tipikusan 1-2 évre előre fókuszálva hozzák meg a döntéseiket, figyelembe veszik azt, hogy egy átmeneti inflációs hatású sokk rövid távú ellensúlyozása szükségtelenül magas reálgazdasági áldozatokat kívánna.

A MONETÁRIS POLITIKA AKTUÁLIS KIHÍVÁSAI

A világ jegybankjai jelenleg két, igen komoly problémával néznek szembe. Az egyik az amerikai másodrendű jelzálogpiacon kirobbant, majd globális hatásúvá növekedett pénzügyi turbulencia. A másik probléma az élelmiszerek, egyes energiahordozók és más nyersanyagok árának erőteljes növekedése, ami világszerte komoly inflációs nyomáshoz vezetett.

A globális pénzügyi turbulencia

Anélkül, hogy részletesen vizsgálnám a turbulencia kialakulásának okait, néhány gondolatban összefoglalnám, hogy a pénzügyi válság milyen módokon nehezíti meg a monetáris politika vitelét.

Az USA másodrendű jelzálogpiacáról kiinduló pénzügyi válság hatására a globális kockázatvállalási hajlandóság visszaesni látszik. Az érintett (többnyire fejlett) országok pénzügyi rendszerében komoly likviditási – és sok esetben a kölcsönös bizalom hiányán alapuló – problémákat figyelhetünk meg. A nagyobb, zártabb gazdaságokban erősödnek a lefelé mutató növekedési kockázatok, amelyek a pénzügyi rendszer ingataggá válásából, a hitelezési sztenderdek szűküléséből és – egyes régiókban – az eszközár-buborékok korrekciójából táplálkoznak. Azokban a kisebb, nyitottabb gazdaságokban, amelyek a pénzügyi turbulencia közvetlen hatásának nem voltak kitéve, a globális kockázati étvágy visszaesése és a nagyobb világgazdasági régiók lassulása okozhat problémát.

Fontos különbséget jelent a korábbi időszakokkal szemben, hogy a pénzügyi befektetők kockázati étvágyának változása nem egységesen hat a feltörekvő piacokra. Az ún. „menedék” országokban – amelyeket gyors növekedés, alacsony infláció és mérsékelt külső eladósodottság jellemez – a kockázati felárak kisebb emelkedése és a nominális árfolyam felértékelődési tendenciájának folytatódása figyelhető meg. A pénzügyi piacok által sérülékenyebbnek gondolt feltörekvő országokban – ahol a külső eladósodottság mértéke magas és/vagy a hitelexpanzió alapuló túlfűtöttség jelei mutatkoznak – a kockázati felárak nagyobb mértékű megugrása és a tőkekiáramlás jellemező.

Bár Magyarország sebezhetőségi mutatói javultak a költségvetési kiigazítás következtében, a külső körülmények megváltozása azt eredményezte, hogy a piac ahelyett, hogy a kockázati felárak csökkenésével igazolta volna vissza a konszolidáció eredményeit, a megváltozott globális körülményeknek megfelelően éppenséggel emelte a hazánkkal szemben elvárt hozamokat. Ezen, két okból sem csodálkozhatunk. Egyrészt az államháztartási hiány jelentős mértékben csökkent, ami javította a külső egyensúlyt, a háztartások eladósodásának folytatódása azonban ellenkező irányba hatott. Másrészt romlott a külső finanszírozás összetétele, ami egyre inkább az adósság típusú források felé mozdul el. Bár az összetétel változásában tetten érhetők egyedi hatások is, a csökkenő működőtőke-beáramlás figyelmeztető jel is lehet, hiszen igen magas a külfölddel szembeni nettó tartozásunk mértéke s ezt a képet tovább rontja a növekedési kilátások romlása.

A kockázati megítélés javulásának alapvető feltétele a hosszú távú kiszámíthatóság mielőbbi helyreállítása. Az adósság- és tartozásmutatók javulásának szükséges feltétele a szigorú és növekedésbarát fiskális politika. A jegybank felelőssége pedig az, hogy az árstabilitás megteremtésével, az inflációból származó bizonytalanságok csökkentésével járuljon hozzá a kiszámítható gazdasági környezethez.

Globális áremelkedések

Jelenleg a világgazdaság egyik meghatározó tendenciája az élelmiszerek, a kőolaj, és egyéb nyersanyagok árának emelkedése. Egyelőre annyit állíthatunk biztosan, hogy ezen termékek relatív ára a többi, külkereskedelemben kerülő termékhez és szolgáltatáshoz képest emelkedik. A szóban forgó termékek jellemzője, hogy közvetlenül is megjelennek a fogyasztói kosárban és – különösen a kőolaj esetében – a termelési folyamatban inputként is szolgálnak. A globális áremelkedések hátterében több, egymást nem feltétlenül kizáró ok húzódhat meg.

A relatív árak megváltozása mögött állhat – többek közt – egy átmeneti áremelkedés, tartósan fennmaradó, strukturális okokra visszavezethető árváltozás, illetve a globális inflációs nyomás. Az átmeneti áremelkedés hátterében egyszeri tényezők állhatnak, például a kedvezőtlen időjárás, ideiglenes kapacitáskorlátok vagy a spekuláció. A tartós relatívár-változást a keresleti és/vagy kínálati viszonyok hosszabb távon fennmaradó, strukturális okokból történő módosulása okozhatja. Az élelmiszerárak esetében ilyen lehet a feltörekvő országok folyamatosan növekvő kereslete, illetve a bioüzemanyagok terjedése és támogatása. A megfigyelt árváltozás globális inflációs nyomást is tükrözhet. Ebben az esetben nem relatívár-változás történik, hanem az élelmiszer-, olaj- és nyersanyagárak dinamikája reagál a pozitív globális kibocsátási résre, ami a globális kereskedelemben kerülő termékek és szolgáltatások széles körben érvényesülő áremelkedését vetíti előre. A feldolgozatlan élelmiszerek és az olaj ára ugyanis tipikusan aukciós jellegű piacokon alakul ki, ahol megfigyelhető a gyors áralkalmazkodás, ugyanakkor az ármevségek kevésbé jellemzők, míg a globális kereskedelemben kerülő termékek árai „ragadósabbak”, így azok lassabban tükrözik az inflációs nyomást.

Mára egyre inkább úgy tűnik, hogy az olaj- és nyersanyagár-emelkedések meglehetősen tartósnak bizonyulnak, azonban egyelőre nyitott kérdés, hogy csupán relatívár-változásról van szó vagy a megfigyelt tendencia a termékek és szolgáltatások széles körében jelentkező globális inflációs nyomás előszele.

MIT TEHET A MONETÁRIS POLITIKA A FENTI KIHÍVÁSOKKAL SZEMBEN EGY KIS, NYITOTT GAZDASÁGBAN?

Ahogy az előzőekben utaltam rá, a monetáris politikai döntéshozók feladata az, hogy egy olyan kamatpályát jelöljenek ki, amely biztosítja az inflációs cél elérését, lehetőleg a reálgazdasági áldozatok minimalizálásával.

A globális pénzügyi turbulencia egyelőre korlátozott mértékű kockázatiprémium-emelkedést okozott Magyarországon, a bankrendszer közvetlen kitettsége nem jelentős. Ez természetesen nem jelenti azt, hogy a döntéshozók nyugodtan ülhetnek székeikben, hiszen a globális pénzügyi turbulencia még korántsem ért véget. Ráadásul az sem látszik még egyértelműen, hogy a pénzügyi turbulencia mennyire vetette vissza legfontosabb külkereskedelmi partnereink konjunkturális kilátásait. A hazai monetáris politikának mind a bekövetkezett kockázatiprémium-emelkedést, mind a globális növekedési kilátások kedvezőtlenbé válását figyelembe kell vennie.

A kis, nyitott gazdaságok jegybankjai számára jelenleg a külföldről érkező inflációs nyomás látszik sürgetőbb problémának. Ezek a jegybankok a globális monetáris kondíciókat, illetve a globális kibocsátási rést nem tudják befolyásolni, azonban az ár-emelkedések importálása lebegő árfolyamrendszer mellett nem szükségszerű. Az importált inflációs nyomás a nominális árfo-lyam felértékelődésével ellensúlyozható, ez azonban nem „ingyen ebéd”, a felértékelődés reálgazdasági áldozattal jár.

A monetáris politika megfelelő válasza attól függ, hogy a megfigyelt globális áremelkedések hátterében milyen folyamatok húzódnak. Ha az élelmiszer- és olajárak megugrása csak átmeneti jelenség, akkor a sokk rövid távú inflációs hatásán „át lehet nézni”, az esetleges második körös hatásokra illetve az inflációs várakozásokra azonban kiemelt figyelmet kell fordítani. A második körös hatások bekövetkezésének annál nagyobb az esélye, minél alacsonyabb a monetáris politika felhalmozott hitelessége. Egy alacsonyabb hitelességű jegybank esetében a második körös hatások kialakulását elkerülendő még abban az esetben is szükség lehet megelőző jellegű lépésekre, ha a jegybank az áremelkedés közvetlen inflációs hatását nem kívánja ellensúlyozni.

Ha a relatív árak megfigyelt változása hosszabb távon ható, strukturális okokból történik, akkor ezt a folyamatot a monetáris politika nem tudja hosszú távon megakadályozni. Ha a relatív árak megváltozása tartós marad, akkor hatásuk egyrészt közvetlenül megjelenik a fogyasztóiár-indexben, másrészt – mivel termelési inputként is felhasznált termékekről van szó – hosszabb kifizetés, a monetáris politika horizontján is megjelenő, „első körös” inflációs nyomást is okozhat. Ezen túl ebben az esetben is számolni kell a második körös hatások kialakulásának kockázatával. Az átmeneti esethez képest az is különbség, hogy a tartós relatívár-változás a potenciális GDP-t is csökkentheti. Előbbiek alapján tehát a jegybanknak arra kell törekednie a rendelkezésére álló eszközökkel, hogy a relatívár-változás a lehető legalacsonyabb inflációs környezetben menjen végbe, és ne alakuljon ki a gazdaságban tartós inflációs nyomás vagy ár-bér spirál. Az alacsony inflációs környezet biztosítása rövid távú reálgazdasági áldozatokkal járhat, azonban az árstabilitás fenntartásából származó előnyök ezt hosszabb távon ellensúlyozzák.

A megfigyelt áremelkedések globális inflációs nyomást is jelezhetnek. Erről akkor beszélhetünk, ha a világ gazdaságainak meghatározó része a globális monetáris kondíciók lazasága következtében tartósan gyorsabban növekszik (vagy növekedett) az árstabilitással még összeegyeztethető ütemnél, azaz túlfűtötté vált. A globális infláció monetáris jelenségnek tekinthető, így nem igényel hosszabb távú relatívár-alkalmazkodást. Ha a globális inflációs nyomás a külkereskedelemben kerülő termékek széles körében (azaz az exportszektor input és output oldalán is) jelentkezik, akkor a hazai monetáris kondíciók szigorítása az árfolyamszintnél keresztül kevésbé érinti hátrányosan az exportszektor. Hosszabb távon a globális inflációs nyomás is eltűnhet, ha a globális értelemben meghatározó jegybankok egy idő után elkezdnek szigorítani. Ekkor az a kérdés, hogy egy kis, nyitott gazdaság meddig vállalja a magasabb infláció költségeit, illetve mikor vállalja fel a dezinfláció reálgazdasági áldozatát: ha „halad az árral”, akkor később nagyobb lehet az output-veszteség, mert egyszerre kell megfizetni a dezinflációt, és azt, hogy akkor a külső kereslet is kedvezőtlenebb. Ha viszont „ellene megy” a globális inflációnak, akkor rövidebb távon jelentkezik az output-veszteség, hosszabb távon viszont nem kell a tartósabb infláció és a drágább dezinfláció költségét megfizetni. A monetáris politika lényegében arról dönt, hogy milyen időzítéssel, és milyen output-infláció lefutással kezeli a problémát.

Amire különösen figyelni kell Magyarország esetében

Magyarországon különösen nagy hangsúlyt kell fektetni arra, hogy a globális ársokkok inflációs hatásait kezeljük. Egyrészt a monetáris politika felhalmozott hitelessége még nem teljes, az inflációs várakozások horgonyzottságát bizonytalanság övezi, tehát ilyen helyzetben kockázatos az inflációs sokkok akár részleges átengedése. Másrészt, ahogy korábban is említettem, a

nagyfokú külső eladósodottság okán Magyarország sérülékenynek tekinthető, tehát ha a jövőben külföldön erőteljesebbé válik a globális infláció elleni küzdelem, akkor az a hazai eszközök kockázati prémiumát is emelheti.

HOGYAN HATUNK AZ ÁRFOLYAMMAL A GAZDASÁGRA?

A jegybank monetáris politikai döntései, kamatlépései számos csatornán keresztül fejthetik ki hatásukat. Kutatási eredményeink azt mutatják, hogy Magyarország esetében az MNB lépései az árfolyamon és az inflációs várakozások befolyásolásán keresztül fejtik ki legerőteljesebb hatásukat az inflációra. Az alapkamat változását és az árfolyam alakulását a fedezetlen kamatparitás elve köti össze, de az árfolyam mozgására számos más tényező is folyamatosan hat. Nemzetközi összehasonlításban a kamatcsatorna szerepe jóval gyengébb. Ebben nyilvánvalóan szerepet játszik az a tény, hogy a belföldi jövedelemtulajdonosok finanszírozásában jelentős szerep jut a devizahiteleknek. Ezzel együtt is meggyőződésünk, hogy a monetáris kondíciók szigorításának – a devizahitelezés térnyerése mellett is – a belföldi keresletet visszafogó, így inflációcsökkentő hatása van. A termelési folyamatban felhasznált importált inputok, illetve az importált fogyasztási cikkek árain keresztül az árfolyamcsatorna hatékonyan működik.

A korábban említett kutatási eredmények azt jelezték, hogy a magyar monetáris politika a nemzetközileg megfigyeltnél nagyobb mértékben képes rövid távú inflációcsökkenést elérni, viszont a rövid távú outputot stabilizáló szerepe jóval korlátozottabb. A kamatemelés és a forinterosódás az alacsony importhányaddal dolgozó exportáló vállalatoknál reálgazdasági áldozatot okozhat, mert alkalmazkodásra kényszeríti őket. Minél rugalmasabban képesek alkalmazkodni (bérezés, hatékonyságnövelés), annál kisebb az áldozat. Ugyanakkor a hazai export igen magas importigénye miatt a teljes növekedési áldozat jóval kisebb, mint ami az exportbevételek ceteris paribus csökkenéséből fakadna.

Közép- és hosszú távon az exportőr vállalatok versenyképességére a reálárfolyam hat. A monetáris politika a reálárfolyamra hosszabb távon nem képes hatni. Azt tudja befolyásolni, hogy a reálkonvergenciából fakadó egyensúlyi reálfelértékelődés milyen arányban jelenjen meg a fogyasztóiár- (illetve bér-) inflációban és milyen arányban a nominális felértékelődésben. A nemzetgazdaság érdeke az, hogy az egyensúlyi reálfelértékelődés stabilan alacsony inflációs környezetben és mérsékelt ütemű nominális felértékelődés mellett menjen végbe.

Az árfolyam alakulását befolyásolva az MNB tehát képes arra, hogy a globális áremelkedések hazai inflációs hatását fékezze. Az MNB ugyanakkor nem képes és nem is akarja a nyersanyagok és élelmiszerek relatív árának változását megakadályozni, azonban arra hatással tud és akar is lenni, hogy ez milyen inflációs környezetben zajlik le.

Dávid Sándor: Az egységes euro pénzforgalmi térség, a SEPA

Az egységes euro pénzforgalmi térség (Single Euro Payments Area, SEPA) megvalósításával kapcsolatos páneurópai szabályozói és banki önszabályozói munka célja, hogy közös jogi keretek létrehozásával és szabványok alkalmazásával növelje a kis összegű EU-n belüli pénzforgalom hatékonyságát. A SEPA-projekt elemei közül a modellekre koncentrálva, elsősorban az egész EU-ban – beleértve Magyarországot is – már gyakorlati alkalmazásba állított SEPA átutalási modellt (SCT) tárgyaljuk részletekben¹, rámutatva, hogy a SEPA nem egy konkrét fizetési rendszer, hanem az adott fizetési módra vonatkozó lebonyolítási és jogi szabályok összessége, valamint a tranzakciók elszámolását és teljesítését biztosító infrastruktúra együttese. A modellek tömeges használata potenciálisan, hosszabb távon lényeges költségmegtakarítással járhat a bankok számára, ami végső soron ügyfeleiknél díjcsökkentés formájában jelenhet meg. Az átutalási modell kapcsán szerzett gyakorlati tapasztalatokról az érintett hazai bankoknál lefolytatott jegybanki tájékoztató megbeszélések során kapott információk tükrében² számolunk be. Magyarországon már 12 bank használja a SEPA átutalási modellt. Mivel belföldi euroinfrastruktúra hiányában a belföldi euroforgalom is nemzetközi csatornákon bonyolódik le, ezért a magyar bankok euroátutalásainak sokkal nagyobb hányada migrált már az új SEPA-formátumra, mint az eurozóna teljes kis összegű pénzforgalmára az jellemző eddig. E jelenségnek az a magyarázata, hogy kezdetben legkönnyebben a határon átmenő tranzakciók esetében nyújt a díjak szempontjából versenyképes alternatívát a SEPA átutalási modell.

BEVEZETÉS

A „SEPA” betűszót a pénzforgalmi szakmai köznyelv több értelemben is használja:

- Egyrészt a „SEPA” kifejezés alatt értendő az a *vízió*, az a *célul kitűzött állapot*, amelyet 2010-ben az euroövezet, illetve hosszabb távon az egész Európai Unió elér, amikor a pénzforgalmi szolgáltatást igénybe vevők semmiféle különbséget nem fognak tapasztalni az alapvető pénzforgalmi szolgáltatások igénybevétele során, forduljanak bármely pénzforgalmi szolgáltatóhoz az unió teljes területén.³
- Másrészt a „SEPA” *földrajzi gyűjtőfogalmat* is jelöl, a SEPA területén lévő országok összességét (a 27 EU-tagállam, valamint Izland, Norvégia, Liechtenstein és Svájc tartozik ide).
- Harmadrészt a szakmai köznyelvben leggyakoribb módon a „SEPA” kifejezés jelöli az European Payments Council (EPC⁴, a továbbiakban: Tanács) által koordinált önszerveződést, a *szűkebb értelemben vett páneurópai SEPA-projektet*, amely sztemderd fizetési modellek és keretszabá-

lyok bevezetésével (kialakításával és elterjesztésével) kívánja előmozdítani a SEPA-vízió megvalósulását.

A SEPA értelmezésével összefüggésben fontos kiemelni azt is, hogy téves az az értelmezés, amely szerint a SEPA egy fizetési rendszer, hiszen még a szűk értelemben vett SEPA-projektnek is lényegi eleme, hogy nem korlátozódik egy fizetési rendszerre vagy mechanizmusra.

A SEPA-PROJEKT LÉTREJÖTTÉNEK KÖRÜLMÉNYEI, OKA ÉS CÉLJA

Az egységes valuta, az euro bevezetése – a szabályozók várakozásával ellentétben – nem vonta automatikusan maga után a teljes pénz- és elszámolásforgalom egységesülését. Míg a nagy összegű pénzforgalom területén e változás az EKB és a központi bankok együttműködése révén végbement, addig a *kis összegű (retail) fizetések* területén az nem következett be. Megmaradt e piac nemzetek közötti felaprózottsága és a mögöttük meghúzódó *eltérő* nemzeti pénzforgalmi *jogi keretek*. A különböző *nemzeti fizetési szokások* továbbéltek, a hitelintézetek nem változtatták meg az azonos funkciójú, de *külön-*

¹ A téma bővebb kifejtését a rövidesen, hasonló címmel az MNB honlapján megjelenő önálló kiadványban olvashatják az érdeklődők.

² Ezúton mondunk köszönetet a cikk írásához nélkülözhetetlen adatokat és egyéb információkat rendelkezésünkre bocsátó bankoknak: OTP, K&H, WestLB, ING, BB, Deutsche Bank, Commerzbank, KDB, Citi, Erstebank, UniCredit.

³ A SEPA mozaikszóban az „euro” könnyen felcserélhető „európa”ra. Ez a „tévedés” nem végzetes, az egységes európai pénzforgalmi térség is értelmes kifejezés. Kifejezi, hogy a pénzforgalmi keretek, a szabályok az Európai Unióban egységekké válnak, és a vállalkozások bármely közösségi pénznemben azonos feltételekkel nyújthatnak majd pénzforgalmi szolgáltatást az unió egész területén.

⁴ European Payments Council (Európai Pénzforgalmi Tanács), a 2002-ben a meghatározó európai bankok által létrehozott, az önszabályozást koordináló pénzforgalmi szakmai szövetség. A Tanács égisze alatt kerülnek megvalósításra a SEPA fizetési módok.

böző színvonalú és díjú pénzforgalmi szolgáltatásaikat sem. Jelentős különbségek maradtak a tagállamokon belüli, illetve a tagállamok közötti határon átmenő fizetések díjai és lebonyolítási ideje között.

Erre a helyzetre reagálva fogalmazódott meg az európai hatóságokban a „Single Euro Payments Area” (SEPA) víziója, az az állapot, amelyben a bankok ügyfelei az EU-n belül egyetlen bankszámláról lesznek képesek az egységes, alapvető pénzforgalmi euroműveleteket – elektronikus átutalást, beszedést vagy bankkártyás fizetést – végrehajtani és minden az EU-n belüli, ideértve a tagállamok határain átmenő euro fizetési tranzakciókat is, lényegét tekintve belföldi fizetéssé válik.

A SEPA-vízió megvalósításának eszközei tekintetében a 2000-es évek eleje óta jelentős koncepcionális változás állt be a hatóságok hozzáállásában. Kezdetben úgy vélték, hogy egyszerű rendeletalkotás (2560/2001/EK-rendelet⁵, a továbbiakban: rendelet) révén kiváltható az a folyamat, ami a pénzforgalmi piac egyesítéséhez és a pénzforgalmi szolgáltatások egységsüléséhez vezet. A rendelet azonban nem váltotta be a hozzáfűzött várakozásokat, az azonos díjszabás elve a határon átmenő pénzforgalomhoz kapcsolódó banki díjak és költségek közötti kiegyensúlyozatlansághoz, valamint több helyütt inkább a belföldi díjak emeléséhez vezetett, mivel nem voltak meg a szükséges feltételek; az azonos szabványok és a megfelelő infrastruktúra.

Ezt a hatást csak úgy lehetett megszüntetni, hogyha a határon átmenő pénzforgalmat, annak legfontosabb elemeit, a feldolgozást, az elszámolást és a teljesítést átszervezik, mégpedig úgy, hogy az ugyanolyan olcsó legyen, mint a belföldi pénzforgalomé. Ennek érdekében a hatóságoknak és a szolgáltatóknak fel kellett ismerniük, hogy a díjakat akkor tudják érdemben csökkenteni, ha a szolgáltatások előállítási, illetve egységköltségei párhuzamosan jelentősen mérsékelhetők. Azaz, a bankoknak és infrastruktúraszolgáltatóknak először befektetéseket kell végrehajtaniuk, teret adva a szolgáltatások előállítását olcsóbbá tévő *innovációknak*, és a lehető legnagyobb mértékben törekedniük kell olyan megoldásokra, amelyekben a *mérethatékonyságot és a hálózati hatásokat* messze-menőkig kihasználhatják. Ezért kézenfekvő volt, hogy *szabványos (sztenderdizált) pénzforgalmi szolgáltatásokat, illetve modelleket* kell kifejleszteniük és bevezetniük. Az egységes fizetési modellekkel kapcsolatban meg kell említeni, hogy kifejlesztésüknek és bevezetésüknek a költségei elsősorban az európai bankközösséget, valamint az elszámolási és teljesítési rendszerek szolgáltatóit terhelik, míg hasznait, előnyeit a pénzforgalmi szolgáltatások fogyasztói fogják élvezni. Egy, az

Európai Bizottság felkérésére készített tanulmány⁶ elemezte a SEPA-projekt társadalmi költségeit és hasznait a fő érintetti csoportok szerinti bontásban a 2006–2012 időszakra vetítve. Az elemzés az ügyfelek számára előnyös becsült díjcsökkenés mellett számba veszi a szükséges befektetések értékét, valamint a működési költségeket. A számítás négy foratókönyvet vizsgál a migráció sebessége tekintetében, mely a keresleti oldali lehetséges két és a kínálati oldali lehetséges két SEPA-stratégia kombinációjából állt elő.

Az elvégzett költség-haszon kalkuláció alapján azt találták, hogy a jelenleg használatos átutalási és beszedési módokról a SEPA-modellekre történő gyors és széles körű áttérés páneurópai szinten a 2006–2012 időszakban 123 Mrd euro megtakarítást eredményezhet a jelenleg használt fizetési módokkal szemben. Ez az összeg további 238 milliárd euróval növekedhetne, ha a SEPA-modellek alkalmazása nemcsak a bankok közötti, hanem az ügyféltől ügyfélig terjedő teljes fizetési láncban megvalósulna. Ugyanakkor, ha a migráció lassan halad, és nem éri el a kritikus tételszámot legkésőbb 2012-ig, akkor akár 43 milliárd euro veszteség is keletkezhet társadalmi szinten.

A szabályozók megítélése szerint az általuk biztosított jogi kereteket az önszabályozás jól egészíti ki a tekintetben, hogy a szabályozásoknak megfelelő szolgáltatások, illetve termékek kidolgozására ügyfélismereteik és -kapcsolataik révén maguk a bankok a legalkalmasabbak. A pénzforgalom fejlesztése azonban nem rövid távú folyamat, ami ezért az egész bankközösség és más intézmények hosszú távú, összehangolt együttműködését követeli meg. Azért, hogy e folyamat, amely a bankok részéről jelentős befektetéseket kíván, elindulhasson, és már rövid távon is eredményt hozzon, a szabályozók részéről erőteljes közreműködésre, sőt politikai nyomásra is szükség volt.

A rendeletalkotás helyett tehát a SEPA megvalósításának fő eszközévé a hatóságok által „katalizátorként” és nyomásgyakorlóként támogatott *banki önszerveződés* vált. Ezt az önszerveződést nevezhetjük a *szűkebb értelemben vett SEPA-projektnek*, mely a fent vázolt vízió megvalósítását e formában kívánja elérni.

A banki együttműködéshez szükséges szervezeti kereteket a Tanács létrehozásával oldotta meg az unió bankközössége. A Tanács az ügyfelek és különböző szolgáltatók bevonásával dolgozta ki a SEPA-projektet, illetve annak elemeit; az egységes páneurópai fizetési eszköztárat, amely magában foglalja a SEPA átutalási és beszedési modelleket, valamint a kártyás fi-

⁵ 2560/2001/EK-rendelet a díjgyenlőség elvét mondta ki a tagállamokon belüli és a tagállamok közötti euroátutalások tekintetében, azaz, hogy a határon átmenő fizetések díjai nem lehetnek magasabbak az ugyanolyan belföldi fizetések díjainál.

⁶ Caggemini analysis (2007): „SEPA: potential benefits at stake” (Researching the impact of SEPA on the payments market and its stakeholders).

zetések és az alkalmazandó elszámolási és teljesítési mechanizmus, a készpénzkezelés keretszabályait. A hatóságok a jogi szabályozás oldaláról azokat a fizetési szolgáltatásokra vonatkozó általános EU-szintű keretszabályokat dolgozták ki, amelyek az integrációt leginkább támogathatják. Így 2007 végén az Európai Parlament és az Európai Tanács kiadta a 2007/64/EK-irányelvet a belső piaci pénzforgalmi szolgáltatásokról (Payment Services Directive – PSD, a továbbiakban pénzforgalmi irányelv), melynek egyértelmű célja az unió egységes pénzforgalma jogi kereteinek megteremtése.

A SEPA-PROJEKT LEGFŐBB ÉRINTETTI CSOPORTJAI

A projekt érintettjei három nagy csoportba sorolhatók. A szabályozók és az önszabályozást megtestesítő Tanács, amelyek a jogi kereteket és a SEPA eszköztárát alakították-alakítják ki, megteremtve az egységes pénzforgalmi szolgáltatások lehetőségét. A bankok és az elszámolási és teljesítési feladatokat ellátó infrastruktúrák, amelyek a SEPA-modelleken és keretszabályokon nyugvó pénzforgalmi szolgáltatások kínálati oldalát – átutalás, beszedés és kártyás fizetések – biztosítják, és végül a szolgáltatások végfelhasználói a magánszemélyek, a vállalkozások, kereskedők és a pénzforgalomban érintett intézmények, mint fogyasztók, a keresleti oldal megtestesítői. Különösen a szolgáltatók, de a fogyasztók részéről is jelentős alkalmazkodást – befektetéseket is – kíván, hogy a SEPA kínálta előnyöket hasznosíthassák.

A SEPA-VÍZIÓ ELEMEI ÉS A SEPA-PROJEKT

A SEPA létrejötté jelenleg három fő mechanizmuson nyugszik. Az első az EU-ban mindenkire kötelező közös, tág jogszabályi keretrendszer, amelyet a pénzforgalmi irányelv tartalmaz (PSD) és amely a pénzforgalom lebonyolításának jogi kereteit minden tagállamban harmonizálja. A második elem a

hatóságok által a bankközösség felé megfogalmazott magas szintű elvárások, ami bizonyos elvi szintű követelményeket és határidőket szabott meg a banki együttműködéshez. A harmadik a Tanács által koordinált szűkebb értelemben vett SEPA-projekt, melynek fő eredménye a SEPA fizetési modellek, szabványok megalkotása és menedzselése.

Az irányelv általános, egységes jogi kereteket teremt minden tagállamra és devizára; tehát nem csak az eurozóna tagállamaira és az euróra nézve. Szabályait alkalmazni kell majd a meglévő nemzeti pénzforgalomban elfogadott pénzforgalmi termékekre és szolgáltatásokra is, azaz nem csak a SEPA-modellek révén lebonyolódó pénzforgalomra.

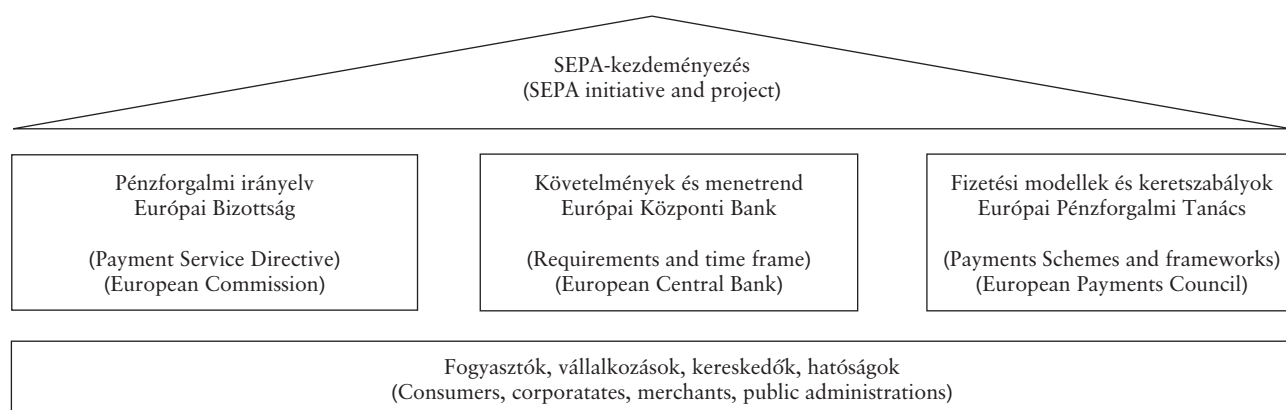
Az irányelv és SEPA viszonyát vizsgálva leszögezhető, hogy az irányelv nemcsak a SEPA-modellek révén lebonyolítható tranzakciókra, hanem a műveletek sokkal tágabb körére vonatkozik. Megfordítva pedig; a Tanács szakértőinek úgy kellett kialakítaniuk a SEPA-modelleket, hogy megfeleljenek az irányelv által a pénzforgalmi műveletekre megállapított szabályoknak. Az is látható mind az irányelvből, mind a rendeletről, hogy a tranzakciós díjakra, azok szintjére vagy értékére vonatkozóan egyikük sem tartalmaz konkrét előírást. Egyedül a díjak viselésének módjára, a jogosult és a kedvezményezett közötti megosztására vonatkozóan kötelezően alkalmazandó elvet tartalmaz. Azaz, a díjak továbbra is a szolgáltató és ügyfele közötti megállapodás tárgyát képezik, s mint ilyenek, a szolgáltatók közötti versenyt ösztönzik.

Következésképpen a SEPA-fizetések díjai az irányelv által célul tűzött erősödő szolgáltatói versenynek, azaz végső soron az általuk költségeik csökkentése okán alkalmazott innovációknak köszönhetően fognak a díjak csökkentéséhez vezetni, nem pedig valamiféle árszabályozásnak köszönhetően.

Az eurorendszer kötelessége elősegíteni a fizetési rendszer zökkenőmentes működését, és azzal hozzájárulni a pénzügyi

1. ábra

A SEPA-kezdemenyezés elemei, a megvalósítás csatornái



stabilitás fenntartásához, ezért a SEPA megvalósulásának érdekében katalizátorként támogatja a SEPA-projektet. A SEPA-projekt végrehajtásában iránymutatással látja el az infrastruktúrákat működtető szolgáltatókat, együtt dolgozik a közsféra pénzforgalomban érintett intézményeivel, azért, hogy azok mielőbb használatba vegyék a SEPA-termékeket.

A Tanács önszabályozó szakmai szervezetként nemcsak az új fizetési modellek és keretszabályok megtervezéséért, hanem azoknak a gyakorlatba 2010-ig történő bevezetéséért, valamint a folyamat irányításáért, ellenőrzéséért és folyamatos figyelemmel kíséréséért is, azaz a SEPA-projekt kidolgozásáért és megvalósításáért is felelősséget vállalt.

A szűkebb értelemben vett SEPA-projekt részét képezik:

- az euróra épülő egységes fizetési eszközök és modellek; az átutalás és beszedés modelljei, valamint a kártyás fizetések és az elszámolási és kiegyenlítési mechanizmus keretszabályai,
- a közös technikai szabványok,
- a közös üzleti modellek,
- az egységes jogi alapok, illetve szerződéses keretek,
- a közös modelleket kezelni képes, hatékony és versengő elszámolási és kiegyenlítési infrastruktúrák, és
- a fogyasztók elvárásait kielégítő, a jövőben is folyamatosan fejleszteni és bővíteni kívánt versengő szolgáltatások.

A SEPA-ESZKÖZTÁR KIALAKÍTÁSA SORÁN KÖVETETT MÓDSZEREK

A modellek (schemes) és a keretek (frameworks) kidolgozása során két különböző módszert követtek. Előbbiek esetében *helyettesítési stratégiát* alkalmaztak, míg az utóbbira vonatkozóan *a meglévő rendszerek átalakítására elveket fogalmaztak meg*. A modellekre megállapított szabályokat és szabványokat szabálykönyvekbe (Rulebook, RB) foglalták.

A modell nem más, mint egy fizetési mód (pl. átutalás) lebonyolítására vonatkozó lényeges eljárásrendekre, adattartalomra, valamint adatformára vonatkozó szabálygyűjtes.

A *modellben* a tevékenységek három szintjét különböztették meg.

Az *első szintet* a bankok és ügyfelek közötti kapcsolat jelenti. A bankok számára itt van lehetőség arra, hogy saját termékeiket és szolgáltatásaikat megfelelő verseny közepette nyújtsák. A bankok a modellre ráépíthető termékek és szolgáltatások választékával versenyezhetnek az ügyfelekért. Az alapvető szolgáltatás területén az árakban, a szolgáltatás színvonalában versenghetnek, míg ezeken túl az értéknövelt választható szolgáltatások a versenynek további teret engednek.

A *második szinten* a bankok közötti térben jelenik meg a *helyettesítési stratégia*, azaz olyan közös eljárások, szabványok kerültek bevezetésre, amelyek teljességgel helyettesítik az egyes országokban vagy régiókban, esetleg ügyfélkörökben használt eljárásokat és szabványokat. Ezen elemeket a fizetési modellektől elválasztott – támogató, feldolgozó – infrastruktúra biztosítja, amely az ügyletek feldolgozását, elszámolását és kiegyenlítését (Clearing and Settlement Mechanism, CSM, azaz elszámolási és teljesítési mechanizmus⁷) végzi. A modellek az infrastruktúrára is fogalmaznak meg szabványokat, abban az értelemben, hogy a modell általános (pl. adatformára vonatkozó) szabályait nekik is követniük kell (pl. egy elszámolóház nem változtathatja meg a kötelező adattartalmat a feldolgozás során, ha a SEPA-modellek szerinti tranzakciókat akarnak a segítségével végrehajtani). Ugyanakkor a SEPA-modellek kialakításánál alapul volt a modell és az infrastruktúra szétválasztása, hogy bármilyen infrastruktúra képes legyen e követelményekhez alkalmazkodni, tehát a modell szerinti fizetések bármilyen elszámolási és teljesítési mechanizmuson keresztül végrehajthatók legyenek. A szükséges kötelező adatok körét, az alkalmazott szabványokat a szabálykönyvekben rögzítették. A konkrét üzenetszabványokat illetően a Tanács úgy döntött, hogy a UNIFI (ISO 20022) XML-üzenetszabványok alkalmazását teszi kötelezővé a bankközi üzenetforgalomban, és ezeket a szabványokat ajánlja a bankok és ügyfelek közötti kapcsolatban is. Az üzenetek elengedhetetlen elemét képezi a nemzetközi bankszámlaszám (IBAN) és bankkód (BIC).

A *harmadik szint* az infrastruktúra szintje, ahol szétválasztásra kerültek a modellek – vagyis a különböző fizetési módokra vonatkozó szabályok – és az infrastruktúrák, azaz azok a szolgáltatók, akik elszámolási és teljesítési szolgáltatásokat nyújtanak a pénzforgalmi szolgáltatók számára. E szinten további cél az euroövezet különféle infrastruktúrái közötti átjárhatóság („interoperabilitás”) megteremtése, azaz annak elérése, hogy bármely az euróra szóló fizetési megbízás végrehajtható legyen bármelyik infrastruktúra segítségével, bárhol is legyen az euroövezetben a jogosult vagy a kedvezményezett bankszámlája, illetve bankja.

⁷ Clearing and Settlement Mechanism, azaz CSM, azaz kiegyenlítési és teljesítési mechanizmus vagy kiegyenlítési és teljesítési infrastruktúra vagy csak egyszerűen infrastruktúra kifejezéseket szinonimaként használjuk a cikkben.

A továbbiakban a jelen cikk terjedelmi korlátai miatt csak a modellekre és konkrétan a SEPA átutalási modellre összpontosítunk, mivel a beszédési modell csak 2009 novemberétől kezdi meg működését.

A SEPA ÁTUTALÁSI MODELL (SCT)

A SEPA átutalási modell olyan fizetési mód, amely az euróban denominált – akár egyedi, akár csoportos és/vagy egyszeri, vagy ismétlődő – átutalásokra közös szabály- és eljárásrendszert határoz meg. Közös a szolgáltatási szint és időkeret, amelyet a modellben részt vevő pénzügyi intézményeknek az átutalások lebonyolításánál minimálisan be kell tartaniuk. A modell „résztvevői” olyan bankok, pénzforgalmi szolgáltatók, amelyek maguk és a Tanács közötti multilaterális szerződés aláírásával magukra nézve kötelezően vállalták a modell szabályainak betartását. A résztvevők maguk választhatják meg, hogy maguk végzik a modell eljárásait vagy azt részben vagy egészben harmadik szereplő bevonásával bonyolítják le.

Az átutalás során a fizetést a kötelezett kezdeményezi. Megbízásából bankja továbbítja a fizetési utasítást a kedvezményezett bankjához a közvetítésben részt vevő más pénzforgalmi intézmények és infrastruktúra révén (2. ábra).

Az SCT legfőbb jellemzői:

- Bármely, a SEPA területén lévő ügyfél igénybe veheti, és elérhet általa minden ugyanezen a területen lévő kedvezményezettet, annak bankszámláját.

- A kedvezményezett számláján a teljes összeget kell jóváírni, tehát sem az átutalást indító ügyfél bankja, sem a kedvezményezett bankja nem vonja le tranzakciós díját az átutalás összegéből. A díjakat a bankok csak saját ügyfeleiktől vonhatják le – az indító bank a kötelezettől, a fogadó bank a kedvezményezettől – a tranzakciótól független elszámolás keretében. E díjak a bank és ügyfele megállapodásán alapulnak.

- A modell szintjén *nincs korlát az átutalandó euroösszegre* nézve. Az átutalható összegnek csupán technikai korlátja van, ami 999 999 999,99 euro.

- Az átutalás végrehajtására (a küldő ügyfél megbízásától a címzett számláján történő jóváírásig) *maximum három banki munkanap* áll rendelkezésre.

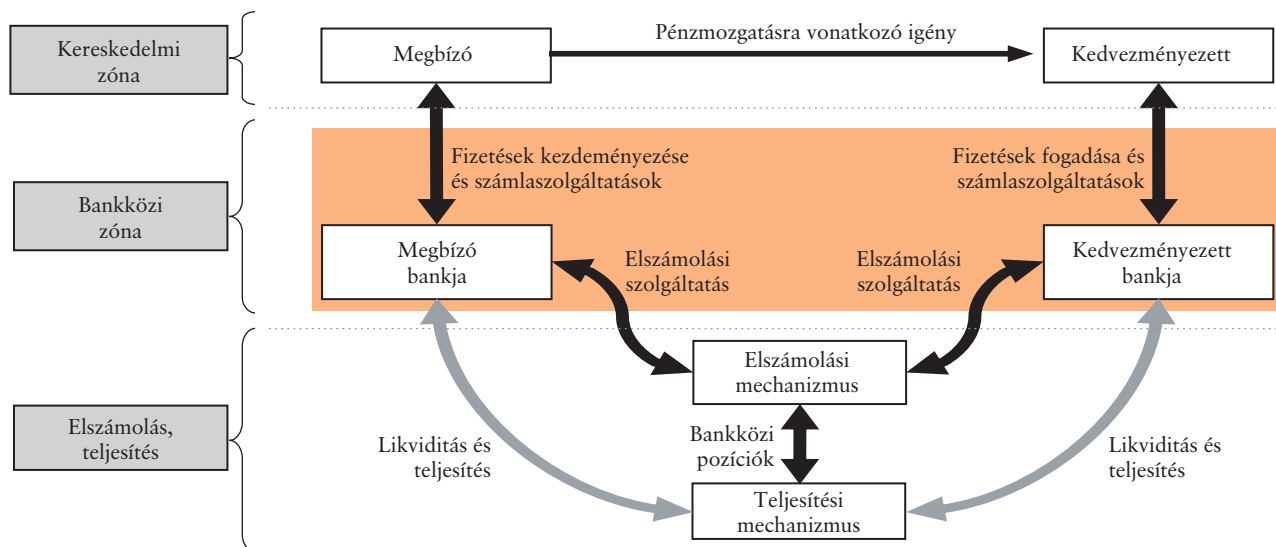
- A modell és a fizetések feldolgozása egymástól elválik, azaz a SEPA-ban bármely pénzügyi szolgáltató, aki csatlakozott az SCT-modellhez, átutalásait elszámoltathatja bármely infrastruktúrán keresztül, amely képes a SEPA-átutalás kezelésére, amelyhez az adott ügyletben partner bankja hozzákapszolódott.

- Az IBAN (nemzetközi bankszámlaszám) és a BIC (bankkód) használata kötelező. Mivel a nemzetileg használt számla- és bankazonosítók rendkívül változatosak, ezért a modellben ezeket egységes kódokra cserélték.

- Átfogó szabályok vonatkoznak az átutalások banki visszautasítására és visszafizetésére. (Erre akkor lehet szükség pl.,

2. ábra

A SEPA-átutalás szereplői és folyamata a háromszintű modellben



ha a címzett számlaszámát tévesen adják meg, vagy az infrastruktúra visszaautásítja a megbízást.)

- Üzenetszabványként a UNIFI (ISO 20022) XML-szabványt választották a modell készítői, tekintettel annak előnyös tulajdonságára, már eddig is széleskörű alkalmazására.
- Az XML-szabvány alkalmas a tranzakciót kísérő 140 karakternyi egyéb, az alapügylet azonosítására szolgáló információ továbbítására is (ez a hazai szóhasználatban gyakorlatilag a közlemény rovatnak felel meg).
- A modell lehetővé teszi, hogy az átutalási szolgáltatást nyújtó bankok közvetlenül vagy közvetítő révén – amely utóbbi maga közvetlen tagja a modellnek – csatlakozzanak.

A SEPA-MODELLEK ÉS MAGYARORSZÁG

A magyar vonatkozások és a Magyarországgal szembeni elvárások

Magyarország még nem tagja az eurorendszernek, viszont az EU 27 tagállamának egyike. Az EU-tagság Magyarország esetében azt jelenti, hogy kötelezettséget vállalt az euro bevezetésére, amint ez gazdaságpolitikai szempontból lehetővé válik. Mint láthattuk, a SEPA-modellek bevezetése és használata még az eurozónában sem jogszabályi kötelezettsége az érintetteknek. Motivációjuk sokkal inkább hatósági elvárásokon, valamint a saját iparági önszerveződésükön és a SEPA által kínált hosszú távú előnyökön alapul. Bár az elvárás az eurót még nem használó SEPA-beli országokkal (pontosabban azok pénzforgalmi szereplőivel) szemben is létezik, ez természetesen sokkal kevésbé konkrét, mint az eurozónabeli társaikkal szemben megfogalmazottak. Így tehát kimondható, hogy *a gyors migrációra, azaz a SEPA-modellek átvételére és használatára vonatkozó jogi vagy egyéb kemény hatósági követelmények a magyar érintettekkel szemben még euro pénzforgalmuk tekintetében sincsenek*. Mindazonáltal a magyar érintettek a végállapotot tekintve ugyanolyan helyzetben vannak, mint az eurozóna főszereplői és más érintettjei, hiszen az euro majdani bevezetésével, nagy valószínűséggel, Magyarországnak már egy olyan állapotában kell az eurozóna pénzforgalmába integrálódnia, amely a Tanács jelenlegi tervei szerint 100%-ban a SEPA fizetési modelleken alapul. Következésképpen a magyar érintettek elemi érdeke a SEPA-kompatibilitásuk megteremtése

és fenntartása, valamint a SEPA-ról való gondolkodás folyamatos nyomon követése, sőt az erről folyó vitában való részvétel.⁸

Magyarország belföldi pénzforgalmának elszámolása és teljesítése a forinton alapszik, bár jogszabály nem tiltja, hogy belföldi ügyletek kiegyenlítése más pénznemben is történhessen, így pl. euróban, ha a felek ebben kölcsönösen megegyeznek. A hazai (rezidens) ügyfelek nemzetközi – azaz határon átnyúló – pénzforgalmának jelentős része euróban bonyolódik le. Így a hazai bankoknak nemzetközi kapcsolataikban is arra kellett felkészülniük, hogy 2008. január 28-tól, az SCT-modell gyakorlati alkalmazásának kezdetétől, az euroövezet tagállamainak több mint 4000 pénzforgalmi szolgáltatója már megkezdte az új SEPA fizetési modellek közül a SEPA átutalási modell gyakorlati használatát. Tehát ettől az időponttól, legkevesebb a határon átnyúló, Magyarországra irányuló fizetések esetén már fogadókésznek kellett (volt érdekes) lennie azoknak a hazai hitelintézeteknek, amelyeknek ügyfélköre ilyen átutalásoknak potenciálisan kedvezményezettje.

A továbbiakban azokat a tapasztalatokat összegezzük, amelyeket a jegybank szakértői a hazai SEPA-bankok pénzforgalmi vezetőivel és szakembereivel folytatott interjúk során gyűjtöttek össze a bankok csatlakozására, a használt infrastruktúrára, az SCT-re épülő termékeikre és szolgáltatásaikra, a velük kapcsolatos ügyféltájékoztatásra és forgalmi tapasztalataikra vonatkozóan. Továbbá közreadjuk a SEPA-val kapcsolatos jövőbeli elképzeléseiket összefoglaló válaszaikat is, amelyek új modellek és a SEPA-modellek forintpénzforgalomban történő esetleges alkalmazását tükrözik.

Csatlakozás a SEPA átutalási modellhez

A SEPA átutalási modellhez ez ideig 12 hazai hitelintézet csatlakozott. A bankok mindegyike a csatlakozási dokumentumok⁹ önkéntes benyújtásával azt vállalta, hogy a SEPA-átutalások terén fogadóbankként már a modell gyakorlati indításának napjától, 2008. január 28-tól vagy azt követően, csatlakozása napjától rendelkezésre áll ügyfelei részére. Küldő bankként pedig a Tanács – a Bizottság, valamint az EKB által is támogatott – elvárásainak megfelelően legkésőbb 2008. év végéig megteremti annak lehetőségét, hogy ügyfelei SEPA-átutalásokat indíthassanak is.¹⁰

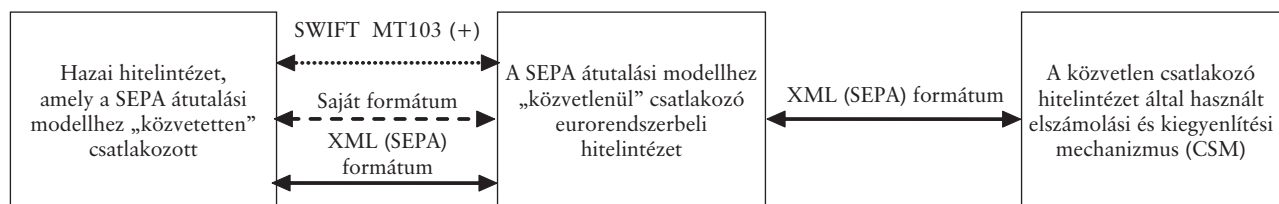
⁸ A tágabb értelemben vett SEPA-kezdeményezés első pillére, az irányelv, minden tagállamra és devizára – tehát nem csak az eurozóna tagállamaira és az euróra nézve – általános, egységes jogi kereteket teremt. Legkésőbb 2009 novemberétől szabályait alkalmazni kell a meglévő nemzeti pénzforgalomban elfogadott pénzforgalmi termékekre és szolgáltatásokra is, azaz nem csak a SEPA-modellek révén lebonyolódó pénzforgalomra. A SEPA-kezdeményezés ezen eleme, tehát kötelező a magyar szereplőkre nézve is az euro bevezetésének dátumától függetlenül.

⁹ A csatlakozási folyamatot az ún. NASO (National Adherence Support Organisation) segíti Magyarországon is. Ez a Magyar SEPA Egyesület keretében működő szervezeti egység támogatja a csatlakozni kívánó bankot abban, hogy az ún. csatlakozási csomagot időben és megfelelő módon nyújtsa be a Tanácshoz.

¹⁰ Az SCT-modell indításakor a csatlakozó, európai viszonyok közepette kisforgalmú bankoknak elegendő volt azt deklarálniuk, hogy küldő oldali kapacitásukat 2008 végéig alakítják ki. Ezzel a részleges „felmentéssel” az volt cél, hogy minél előbb minél nagyobb számú pénzforgalmi szolgáltató csatlakozzék a modellhez, ezzel is elősegítendő a migrációs folyamat visszafordíthatatlanságához szükséges kritikus tranzakciószám elérését.

3. ábra

A közvetett SCT-csatlakozó bankok kommunikációja a közvetlen csatlakozó bankkal



Mind a tizenkét hazai bankról egyöntetűen elmondható, hogy a modellhez nem közvetlenül, hanem közvetve csatlakoztak; vagy anyaintézetük, vagy valamely levelezőbanki kapcsolatán keresztül.

A csatlakozásnak ez a módja a gyakorlatban azt jelenti, hogy a hazai bankoktól a SEPA átutalási modellben közvetlenül részt vevő *levelező bankok*hoz a közöttük lévő megegyezés szerinti adatformában jutnak el a fizetési üzenetek, míg a levelező bankoktól a címzett levelezőbankjáig már csak XML-formátumban. Az SEPA átutalási modell adatszabványokra vonatkozó szabályai szerint az ügyfelet érintő, a modellben meghatározott szabályoknak (pl. 3 banki munkanap alatti teljesítés), minden csatlakozónak meg kell felelni.

A hazai bankok jellemzően – az egyébként is e célra használt – SWIFT (MT103 vagy MT103+) üzenetekkel vagy az anyaintézmény belső saját kommunikációs rendszerén küldik, illetve fogadják a SEPA-tranzakciókhoz kapcsolódó fizetési üzeneteket. Ezeket a levelezőbank (amely legtöbbször az anyabank) alakítja át, vagy fordítja vissza az előírt XML-szabvány szerinti adatformátumra, majd a címzettől függően a megfelelő elszámolási és teljesítési infrastruktúrába továbbítja, vagy bejövő tétel esetén onnan fogadja.¹¹ Vannak azonban már olyan itthoni bankok is, amelyek a saját rendszerükben végzik el az SCT-modell szerinti adatformába való átalakítást, az XML-formátumba öntést, és így továbbítják levelezőbankjuk felé a fizetési üzeneteket (3. ábra).

Az átutalások elszámolása és teljesítése a modellhez közvetlenül csatlakozott bankok révén az általuk választott infrastruktúrát működtető szolgáltató(k)nál történik; ez jellemzően lehet páneurópai elszámolóházban vagy SEPA-kompatibilis helyi, esetleg regionális elszámolóházban. De arra is van példa, hogy a nagy, európai multinacionális bankok központi egységei elszámolási és teljesítési mechanizmust működtetnek csoporton belül. A közvetlenül csatlakozott bankok és az általuk használt elszámolási és teljesítési infrastruktúrák között csak XML-formátumú üzenetáramlás folyhat SCT-átutaláskor.

A magyar bankok által küldött és fogadott SEPA-átutalások lebonyolítási struktúrája a kötelező adatszabványoktól és adattartalommal rejlő részletektől eltekintve lényegesen nem különbözik az eddigi „sima” euroátutalások lebonyolításától. Több hazai bank jelezte, hogy sima euroátutalásoknál jellemzően már korábban is megfelelt a SEPA átutalási modellben előírt ügyfélszintű (pl. 3 banki munkanap alatti teljesítés) követelményeknek. Éppen ezért az ügyfelek érdemi változást jellemzően nem érzékelnek a SEPA átutalási modell szerinti lebonyolítás esetében sem.

SEPA-termékek és -szolgáltatások

A 12 csatlakozó hazai bank közül már több mint a fele áll mindkét oldalon – fogadó- és indítóbankként is – ügyfelei rendelkezésére. 2008. év végére minden, jelenleg még csak „fogadó” banknak meg kell felelnie a küldő bankokra vonatkozó követelménynek is.

Az érintett bankok, illetve anyabankjaik saját megfontolásaik alapján más és más SEPA-stratégiát választottak, így a hazai leánybankok annak megfelelően dolgozták ki, vették fel vagy sem termékeik, illetve szolgáltatásaik meghirdetett kínálatába a SEPA-átutalást. Ez utóbbival kapcsolatban még egyszer fontos hangsúlyozni, hogy a SEPA átutalási modell szabálykönyve nem tartalmaz olyan elvárást, miszerint a SEPA-modellre épülő termékeket külön termékként kell meghirdetni az ügyfelek felé.

Ezért fordul elő, hogy egyes bankok üzleti feltételei vagy kondíciós listája egyértelműen nevesítve tartalmazzák a SEPA-átutalást a devizaforgalmi és kapcsolódó számlavezetési szolgáltatásaik között, míg másokéi nem tesznek megkülönböztetést, és a SEPA-átutalást külön termékként meg sem nevezik. Vannak olyan bankok is, amelyek ugyan a SEPA-modellre építettek fel egy fizetési terméket és azt külön is hirdetik, de az ügyfelek felé nem a „SEPA-átutalás” elnevezést használják, hanem az általuk jónak látott (márka)névvel illetik azt.

¹¹ Ami lehet egy páneurópai vagy nemzeti elszámolóház, bankcsoporton belüli elszámolás, vagy akár további levelezőbanki kapcsolat is. A legjellemzőbb az EBA STEP2 páneurópai elszámolóház használata.

Azon csatlakozó bankok, amelyek külön termékként nem hirdették meg a SEPA-átutalást, lényegében szabadon dönthetnek arról, hogy a lebonyolítás tekintetében ezt a modellt választják-e vagy sem. Jellemzően e döntést az alapján hozzák meg, hogy rendelkezésre áll-e minden feltétel (pl. a címzett is SEPA átutalási modellhez csatlakozott banknál vezeti számláját, a küldő ügyfél megadta-e a BIC-et is az IBAN mellett stb.) a SEPA átutalási modell szerinti lebonyolításhoz.

Az ügyfelek tájékoztatása

Az új, SEPA-termékek bevezetéséről több hazai bank készített nyilvános banki tájékoztatókat, melyek általában kellően részletes információkkal látják el az ügyfeleket. Az ügyfelek tájékoztatása az egyes tranzakciók tekintetében jellemzően a banki értesítőkből, kivonatokban történik, úgy, hogy a bankok külön feltüntetik a SEPA-tételeket.

Díjak

A SEPA-átutalásokkal kapcsolatos díjak bankról bankra eltérőek, függetlenül attól, hogy az üzleti feltételeikben vagy a kondíciós listáikban meghirdetették-e vagy sem. Elmondható velük kapcsolatban, hogy általában megegyeznek vagy kedvezőbbek, mint az adott bank által alkalmazott általános devizaforgalmi vagy nem SEPA euro tranzakciós díjak. Ez a megállapítás vonatkozik mind a jóváírásakor, mind terheléskor alkalmazott díjtételekre.

Az ügyfelek tájékozottsága

A megkérdezett bankok gyakorlatilag kivétel nélkül úgy látták, hogy az ügyfelek egyelőre tájékozatlanok a SEPA-modellekkel kapcsolatban (jelenleg még csak az átutalás tekintetében). A legtöbben nem hallottak róla, illetve nem érzékelnek jelentős különbséget a modell szerinti fizetések és az egyéb fizetések között.¹²

Érdemesnek találták a bankok kiemelni a SEPA-átutalások adattartalmával összefüggésben azt a tapasztalatukat, hogy küldő bankként sem érintik ügyfeleiket rendkívüli újdonságként a SEPA-átutalásokhoz nélkülözhetetlen IBAN- és BIC-kódok kötelező használata, mivel a nemzetközi forgalomban azokat már 2002 óta megkövetelik tőlük, így nem ismeretlen számukra a két kód szerepe, illetve nélkülözhetetlensége.

Hazai SEPA átutalási forgalom 2008 első félévében

A hazai és nemzetközi SEPA-tranzakciók volumenére vonatkozóan még viszonylag kevés adat áll rendelkezésre. Az MNB

számára a megkérdezett csatlakozó bankok becslései, valamint az EKB által az eurozónabeli tagállamoktól gyűjtött, továbbá az EBA STEP2 rendszerére vonatkozó adatok állnak rendelkezésre.

Az EKB adatai szerint az eurozónabeli bankok teljes euroátutalási forgalmának a tranzakciószám szerint április, május és június hónapokban 0,4%, 0,6% és 0,9%-át tették ki az SCT-modellnek megfelelő átutalások. A 12 hazai banktól kapott becslést adatok alapján ez a szám a hazai bankok esetében lényegesen nagyobb, kb. 10-20% közé tehető. Az MNB számára rendelkezésre áll az EKB aránybecslése is a magyar forgalom vonatkozásában, amely a nemzetközi átutalások esetén leginkább használt EBA STEP2 fizetési rendszeren keresztül lebonyolított tranzakciószámot mutatja. Ez alapján a Magyarországról indított vagy oda érkező, STEP2-ben elszámolt SEPA-átutalások aránya az összes STEP2-rendszerben lebonyolított, hazánkból küldött eurotranzakcióban április, május és június hónapban rendre 32%, 47% és 44% volt. Ezen aránybecslés azonban vélhetően jelentősen felfelé torzít, hiszen még a nevezőként használt összes STEP2-es sima euroátutalást sem tartalmazza teljes mértékben, továbbá nem tartalmazza az egyéb infrastruktúrákon keresztül lebonyolított, sima euro- és SEPA átutalási modell szerinti fizetéseket. Ezért a jelenlegi legjobb becslés a magyar bankok által adott 10 és 20% közé tehető arány.

Függetlenül attól, hogy egy Magyarországról indított euroátutalás címzettje magyar vagy külföldi bankban vezeti-e számláját (jogi szempontból az előbbi belföldinek, az utóbbi határon átmenőnek minősül), a lebonyolításra használt eljárások megegyeznek, hiszen nincs hazai euro elszámolás és teljesítés a magyar bankok között. Következésképpen a magyar bankok minden euroátutalást külföldi levelezőbankjaikon keresztül bonyolítanak le, vagyis tartalmát tekintve minden hazai euroátutalás gyakorlatilag határon átmenőnek tekintendő. Mivel a SEPA átutalási modell éppen a határon átmenő fizetéseknél hozhat jelentős előnyöket a bankoknak, ezért ebben a szegmensben terjed a leggyorsabban a használata.

KÖVETKEZTETÉSEK

Az euro bevezetése a kis összegű fizetések területén még nem hozott lényeges változást. Megmaradtak a nemzetileg elkülönült pénzforgalmi szolgáltatások és infrastruktúrák.

A SEPA az Európai Bizottság és az EKB részéről alapvetően közös jogi keretek, valamint a Tanács oldaláról közös szabványok megalkotását célzó kezdeményezés, amely az EU kis összegű europénzforgalmának hatékonyságjavítását célozza. A Bizottság által kidolgozott irányelv az EU-n belül vala-

¹² Ez a tapasztalat általános az eurozóna egészében is. A SEPA-tudatosság, lévén, hogy a modellek leginkább a bankközi térre vonatkozóan határoznak meg szabályokat, meglehetősen alacsony. A Tanács, az EU Bizottság és az eurorendszer külön kommunikációs stratégiával igyekszik az ügyfelek tájékozottságát növelni e tekintetben.

mennyi pénzforgalmi szolgáltatásra és termékre azonos és kötelező jogi keretet, szabályt vezet be 2009-től, függetlenül attól, hogy az euróban vagy más pénznemben történő fizetésre vonatkozik.

Az európai bankok önszerveződésével a Tanács égisze alatt megszületettek az irányelvnek megfelelő SEPA-modellek és keretszabályok; SEPA-átutalás, -beszedés, illetve a kártyás fizetések keretszabályai. Ezek egységes eljárások, szabványok, bankszámla-azonosító és bankazonosító használatán alapul, tehát a SEPA-projekt több elemből áll. Gyakorlati jelentősége eddig a SEPA átutalási modellnek van, amelynek alkalmazása már elindult az egész EU-ban, beleértve Magyarországot is.

A SEPA-modell a közhiedelemmel ellentétben nem fizetési rendszer, hanem az adott eurofizetési módra vonatkozó lebonyolítási és jogi szabályok összessége, amelynek alkalmazása potenciálisan hosszabb távon lényeges költségmegtakarítást jelenthet a bankok számára, így végső soron az ügyfelek részére is.

Egy, az Európai Bizottság felkérésére készített tanulmány¹³ szerint a jelenleg használatos átutalási és beszedési módokról a SEPA-modellekre történő gyors és széles körű áttérés páneurópai szinten a költségek figyelembevételével a 2006–2012 időszakban társadalmi szinten 123 Mrd euro megtakarítást eredményezhet a jelenleg használt fizetési módokkal szemben. Ez az összeg tovább lenne növelhető, ha a számításokba bevonnák az elektronikus számlázás kínálta előnyöket, ekkor ugyanis ez a nyereség további 238 milliárd euróval növekedhet.

Itt kell megjegyezni, hogy sem az irányelv, sem a SEPA átutalási modell nem tartalmaz konkrét előírást a tranzakciós díjakra, azok szintjére vagy értékére vonatkozóan, de szabályozott a díjak viselésének módja, a jogosult és a kedvezményezett közötti megosztása.

Magyarországon 12 bank már használja a SEPA átutalási modellt. Az MNB rendelkezésére álló adatok alapján megállapítható, hogy a hazai bankok a SEPA átutalási modell használatbavételét eddig gyorsabb ütemben hajtották végre, mint az euroövezeti bankok. Köszönhető ez annak, hogy mind a bel-

földi, mind a határon átmenő euroátutalások lebonyolítására használt eljárások megegyeznek, mivel nincs hazai euroelszámolás és -teljesítés a magyar bankok között. Függetlenül attól, hogy egy Magyarországról indított euroátutalás címzettje magyar vagy külföldi bankban vezetett számláját, jogi szempontból az előbbi belföldi, az utóbbi határon átmenőnek minősül. A magyar bankok tehát minden euroátutalást külföldi levelezőbankjaikon keresztül bonyolítanak le. Így tartalmát tekintve minden hazai euroátutalás gyakorlatilag határon átmenő. Mivel a SEPA átutalási modell éppen a határon átmenő fizetéseknél hozhat jelentős előnyöket a bankoknak, ezért ebben a szegmensben terjed a leggyorsabban használata.

FÜGGELÉK

A cikkben használt, illetve a témakörökhöz kapcsolódó rövidítések magyarázatát alább részletezzük.

SEPA: Single Euro Payment Area – Egységes Euro Pénzforgalmi Térség

SCT scheme: SEPA Credit Transfer Scheme – SEPA átutalási modell

SCT: SEPA-átutalás

EPC: European Payments Council – Európai Pénzforgalmi Tanács

PSD: Payment Services Directive – az Európai Parlament és a Tanács 2007/64/EK *irányelve* a pénzforgalmi szolgáltatásokról

PE-ACH: páneurópai automatizált elszámolóház

ACH: automatizált elszámolóház

ÜF: üzleti feltételek

KL: kondíciós lista

CSM: Clearing and Settlement Mechanism – Elszámolási és teljesítési mechanizmus

¹³ Capgemini analysis (2007): *SEPA: potential benefits at stake (Researching the impact of SEPA on the payments market and its stakeholders)*.

Homolya Dániel–Szigel Gábor: Önkormányzati hitelezés – kockázatok és banki viselkedés¹

Az elmúlt másfél évben a hazai önkormányzatoknak a bankrendszerből felvett hitelei megduplázódtak, miközben pénzforgalmi hiányuk és nettó adósságállomány-változásuk között szétnyílás volt tapasztalható. Ezt a hitelfelvételi hullámot nem az önkormányzatok gazdálkodásában bekövetkezett drasztikus változások, hanem jelentős részben a törvényi hitelfelvételi korlátok szigorításától való félelem, illetve tartalékolási szándék okozták. Mivel a jelenlegi törvényi szabályozás nem jelent valós korlátozást, ezért a szektor eladósodását gyakorlatilag a piac – a bankok hitelezési hajlandósága – korlátozza. Noha a nemzetközi példák között van rá precedens, hogy az ilyenfajta piaci koordináció is képes – kisebb kilengésekkel – egészséges szinten tartani az eladósodást, Magyarországon ehhez a feltételek – az önkormányzati gazdálkodás bizonytalanságai és a hosszú távú vagy függő kötelezettségeikkel kapcsolatos elégtelen transzparencia miatt – nem adottak teljes mértékig. Ezt támasztja alá banki felmérésünk, amely szerint az önkormányzatok alkupoziója – a bankok közötti éles verseny miatt – erős a hitelintézetekkel szemben, amelyek – a hiányzó információk és a nagyfokú bizonytalanság következtében – kevésbé tudják alkalmazni a vállalati szektorban bevett kifinomultabb kockázatfelmérési technikákat, és inkább az önkormányzati működés folytonosságára számítva végzik hitelezési tevékenységüket.

BEVEZETÉS: ELADÓSODÁSI HULLÁM AZ ÖNKORMÁNYZATOKNÁL 2007-BEN

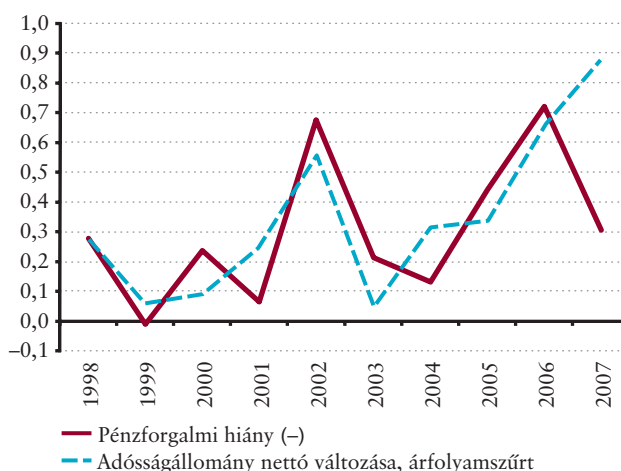
Jelen cikk apropóját a hazai önkormányzatok közelmúltban tapasztalt hirtelen eladósodása adja: az elmúlt másfél évben a szektor banki adósságállománya gyakorlatilag megduplázódott, miközben nettó adósságfelvétele jelentősen elvált pénzforgalmi hiányától (1. ábra). Míg ugyanis a korábbi években az önkormányzati szektor nettó adósságfelvétele nagyjából megegyezett éves deficitjével, vagyis a felvett adósság a hiány finanszírozására szolgált, addig 2007-ben az önkormányzatok összességében mintegy 140 milliárd forintnyival – a GDP körülbelül 0,5%-ával – több hitelt vettek fel, mint amennyi az éves pénzforgalmi hiányuk fedezéséhez szükséges lett volna.

Ez az erőteljes eladósodási hullám 2008 első negyedévében is folytatódott, az új hitelek folyósítása pedig – bár jelentősen visszaesett, de – nem szűnt meg a második negyedévben sem: így a bankok az első félév során több mint 100 milliárd forint újabb hitelt folyósítottak az önkormányzatok számára (árfolyamszűrt érték, 2. ábra). Mindezek eredményeképpen a szektor GDP-arányos adósságállománya (ide sorolva a hiteleket és a kötvénytartozásokat) a 2006. végi 2,3%-ról nagyjából 3,2%-ra növekedett 2008 márciusára.

Ezt a hitelfelvételi hullámot vélhetően nem az önkormányzatok *jelenlegi* gazdálkodásában bekövetkezett drasztikus

1. ábra

Az önkormányzatok – privatizációs bevételek nélküli – pénzforgalmi hiányának és nettó adósságfelvételének alakulása a GDP arányában



Forrás: MNB.

változások, hanem egyrészt a *jövőbeli* finanszírozási helyzetük övezte bizonytalanság, másrészt az önkormányzatok törvényi hitelfelvételi korlátjának a szigorításától való félelem okozta.² Ezt támasztja alá az, hogy az önkormányzatok a felvett „többlethitelt” egyelőre betétként helyezték el a bankrendszerben. A „többletbetétek” összege nagyságrendileg

¹ Ezúton is szeretnénk köszönetet mondani a munkánkhoz nyújtott segítségért P. Kiss Gábornak (MNB), Béres Attilának (NFÜ), Vígvári Andrásnak (ÁSZ-FEMI) és a banki interjúkon részt vevő hitelezési vezetőknek. Amennyiben a cikkben mégis tévedés maradt, azért a felelősség természetesen egyedül a szerzőket terheli.

² A Pénzügyminisztérium 2007 novemberében készített elő egy, a helyi önkormányzatokról szóló törvénymódosítási javaslatot, amely többek között a fennálló hitelfelvételi korlátot változtatná. A jelenleg is az Országgyűlés előtt lévő javaslat kétharmados többséget igényel. A javaslat tartalmi kérdéseiről lásd: (Vígvári, 2007).

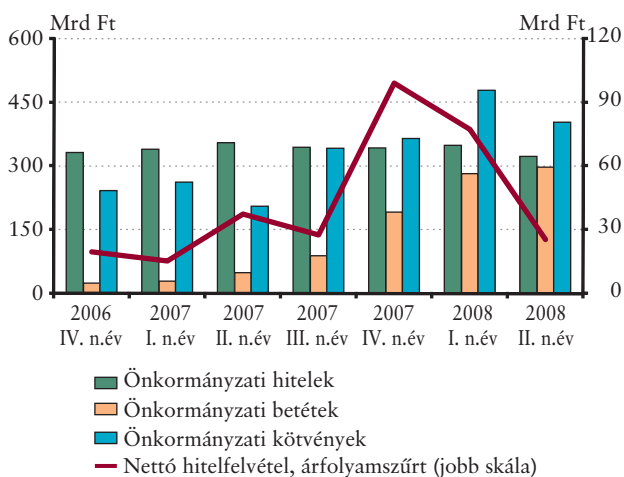
mintegy 200 milliárd forint (a GDP 0,8%-a), vagyis jelenleg ennnyivel nagyobb az önkormányzati betétállomány a „szokásosnál” (2. ábra).

Az eladósodás leginkább a hazai bankok által lejegyzett hosszú lejáratú kötvények kibocsátásával valósult meg (2. ábra). A kötvényformának itt pusztán technikai jelentősége volt, mivel ezeket a kötvényeket a bankok saját könyveikben tartják, az ügyletek kezelése pedig lényegében nem különbözik a hétköznapi hitelügyletektől. (Ezért a továbbiakban – ha külön nem hívjuk fel az ellenkezőjére a figyelmet – a hitelfelvételbe a kötvénykibocsátást is beleértjük). A kötvényforma elterjedésének legerősebb ösztönzője, hogy az önkormányzatoknak nem kell rá közbeszerzést kiírniuk.

A hitelfelvételi hullámmal a bankszektor önkormányzatok felé fennálló követelése nemcsak abszolút értékben, hanem teljes kitettségihez, illetve szavatoló tőkéjéhez viszonyítva is emelkedett. Az önkormányzatok részesedése a bankok hitel- és értékpapír-kitettségéből a 2006. végi 2,4%-ról 3,3%-ra ugrott 2008 júniusára, az önkormányzati kitettségek pedig a bankszektor szavatoló tőkéjének 22,8%-áról 32,7%-ára nőttek ugyanezen időszak alatt.

2. ábra

Önkormányzati hitelek, kötvények és betétek a hazai bankszektorban³



Forrás: MNB.

A hirtelen önkormányzati hitelkiáramlás a következő kérdéseket veti fel pénzügyi stabilitási szempontból:

- Önkormányzati oldalról: milyen kockázatokat rejt magában az önkormányzatok eladósodása? Biztosított-e a hitelek megfelelő célú felhasználása?
- Szabályozási oldalról: jól működnek-e azok a mechanizmusok, amelyek az önkormányzati szektor egészséges eladósodását akár keresleti, akár kínálati oldalról biztosítani hivatottak (törvényi és szabályozási feltételek, piaci folyamatok)?
- Banki oldalról: milyen mértékű kockázatot rejt magában az önkormányzati kitettségek növekedése a hitelintézeti rendszer számára? Milyen mértékben tekinthető a bankok magatartása (vagyis az a tény, hogy a hirtelen felfutó önkormányzati hitelkeresletet nagyon gyorsan kielégítették) felelős hitelezői magatartásnak?

A következőkben ezekre a kérdésekre próbálunk válaszolni.

KERESLETI OLDAL: HITELFELVEVŐ ÖNKORMÁNYZATOK ÉS GAZDÁLKODÁSI HELYZETÜK

Jelen anyagnak nem célja a teljes önkormányzati szektor gazdálkodási helyzetének átfogó értékelése, egyrészt mivel e feladat meghaladja elemzésünk kereteit, másrészt mert – mint láttuk – a 2007–2008-as hitelfelvételi hullám nagyobb részben nem hiányfedezési céllal következett be. Ezért ebben a fejezetben csak a legfontosabb gazdálkodási jellemzőket és kockázatokat szeretnénk bemutatni.

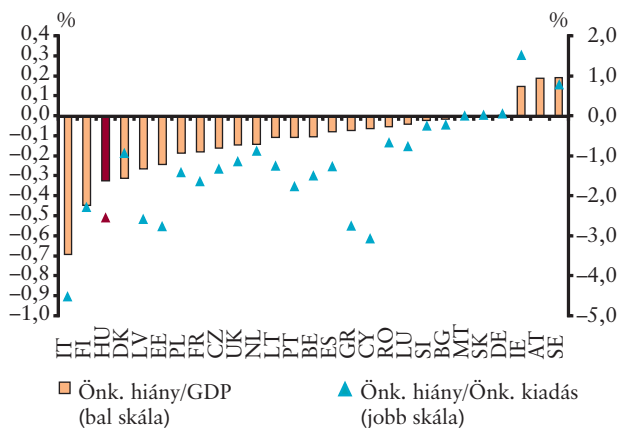
Ezek közül az első, hogy a hazai önkormányzatok deficitszintje európai összehasonlításban magasnak tűnik (3. ábra), nemcsak a GDP-hez, hanem a szektor saját kiadásaihoz viszonyítva is. A megfelelő összehasonlításhoz természetesen figyelembe kellene venni az egyes országok államigazgatási rendszerei közötti különbségeket, illetve azt a tényt, hogy a hazai önkormányzatok jelenlegi eladósodottsága relatíve alacsony (a GDP 3,1%-a 2007 végén), főleg egyes nyugat-európai országokéhoz viszonyítva. A jelenlegi hiányszint fennmaradása mellett azonban az adósságállomány fokozatosan egyre magasabbra emelkedhet, így az önkormányzati szektor deficitjének fenntarthatósága további kutatásokat igényelne.

A hazai önkormányzati szektort pénzügyi szempontból nagyfokú koncentráltság jellemzi. 2007-ben az ötszáz legnagyobb

³ Az ábra értelmezésénél azt is figyelembe kell venni, hogy a hitel- és kötvényállomány emelkedése – a forint 2008 második negyedévi jelentős erősödése miatt – a valóságosnál kisebb mértéket mutat. Ha eredeti devizában fejeztük volna ki ezeket az állományokat, a növekedés meredekebb lenne. A nettó hitelfelvételről viszont árfolyamszűrt értékek szerepelnek, így ezek alapján a valós hitelfelvételről is képet nyerhetünk.

3. ábra

A helyi önkormányzatok⁴ gazdálkodási hiánya a GDP-hez és a saját kiadásaihoz viszonyítva, 2003–2007 közötti átlagos értékek



Forrás: Eurostat.

saját bevételű önkormányzat rendelkezett a szektor saját bevételeinek⁵ 85%-ával, mérleg szerinti kötelezettségeinek pedig 93%-ával (és csak a Fővárosi Önkormányzat a saját bevételek 10,5%-ával, a kötelezettségek 22,3%-ával). A mintegy 3200 önkormányzatból tehát ez a mindössze pár száz képezi azt a szegmenst, amely koncepciózusabb gazdálkodásra és beruházásokra képes, és amely hitelfelvételi igényével a hitelintézetek számára egyáltalán megjelenik potenciális ügyfélként. Ezek mellett létezik egy darabszámban sok önkormányzatból álló, összességében azonban rendkívül szerény büdzsé felett rendelkező „szegély”, amely csak a központi támogatásokra számíthat (önhibájukon kívül hátrányos helyzetű, illetve működésképtelen önkormányzatok), és bár helyzetük egyéb szempontokból problémát jelenthet, pénzügyi stabilitási szempontból nézve, rendszerszinten nem szignifikáns.

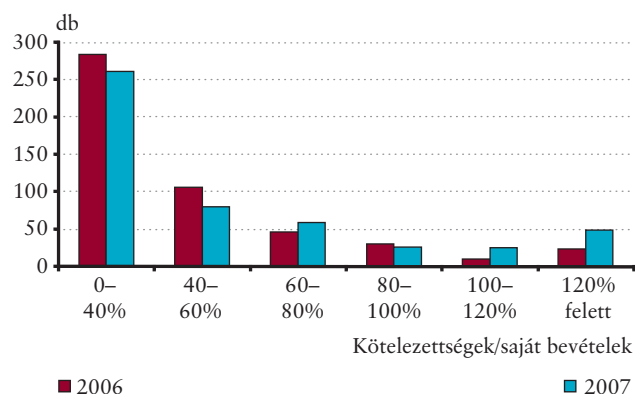
Az eladósodottság mértéke az ötszáz legnagyobb saját bevételű önkormányzaton belül is nagyon különböző, az eladósodottabbak száma tavaly azonban egyértelműen tovább növekedett. Míg 2006-ban csupán 34 olyan önkormányzat volt, amelyeknek a kötelezettségvállalásai meghaladták saját bevételeiket, addig 2007-ben az ilyen testületek száma több mint kétszeresére, 74-re emelkedett (4. ábra).⁶ Ez a 74 intézmény – köztük a Fővárosi Önkormányzat – azonban a teljes önkormányzati szektor kötelezettségeinek több mint felét tette ki, míg saját bevételeiből csupán 25%-ban részesedett. Mindez

azt jelenti tehát, hogy az önkormányzati eladósodás egy relatíve kisszámú csoporthoz köthető.

Általánosságban elmondhatjuk, hogy inkább azon önkormányzatok vettek fel hitelt tavaly és idén, amelyek eladósodottsága 2006 végén alacsonyabb volt, az eladósodás változása pedig nem mutatott összefüggést az egyes önkormányzatok működési költségeinek emelkedésével. Ez újfent azt támasztja alá, hogy a 2007-es hitelfelvételi hullám alapvetően tartalékolási célú volt, és nem volt kapcsolatban a tényleges finanszírozási igényekkel. A piac valamelyest érvényesülő figyelmeztető erejére utalhat, hogy a 2006 végén magasabb eladósodottsággal rendelkező önkormányzatok hitelfelvétele a szektorátlaghoz képest jóval mérsékelt volt.

4. ábra

Kötelezettségállomány és éves saját bevételek arányának alakulása az 500 legnagyobb saját bevételű önkormányzatnál



Forrás: MÁK.

Az önkormányzati eladósodottság másik megkerülhetetlen problémája a szektor jövőbeli gazdálkodási helyzetét övező nagyfokú bizonytalanság és korlátozott átláthatóság:

1. Egyrészt az önkormányzati bevételek jelentős része, 2007-ben mintegy 70%-a (még a legnagyobb intézmények esetében is), direkt vagy indirekt módon a központi költségvetéstől függ.
2. Másrészt maguknak az önkormányzatoknak a gazdálkodása is kevésbé átlátható. Számos jel utal arra, hogy egyes képviselő-testületek bizonyos beruházásokat – például PPP-

⁴ Azon országoknál, ahol az Eurostat megkülönböztet külön helyi önkormányzati és szövetségi állami szintet (Németország, Ausztria, Spanyolország, Belgium) a szövetségi szintet a közölt adatokban nem vettük figyelembe.

⁵ Az önkormányzatok saját bevételein itt saját folyó és átengedett (adó)bevételeiket értjük, amely nem tartalmazza a felhalmozási bevételeket (például a privatizációból származó bevételt), az állam által folyósított normatív támogatásokat és egyéb támogatásokat, valamint az EU-s forrásokat sem. Ez egy tágabb saját bevétel definíció, ami eltér az önkormányzati törvényben alkalmazottól (utóbbit majd a második fejezetben fogjuk használni). Itt azért a tágabb definíciót vettük figyelembe, mert a rendelkezésünkre álló adatokból – bizonyos korlátozások mellett – talán ez fogja meg a legjobban az önkormányzatok szabadon elkölthető bevételeit.

⁶ E szegmensben az átlagos eladósodottság a saját bevételek arányában a 2006 végi 62,9%-ról 73,0%-ra nőtt (a teljes önkormányzati szektorra ugyanezen mutató 59,2%-ról 66,4%-ra romlott).

konstrukciókkal – olyan módon valószínűsítanak meg, hogy azok csak később, vagy időben szétterített módon, sokáig terheljék az önkormányzati költségvetést. Ezek egyfajta bújtatott hitelfelvételnek is tekinthetők (Hegedűs–Tönkő, 2006). Bár az adósságállomány ütemezéséről töltene ki az önkormányzatok űrlapot, de összes jövőbeli kötelezettségvállalásairól nem állnak teljes körűen rendelkezésre adatok (így a PPP-kről sem). A kötelezettségek időbeni kitolására további kézenfekvő példa a halasztott tőketörlesztésű kötvények kibocsátása, ami 2010–2012-től – a tőketörlesztésekre vonatkozó türelmi időszak lejártával – várhatóan mintegy 10-13 milliárd forintos pótlólagos finanszírozási kiadást okoz majd az önkormányzatoknak,⁷ ami 2007-es deficitjük 13-17%-a. Az ilyen és hasonló jövőbeli és függő kötelezettségekről való ismeretek hiányában tehát nehéz megítélni a szektor tényleges pénzügyi helyzetét.

3. Harmadrészt az önkormányzatok az általuk tulajdonolt cégeken keresztül is el tudnak adósodni anélkül, hogy aktuális büdzséiket megterhelnék. Mivel itt főleg közszolgáltatásokat ellátó vállalatokról van szó, a tulajdonos önkormányzatnak előbb-utóbb az ilyen úton keletkezett kötelezettségeért is helyt kell állnia (ráadásul banki forrásaink szerint gyakran explicit önkormányzati kezességvállalás is van ezen cégek hitelei mögött). Az önkormányzati vállalatok hitelállománya nem jelentéktelen: alábbi becslésünk szerint az önkormányzati szektor teljes belföldi adósságállományának további 25–30%-a, a GDP nagyjából 0,6–0,8%-a lehet.

Az önkormányzati vállalatok adósságát a cégbírósi adatok alapján kíséreltük megbecsülni. Ezen adatok szerint 2006-ban 1551 olyan vállalatot tartottak nyilván, amelyben önkormányzatok legalább 50%-os részesedéssel rendelkeznek. Ezek teljes hitelállománya 164,5 milliárd forint volt (szállítói hitelek és tulajdonosok felé való kötelezettségek nélkül). Ezen cégek esetében is megfigyelhető az önkormányzatokra jellemző erős pénzügyi koncentráció: a fenti teljes hitelállománynak mintegy 60%-át az első tíz, 90%-át pedig az első száz legnagyobb adósságú vállalat vette fel. Utóbbiak több mint egyharmada volt veszteséges 2006-ban.

Mivel jelenlegi információink⁸ alapján valószínűsíthető, hogy az önkormányzati vállalatok esetében nem következett be a tulajdonosaiknál megfigyelt hitelboom, ezért a 2006-os adatokból kiindulva nagyságrendileg 170-200 milliárd forinttra tehetjük ezen vállalatok teljes hitelállományát. Ezt a becslést

többé-kevésbé visszaigazolja banki felmérésünk is, amely alapján az érintett bankok vállalati hitelfortfóliójának mintegy 3-4%-át, önkormányzati kitettségeiknek pedig nagyjából 20%-át tették ki az önkormányzati cégeknek nyújtott hitelek.

Az eladósodáson túl az önkormányzatok által tartalékolási céllal felvett hitelek is rejtene magukban kockázatot:

1. egyrészt mivel az új hitelek és kötvények devizaneme többnyire svájci frank, az elhelyezett betéteké pedig forint, ezért az önkormányzati szektorban jelentős nyitott devizapozíció keletkezett, noha a forint- és a devizakamatok közötti különbségeken az érintett önkormányzatok bevételt is realizálnak (bizonyos esetekben ez lehetett a hitelfelvétel egyik fontos ösztönzője is),
2. másrészt, mivel ezeket a forrásokat még nem költötték el, ezért egyelőre csak az államháztartási szektor adósságát növelték, eredményére (hiányára) nem hatottak. Így fennáll annak a kockázata, hogy ezen források *egyszerre* történő elköltségükkor jelentős (a GDP mintegy 0,5%-át kitevő állományról van szó) *egyszeri* emelkedést okoznak a teljes államháztartási hiányban. Ha azonban ezen források felhasználása fokozatos – ami inkább valószínűnek tűnik –, akkor ez a hatás időben szétterítődik,
3. harmadrészt, ezen hitelek felhasználási céljai – a később részletezendő banki felmérésünk alapján – sok esetben csak elnagyoltan meghatározottak, így e források nem kellően átgondolt projektekre való elköltségének szintén van kockázata.

A források felhasználásával kapcsolatban számos szakértő az EU-támogatásokra való felkészüléssel magyarázza a közelmúlt önkormányzati adósságfelvételét. Ennek alapja, hogy a 2007–2013-as tervezési időszakban a korábbiaknál valóban több EU-s forrás áll majd a szektor rendelkezésére: a Nemzeti Fejlesztési Ügynökség egy 2007 elején készült munkanyagában⁹ a strukturális alapokból mintegy 1470 milliárd forintnyi, a Kohéziós Alapból pedig 717 milliárd forintnyi támogatási összeget becsül erre az időszakra az önkormányzati kedvezményezettek számára. Ezen projektek sajátforrás-igénye a számítások szerint 219 milliárd forint (GDP mintegy 0,9%-a) lenne, és ehhez még hozzá kell számolni a beruházásokhoz szükséges, a projektköltségek mintegy 30%-ára becsült el nem számolható kiadásokat (összesen nagyjából 656 milliárd forint értékben, ami a GDP 2,6%-a).

⁷ A becslés alapja, hogy 2007 közepe óta az önkormányzatok több mint 200 milliárd forint értékben bocsátottak ki hosszú lejáratú, 20-25 éves futamidejű kötvényeket, általában 3-5 éves halasztott tőketörlesztés mellett. Ezen kötvények tőkerészleteit tehát 2010–2012-től kezdve kell visszafizetniük. A becsült 10-13 milliárd forintos értékhez egyenletes tőketörlesztést és 15-20 éves hátralévő futamidőt feltételeztünk.

⁸ Egyrészt banki forrásaink is ezt támasztották alá, másrészt az MNB által kiemelten figyelt egyes önkormányzati cégek – amelyek a 2006-os hitelállomány mintegy felét birtokolták – eladósodottsága a legfrissebb adatok szerint csupán 9%-kal növekedett 2007-ben.

⁹ A hivatkozott döntés-előkészítő anyag mintegy másfél éve készült el, és nincsen tudomásunk aktuálisabb becslésről.

Ez lényegesen több, mint a 2004 és 2007 közötti tervezési időszakban az önkormányzatoknak megítélt – Strukturális Alapokból és a Kohéziós Alapból származó –, összesen 279 milliárd forintnyi támogatás sajáterő-igénye, amely a projekt-dokumentációk szerinti összesen 72,2 milliárd forint volt (bár itt nem vettük figyelembe az el nem számolható költségeket).¹⁰ Ez az összeg nagyjából a harmada az önkormányzatok 2004 és 2007 márciusa közötti, bankszektoron keresztülli nettó hitelfelvételének.

Az önkormányzatok számára betervezett EU-támogatások tehát éves szinten legalább négyszeresükre, a sajáterő-igény pedig legalább kétszeresére növekedett az előző tervezési időszakhoz képest. Mindezek alapján a jelenlegi hitelfelvételi hullám során felvett mintegy 200-250 milliárd forintnyi önkormányzati „többlethitel” nem tűnik magasnak. Ugyanakkor figyelembe kell venni az EU-támogatásoknak a saját forrásból finanszírozott önkormányzati beruházásokra gyakorolt kizorító hatását is. Ez már a 2004–2007 közötti időszakban is érvényesülni látszott: noha ekkor már jelentős EU-transzferek érkeztek az önkormányzatokhoz, a szektor GDP-arányos beruházásai – a választási évek hatásait kiszűrve – alapvetően tartották korábbi 1,6-1,8%-os szintjüket (az EU-támogatások hatására tehát nem élénkültek az önkormányzati beruházások). Így valószínűsíthető, hogy az EU által támogatott projektek nem teremtenek teljes egészében többletfinanszírozási igényt az önkormányzatok számára a korábbiakhoz képest.

AZ ÖNKORMÁNYZATI ELADÓSODÁS MEGKÖZELÍTÉSE ÉS SZABÁLYOZÁSA NEMZETKÖZI VISZONYLATBAN

A decentralizált államigazgatási rendszerekkel szemben gyakran megfogalmazott félelem, hogy az alacsonyabb igazgatási szintek fiskális fegyelmezetlensége komoly makrogazdasági egyensúlytalanságokat is okozhat. Egy kutatás által (Singh-Plekhanov, 2005) vizsgált 44 ország közül 19-nél fordult elő az elmúlt 20-30 évben, hogy a központi költségvetésnek be kellett avatkozni alacsonyabb szintű közigazgatási egységek fizetéseképtelensége miatt. Egyes országokban – mint például Argentína és Brazília – a helyi (szövetségi) kormányzatok pénzügyi nehézségei nemzetgazdasági szinten is komoly költségeket okoztak és hozzájárultak a kibontakozó pénzügyi válságokhoz (Dillinger–Webb, 1999). Noha az EU jelenlegi tagállamaiban a helyi kormányzati szint eladósodása nem vezetett a közelmúltban jelentős problémákhoz, egyes bajba jutott helyi kormányzatok központi kisegítésére itt is találhatunk

precedenst a '90-es évekből (például Németországban és Svédországban).

Hasonló félelmek a hazai önkormányzati rendszerrel kapcsolatban is rendre megfogalmazódtak, aminek két oka van. Egyrészt, a hazai önkormányzati szektor meglehetősen nagy: kiadásai összességében a GDP körülbelül 12%-ára rúgnak – ezzel a közepes méretűek közé tartozik az Európai Unióban –, így egyensúlytalanságai makrogazdasági szinten is érzékelhetők lehetnének. Másrészt a hazai önkormányzatok nagyfokú gazdálkodási önállóságot élveznek, vagyis elegendő szabadságuk is van a fegyelmezetlen gazdálkodáshoz. (Ugyanakkor meg kell jegyezni azt is, hogy hazánkban eddig a fiskális sokkok alapvetően a központi kormányzat irányából érkeztek).

A témában mértékadónak számító szakirodalom (Ter-Minassian–Craig, 1997) az önkormányzati eladósodás szabályozásában négy alapvető rendszert különböztet meg:

- *piac által szabályozott* (nincsenek korlátok, a piaci szereplők hitelezési hajlandóságán múlik az önkormányzatok hiteligényének kielégítése);
- *központilag korlátozott* (a központi kormányzat jóváhagyása is szükséges a hitelfelvételhez);
- *szabályalapú* (az eladósodást törvényekben lefektetett szabályok korlátozzák);
- *kooperatív* (az eladósodásról a helyi testületek vezetői valamilyen központi szervvel egyetértésben, kooperatív módon döntenek).

Ezek közül a hazai rendszer elméletileg szabályalapú, mivel az önkormányzati törvény (1990/LXV.) meghatározza az önkormányzatok éves adósságszolgálatának maximális mértékét. Ennek lényege, hogy az önkormányzatok adósságokból származó éves kötelezettségvállalásai (ebbe beletartozik az adott évet terhelő mindenféle finanszírozási költség, főleg a hiteltörlesztések) nem haladhatják meg rövid lejáratú kötelezettségeikkel csökkentett saját bevételeik 70%-át.

Ugyanakkor ez a törvényi szabályozás egyelőre három okból sem jelent érdemi korlátozást. Egyrészt az önkormányzatok még nagyon messze vannak az eladósodás törvényi maximumától (lásd: keretes írás). Másrészt – a már említett gazdálkodási bizonytalanságok és hiányzó transzparencia miatt – nehéz a törvény *jövőbeni* betartásához szükséges határok figye-

¹⁰ Az adatok forrása a Nemzeti Fejlesztési Ügynökség. A Kohéziós Alapból folyósított támogatások közé nem számítottuk be az előcsatlakozási programokból a Kohéziós Alapba átvitt projekteket, amelyek után az EU további 80,1 milliárd forintnyi támogatást nyújtott. A forrásszükségletnél azt is figyelembe kell venni, hogy az önkormányzatok támaszkodhatnak az Önkormányzati Minisztérium által létrehozott önerőalapra is, amelynek kerete 2008-ban nagyjából 15 milliárd forint.

lembevétele a *jelenlegi* kötelezettségvállalások során. Más szóval: mivel az önkormányzatok vezetése nem felelős a törvényi eladósodási korlát 5-10 év múlva esedékes betartásáért,

ezért maga a korlát legtöbbször nem akadályozza a képviselő-testületek jelenlegi hitelfelvételét. Harmadrészt a hitelfelvételi korlát megsértésének nincsen szankciója.

Az önkormányzatok eladósodásának lehetséges törvényi mértéke

Az önkormányzatok 2007. évi gazdálkodási adatai alapján megkíséreltük megbecsülni, hogy a jelenlegi törvényi határt figyelembe véve mekkora lehet eladósodásuk maximális mértéke. Ennek során az önkormányzatok költségvetési jelentéseire és könyvviteli mérlegeire támaszkodtunk.¹¹ Az adatokból kiszűrtük azt a 440 önkormányzatot, amelyek esetében a rövid lejáratú kötelezettségek meghaladták a saját bevételeket, vagyis amelyek túllépték az eladósodásra vonatkozó törvényi korlátot 2007-ben. Ezek többsége kistélepülés, azonban akad közöttük kettő nagyobb város, illetve két megyei önkormányzat is. (Ezen önkormányzatok összesített aránya a szektor összes saját bevételeiből nagyjából 3%, vagyis egyelőre egy elenyésző szegmensről van szó.)

Az ily módon megtisztított adatok szerint az önkormányzatoknak a törvény által meghatározott saját bevétele 663,4 milliárd forint volt, rövid lejáratú kötelezettségeiké pedig 137,7 milliárd forint. A kettő különbsé-

gének a 70%-a, vagyis mintegy 368 milliárd forint képezi eladósodásuk felső korlátját. Ez azonban csak a kötelezettségvállalás egy évre jutó részére (egyévi „törlesztőrészletre”) vonatkozik. Egyenletes tőketörlesztést feltételezve különböző futamidők és kamatok mellett becsléseink szerint (1. táblázat) az önkormányzatok a törvényi maximum eléréséig még további 2000-4000 milliárd forintnyi hitelt (a GDP körülbelül 8-16%-át) vehetnének fel, ami a jelenlegi, nagyjából 800 milliárd forintos hitellegű kötelezettségeiknek a 2,5-5-szöröse.¹²

E becslésnél figyelembe kell azonban venni azt is, hogy a törvényi korlát a jövőben törvényt módosítás és további hitelfelvételek nélkül, egyes függő vagy jövőbeli kötelezettségek mérlegbe kerülésével automatikusan is csökkenhet. A halasztott tőketörlesztés mellett kibocsátott önkormányzati kötvényeknél a „türelmi időszak” vége például önmagában is növeli a folyó évi, rövid lejáratú kiadásokat.

1. táblázat

Az önkormányzati eladósodás további lehetséges mértéke 368 milliárd forintos maximális éves „törlesztőrészletet” feltételezve

(milliárd forintban)

Átlagos futamidő/feltételezett kamat	4%	6%	8%
10 éves átlagos futamidő	2,620	2,300	2,040
20 éves átlagos futamidő	4,080	3,340	2,820

Forrás: saját számítás.

Mivel tehát a jelenlegi szabályozás szankció nélküli és egyelőre inkább elméleti, mintsem effektív korlátot jelent, ezért a hazai rendszer kvázi piac által korlátozott módon működik. Az ilyen piaci koordináción alapuló rezsimek a szakirodalom (például Ter-Minassian–Craig, 1997) szerint alapvetően akkor működhetnek valamennyire kielégítően, ha a piacok nyitottak és szabadok, az adósok gazdasági helyzetéről elegendő és kielégítő minőségű információ áll rendelkezésre és nem volt precedens korábban a központi kormányzat segítségnyújt-

tására. Az ilyen megoldások sikeres alkalmazására egy jó példa Kanada, ahol a szövetségi államok mindegyike rendelkezik külső hitelminősítéssel. Mindazonáltal még a kanadai rendszer sem volt képes megakadályozni a szövetségi államok egyfajta „túladosodását” a '90-es évek elején, amit aztán fájdalmas megszorító intézkedésekkel kellett kompenzálni. (A piaci kontroll hatékonysága az államháztartás eladósodásában általában véve és a központi költségvetések szintjén is kérdéses: éppen ezért került sor többek között a maastrichti kritériu-

¹¹ Mivel az önkormányzati gazdálkodás ezen tételei nem teljes mértékig fedik le az önkormányzati törvény vonatkozó 88. paragrafusában foglaltakat, így a saját bevételeket némileg alul, a rövid lejáratú kötelezettségeket pedig – elsősorban a likvid hitelek ki nem szűrése miatt – felülbecsülhettük. Így magát a teljes eladósodási korlátot is alulbecsülhettük. Ezt alátámasztja, hogy az önkormányzatok hitelfelvételi korlátjáról szóló 25. számú úrlap összevont adatai alapján a szektor hitelfelvételi korlátja 409,8 milliárd forint volt 2007-ben (ebből az értékből viszont a rendelkezésre álló adatok hiánya miatt nem tudtuk volna kiszűrni a hitelfelvételi korlátot megsértő önkormányzatokat).

¹² A becsléshez használt paraméterek meghatározásakor abból indultunk ki, hogy az önkormányzati hitelek futamideje általában nem haladja meg a 10 évet, kibocsátott kötvényeik viszont rendszerint 20 éven túli lejáratúak. A lehetséges kamatszintek meghatározásakor a KELER és az MNB által nyilvántartott önkormányzati kötvények nominális, CHF-kamataiból indultunk ki (amelyek alapvetően 6% alatt vannak). A számítás során nem vettünk figyelembe olyan, az önkormányzati hiteltermékekhez nyújtott termékjellemzőket, mint például a türelmi periódus a tőketörlesztésre, amelyek akár tovább is növelhetik az önkormányzatok hitelfelvételi lehetőségeit.

mok bevezetésére is az EU-ban – sőt a már idézett kanadai példában is egyes szövetségi államok hasonló önkorlátozó szabályokat léptettek életbe).

A kérdés tehát az, hogy a hazai önkormányzati rendszer esetében adottak-e a piac általi korlátozás legalább többé-kevésbé elégséges mértékű hatékonyságának a feltételei. Úgy gondoljuk, hogy ez erősen kétséges. Bár a központi kormányzat beavatkozására adósságrendezési eljárásokban eddig valóban nem volt példa,¹³ a megfelelő informáltságra vonatkozó kritérium – az előző fejezetben említett gazdálkodási bizonytalanságok és a hiányzó átláthatóság miatt – még a professzionális banki hitelezők esetében is csak korlátozottan tud érvényesülni. Ezt támasztja alá a következő, a banki viselkedést bemutató fejezet is.

KÍNÁLATI OLDAL: ÖNKORMÁNYZATI HITELEZÉS A KERESKEDELMI BANKOK GYAKORLATÁBAN

Az önkormányzatok közelmúltbeli gyors hitelfelvétele túlnyomórészt a hazai bankrendszeren keresztül valósult meg. Noha az önkormányzati szektor az EIB-n (Európai Beruházási Bank) keresztül – a budapesti metróberuházáshoz, illetve Pécs európai kulturális főváros projektjéhez kapcsolódóan – a külföldi bankok felé is rendelkezik mintegy 118 milliárd forintnyi kötelezettséggel, a belföldről felvett összesen 670 milliárd forintnyi hitel- és kötvényállományból 621 milliárd forintot a hazai bankok finanszíroztak (2008. június végi adatok).

A hitelezői szempontok alaposabb megértése érdekében 2008 júniusában interjúkon alapuló felmérést folytattunk az önkormányzati szegmensben piacvezetőnek számító hat hitelintézetnél. Ezek az intézmények a 2008. június 30-i záróállományok alapján a hazai bankszektor önkormányzatok felé való kitettségének (hitelek és kötvények) 94%-át fedik le.¹⁴

Felmérésünk során a bankok szakembereit üzleti és kockázati folyamatokról egyaránt kérdeztük.

A felmérésben részt vevők szerint az önkormányzati piacon a verseny egyértelműen élesedett az utóbbi egy évben, ami rontotta a bankok alkupozícióját. Az önkormányzatok egy része tudatosan kihasználja ezt a helyzetet, rövid határidővel írja ki a hitelek esetében a közbeszerzési eljárásokat, a kötvénykibocsátásnál a tendereket, és – különösen a nagyobb önkormányzatok esetében – a marzsok a nagyvállalati szegmenshez hasonlóan nyomottak. Ezenkívül a hitelnyújtás feltételeit – úgy mint lejárat, hitelcél meghatározása, biztosíték – is az önkormányzatok határozzák meg (legalábbis azokban az esetekben, ahol az önkormányzat eladósodása még nem túl magas, és ezért az ügylet kívánatosabbnak minősül a bankok szemében). Az elmúlt év üzleti folyamataiban továbbá az alábbiak rajzolódtak ki markánsan:

- A kötvényforma térnyerése – bár kezdetben feltehetően a közbeszerzési eljárás kikerülésére irányult – érdemileg befolyásolta a termékstruktúrát. Míg ugyanis korábban az önkormányzati hitelek általában legfeljebb 10 éves futamidejűre nyújtották, addig a kötvények jellemző futamideje 20-25 év (a KELER adatai alapján a 2007–2008-ban kibocsátott kötvények közel 60%-a 20 éves futamidejű volt, míg 8-9%-ot tettek ki a 20 éves futamidőnél hosszabb lejáratú kötvények). Ez tehát az önkormányzati kötelezettségek átlagidejének jelentős hosszabbodását okozta (2. táblázat), ráadásul a tőketörlesztési haladékok miatt a törlesztési költségek az átmeneti 3-5 évig a szokásosnál alacsonyabbak. Viszonyításul: a vállalati hitelezésben, illetve a projektfinanszírozásban 7-8 éves futamidejűnél hosszabb banki hitelek nagyon ritkák.
- Noha a bankhitelek túlnyomó része korábban beruházási projektekhez nyújtott hitel volt, a kötvényforma terjedése a hitelcélok meghatározását is bizonytalanabbá tette. Míg ko-

2. táblázat

A felmért hitelintézetek önkormányzati portfóliójának lejáratú összetétel szerinti változása

Kitettségek lejáratú megoszlása	2006. 12. 31.	2007. 12. 31.	2008. 06. 30.
– 1 év alatt	47,4%	17,7%	13,2%
– 1-5 év között	12,9%	11,4%	7,5%
– 5-10 év között	14,2%	19,7%	13,9%
– 10-15 év között	11,3%	16,5%	14,3%
– 15 év felett	14,2%	34,6%	51,0%
Összesen	100,0%	100,0%	100,0%

Forrás: MNB, felmérésben részt vevő hitelintézetek adatai alapján.

¹³ Az önhibájukon kívül hátrányos helyzetben lévő települések állami támogatása nem tekinthető ilyennek.

¹⁴ A 2007 júniusa és 2008 júniusa közötti bruttó állománynövekményben a megkérdezett bankok 88%-os részesedéssel bírnak.

rábban a hitelek esetében egyértelműen volt olyan törekvése a bankoknak, hogy a hitelnyújtást jól meghatározott projektcélhoz kösse (noha ez nem érvényesült minden banknál és minden esetben), addig a kötvények esetében a finanszírozási cél pontos meghatározása már csak a hosszú lejárat miatt is problematikus. A bankok egy része ennek ellenére próbálja ellenőrizni a folyósított összegek felhasználását (például csak aláírt fővállalkozói szerződés esetén hajlandó utalást teljesíteni), más részük azonban nem foglalkozik ezzel. A megkérdezett hitelintézetek adatai alapján az önkormányzatok finanszírozásának körülbelül 10%-a működési célú, továbbá mintegy 40% célhoz nem kötött vagy ismeretlen célú. Az egyik hitelintézet becslése szerint a kibocsátott önkormányzati kötvények mintegy 30%-ban működési célokat finanszíroznak.

- A támogatott, kedvezményes refinanszírozású konstrukciók esetében általában részletesebb a dokumentációs igény és jellemzően konkrétabb beruházási cél szükséges. A támogatott refinanszírozásban leginkább a Magyar Fejlesztési Bank, és kisebb mértékben külföldi bankok – főként az EIB – játszanak szerepet. A konstrukció lényege, hogy a kedvezményes refinanszírozáshoz való hozzáféréssel a kereskedelmi bankok kedvezőbb kondíciókkal tudnak beruházási hitelt nyújtani vagy fejlesztési célú kötvényt lejegyezni az önkormányzatok számára, továbbra is saját portfólióban tartva azonban a hitelezési kockázatot. A felmérésben részt vevő bankok önkormányzati kitettségének közel 20%-át teszi ki a támogatott konstrukciók.
- A közvetítő ügynökök szerepe az önkormányzati hitelezésben is számottevő. Mind a közbeszerzési eljárásokon, mind a zártkörű, meghívásos ajánlattételi eljárások során gyakori, hogy az ügynökök mint tanácsadók vesznek részt a dokumentáció előkészítésében és az elbírálás elősegítésében. Közreműködésükért a bankoktól jutalékot kapnak. Az ügyfelek hitelközvetítőkön keresztül való elérése a lakossági szegmensben teljesen bevett banki gyakorlat, az önkormányzatoknál azonban a versenyeztetésen alapuló, meghívásos tenderek miatt kevésbé tűnik kézenfekvőnek. A megkérdezett banki szakemberek valóban kétségesnek is érezték a tanácsadó-közvetítő ügynökök hozzáadott értékét.
- A proaktív értékesítési stratégia csak kevés banknál jellemző. A hitelintézetek alapvetően a kiírt közbeszerzésekre és kötvénytenderekre reagálnak, így a hitelfelvetelek kezdeményezőinek alapvetően az önkormányzatok tekinthetők.

Mindezek mellett a banki szakértők a következő kockázatkezelési problémákat azonosították:

- Átláthatóság hiánya, nagyfokú bizonytalanság a jövőbeli, függő, illetve adósságállományon kívüli kötelezettségek-

ben: ezen, korábban már említett problémák miatt az önkormányzatok jövőbeli cash-flow-ja nehezen tervezhető. Így a legtöbb bank a múltbeli gazdálkodási mutatók kivételével és az esetlegesen hozzáférhető egyedi adatok alapján próbálja a jövőbeli pénzáramokat megtervezni, de tisztában van ennek a módszernek a tökéletlenségével (ha a hitelt konkrét projektcélhoz nyújtják, akkor persze a projekt megtérülését is vizsgálják).

- A hiteleknel a közbeszerzések, illetve kötvényeknél a tenderhatáridők gyakran túlságosan rövidek, így a bankoknak nincs idejük a körültekintő ügyfél- és ügyletminősítésre.
- Az alkalmazott minősítési rendszerek szakértői becsléseken vagy külföldi anyabanki modelleken alapulnak, mivel saját statisztikai alapú modellhez a legtöbb banknál nem áll rendelkezésre elég ügyféladat (illetve a nem teljesítésből a teljes önkormányzati szektorban is kevés van). Így ezeknek a minősítéseknek a megbízhatósága egyelőre kérdéses.
- A bankoknak egyelőre nagyon kevés tapasztalata van önkormányzati csődökkel, mivel ezek száma rendkívül alacsony volt az utóbbi évtizedben. Az önkormányzatok adósságrendezését a 1996. évi XXV. törvény szabályozza, amely egyértelmű kereteket jelöl ki a fizetéseképtelenségek esetére, és nemzetközi összehasonlításban is jó jogszabálynak tekinthető. A törvény célja, hogy a csődeljárás biztosítsa a helyi önkormányzatok fizetőképességének helyreállítását, kötelező feladataik folyamatos teljesítése és a hitelezők követelésének vagyonarányos kielégítése mellett. A törvény 1996-os bevezetése óta azonban összesen csak 28 esetben indult adósságrendezési eljárás (Jókay, 2007; IGE, 2008), ráadásul csak kistéleptületek esetében, amelyek nem tartoznak bele az első fejezetben említett meghatározó jelentőségű – jellemző banki hitelfelvevői – intézményi körbe. Így ezekben az esetekben a csődeljárás alapvetően a szállítói kötelezettségek kielégítése érdekében indult, a felmérésünkben részt vevő bankok alig voltak érintettek.
- Az önkormányzati hitelek megtérülésére alapvetően az önkormányzati cash-flow-k nyújtanak biztosítékot, ingatlanfedezetek, illetve kezességvállalás (leginkább a Garantiqa Hitelgarancia Zrt. részéről) előfordulnak ugyan, de nem tekinthetők jellemzőnek (3. táblázat). Az ingatlanokat az önkormányzatok általában nem ajánlják fel biztosítékkul, igaz, a bankok ezt nem is ösztönzik, mivel problematikusnak tartják az ingatlanok megszerzésének jogi folyamatát. A kezességvállalás költségét a legtöbb önkormányzat túlságosan drágának tartja, ráadásul ezek igénybeviteléhez a hitelcélokat is sokkal pontosabban kellene megjelölni, ezért itt jellemzően a bankok kezdeményezik a Garantiqa bevonását a hitelügyletbe, amennyiben annak kockázatait egyébként nem tudnák vállalni. A Garantiqa által nyújtott önkor-

3. táblázat

A felmért hitelintézetek önkormányzati portfóliójának fedezettségi jellemzői

Fedezettség aránya és egyes fedezeti típusok megoszlása	2008. 06. 30.
Fedezettség (%)	16,88%
Ebből: Garancia, kezességvállalás	5,97%
Ingatlan	5,12%
Egyéb	5,79%
Összesen	16,88%

Forrás: MNB, felmérésben részt vevő hitelintézetek adatai alapján.

mányzati kezességvállalások egy része mögött az EIB viszontgaranciája van. A fedezettséggel kapcsolatos változásokat jól érzékelteti egy 2000-ben végrehajtott felmérés: akkoriban még az önkormányzatok hiteleinek közel 40%-a mögött állt ingatlanfedezet, míg körülbelül a hitelek 35%-ára a díjbevétel, vagy adóbevétel nyújtott fedezetet (Barati, 2000).

A fenti problémák ellenére a bankok abszolút mértékben alacsonynak ítélik meg az önkormányzatok hitelezésének kockázatait azok *működési folytonossága* miatt. Más szóval: a feltárt bizonytalanságok ellenére a hitelintézetek azért nem tartanak jelentős veszteség elszívásától az önkormányzati portfóliójukon, mert az önkormányzatokat – szemben a vállalatokkal – csőd esetén sem lehet felszámolni, illetve – a lakossági ügyfelektől eltérően – bevételi forrásaik sem apadhatnak el teljesen. Érdekes módon a banki szakértők többsége nem számol a központi költségvetés segítségnyújtásával egy komolyabb önkormányzati csőd esetén sem, viszont számít arra, hogy az esetlegesen fizetéseképtelenné vált intézmények – a hitelek átutemezésével és kiadásai visszafogásával – saját bevételeikből előbb-utóbb ígyis-úgyis teljesítik kötelezettségeiket.

Emellett a bankok számára fontosak azok a keresztértékesítési lehetőségek is, amelyek a hitelnyújtáson keresztül az önkormányzati ügyfelek felé megnyílnak, így a hitelezésnek ez is egy ösztönzője. A hitel- és kötvénytermékek mellett a hitelintézetek széles termékpalettát kínálnak önkormányzati ügyfeleknek: a folyószámla-vezetéstől egészen az opciós ügyletig. A bankok várakozása az, hogy amennyiben kedvező együttműködést tudnak kialakítani a finanszírozási jellegű konstrukciókon keresztül az önkormányzattal, akkor a forrásoldali termékek, illetve befektetési, „treasury” jellegű ügyletekre is nagyobb valószínűséggel kaphatnak megbízást, valamint előnyt szereznek további közbeszerzési, ajánlattételi felhívások esetén.

A korábbiakban az önkormányzati hiteleknek nemcsak a bankok által érzékelt kockázata volt alacsonyabb a vállalatoknál, hanem a tőkekövetelménye is, mivel kockázati súlyuk 100%

helyett csupán 50% volt. Ugyanakkor az európai tőkeirektíva (Bázel II) bevezetésével az egyszerűbb sztenderd módszer használata egyes bankoknál a tőkekövetelmény növekedését okozhatta. Az új szabályozás értelmében ugyanis az önkormányzati kitétségek a hitelintézetekkel és befektetési vállalkozásokkal azonos kockázati súlyt kapnak, azaz a magyar központi kormányzat minősítésénél egy kockázati kategóriával rosszabbat. Ez – attól függően, hogy az egyes bankok melyik hitelminősítő intézet besorolásait használják – az önkormányzati kitétségek kockázati súlyát 50%-ról 100%-ra is emelhetné. Ugyanakkor a bankok nem számoltak be arról, hogy a tőkekövetelmény esetleges változása hatással lenne az önkormányzati üzletáguk aktivitására (mint ahogyan korábban sem az alacsonyabb tőkekövetelmény tette kívánatosá ezt a piacszegmenst).

KÖVETKEZTETÉSEK

Az önkormányzatok 2007 végi–2008 eleji jelentős hitelfelvételi hulláma alapvetően tartalékolási célú volt, és nem a gazdálkodási hiányszint drasztikus megugrása okozta. A pénzügyi rendszer szempontjából az önkormányzati rendszer eladósodottsága egyelőre nem jelent magas kockázatot: a bankoknak a szektor felé való kitétsége alacsony. Ugyanakkor az állományok további bővülésével akár jelentős kockázatok felépülésére is sor kerülhet.

Bár a hazai önkormányzati rendszer meglehetősen szétaprózódott, az eladósodás problematikája egy viszonylag szűkebb, pár száz nagyobb intézményből álló kört érint. Eladósodottságuk fenntarthatóságának kérdése további kutatást igényelne, ennek egyik legfőbb akadálya azonban az önkormányzatok gazdálkodását jellemző nagyfokú bizonytalanság és az átláthatóság hiánya.

Az önkormányzatok eladósodásának törvényi szabályozása egyelőre nem jelent valós korlátot, ezért a szektor hitelfelvételét jelenleg (és várhatóan még jó ideig) alapvetően a piac – vagyis a hitelnyújtó bankok hitelezési hajlandósága – szabályozza. Ez a gyakorlat nem ismeretlen más országokban, és – gyengeségei ellenére – találunk példát a relatíve sikeres alkal-

mazására is. Ugyanakkor Magyarországon a piaci szabályozás hatékonyságát csorbítja az önkormányzati gazdálkodás bizonytalanságaiból fakadó információhiány, amellyel a hitelintézeteknek is meg kell küzdeniük. Így kérdéses, hogy a bankok mennyire képesek felmérni az önkormányzatok fizetésképtelenné válásának tényleges valószínűségeit, illetve azok következményeit (és így megfelelően ellátni piaci szabályozói funkciójukat). A bankok között folytatott felmérésünkben az derült ki, hogy a hitelintézetek inkább az önkormányzati működés folytonosságában bíznak.

Mivel az eladósodás problémája csak a már említett szűkebb önkormányzati körnél jelenik meg, ezért megfontolandó irány lehetne egy olyan szabályozási környezet kialakítása, amely speciálisan ennek a csoportnak az eladósodását tereli keretek közé, akár adminisztratív eszközök bevezetése, akár a piaci mechanizmus érvényesülésének elősegítése révén. Mindkét esetben szükség lenne a gazdálkodási transzparencia növelésére, ami az érintett és a szektorátlatot elvileg meghaladó szofisztikáltságú önkormányzati körtől feltehetően nem lenne irreális elvárás.

FELHASZNÁLT IRODALOM

BARATI IZABELLA (2000): *Jelentés. Önkormányzati várakozások 2001-re (TÁRKI Önkormányzati Adatbank [TÖA])*. <http://www.tarki.hu/adatbank-h/kutjel/pdf/a153.pdf>.

DILLINGER, WILLIAM R.–WEBB, STEVEN B. (1999): *Fiscal Management in Federal Democracies: Argentina and Brazil. World Bank Policy Research Working Paper No. 2121*, 1999.

HEGEDŰS JÓZSEF–TÖNKŐ ANDREA (2006): *Az önkormányzati gazdasági társaságok szerepe a helyi önkormányzatok va-*

gyongazdálkodásában: feltételes kötelezettségvállalás („contingent liability”) problémája. Városkutatás Kft., 2006.

IGE (2008): *Még egy csődbejelentés...* Elérhetőség: <http://www.onkormanyzaticsod.hu/hirek/13> (2008. július 20.)

JÓKAY KÁROLY (2007): *A közpénzügyek néhány megoldandó kérdése: Szempontok az önkormányzati vagyongazdálkodás újraszabályozásához*. Elérhetőség: http://www.kszk.gov.hu/data/cms29047/07_resztan_jokay_k_ozpenzugyek_070220.doc (2008. július 18.)

ÖNKORMÁNYZATI MINISZTERIUM (2007): *A működésképtelen helyi önkormányzatok egyéb támogatása jogcímen 2007. évben jóváhagyott támogatások*. Elérhetőség: [http://www.otm.gov.hu/web/portal.nsf/html/onkgazd.html/\\$FILE/mukodeskeptelenektamogatasa%202002-20071.xls?OpenElement](http://www.otm.gov.hu/web/portal.nsf/html/onkgazd.html/$FILE/mukodeskeptelenektamogatasa%202002-20071.xls?OpenElement) (2008. július 20.)

SINGH, RAJU–PLEKHANOV, ALEXANDER (2005): *How should subnational government borrowing be regulated? Some cross-country empirical evidence. IMF Working Paper, WP/05/54*.

TER-MINASSIAN, TERESA–CRAIG, JOHN (1997): *Control of subnational government borrowing in Fiscal Federalism in Theory and Practice* (Chapter 7). IMF.

VÍGVÁRI ANDRÁS (2007): *Fiskális politikai csodafegyver? Pénzügyi Szemle*, LII. évf. 2007. 3–4. szám 522–529. o.

Juhász Réka: Optimális infláció és az inflációs cél mértéke: Nemzetközi tapasztalatok és magyarországi szempontok

Az alábbi tanulmány az idén felülvizsgált inflációs cél kijelölésénél mérlegelt szempontokat mutatja be. Három szempontot vizsgálunk: az optimális inflációval foglalkozó elméleti és empirikus irodalmat, a legjobb nemzetközi gyakorlatot, valamint az olyan egyedi országspecifikus tényezőket, amelyek indokoltá tehetnek valamilyen irányú eltérést a legjobb nemzetközi gyakorlathoz képest. Azt találjuk, hogy az MNB által kitűzött 3 százalékos inflációs cél összhangban áll mindhárom szempont iránymutatásával, és ebből adódóan hozzájárul ahhoz, hogy az MNB elérje elsődleges célját, az árstabilitást.

BEVEZETÉS

A Magyar Nemzeti Bank elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. Az árstabilitás nem önmagában vett érték; a célt az a megfontolás vezérli, hogy a monetáris politika ily módon tud a legjobban hozzájárulni a társadalmi jólét maximalizálásához, a gazdasági növekedés elősegítéséhez. Az MNB által is alkalmazott inflációs célkövetés rendszerben kitüntetett szerepet tölt be a középtávú inflációs cél, hiszen a Monetáris Tanács a mindenkorai monetáris politikát úgy alakítja, hogy az inflációs cél teljesüljön a monetáris politika számára releváns horizonton. Kiemelten fontos tehát, hogy a kitűzött inflációs cél minél közelebb essen ahhoz az inflációs szinthez, amely az adott gazdaság szempontjából optimális.

Ez a cikk az idén felülvizsgált inflációs cél kijelölésénél mérlegelt szempontokat mutatja be. Az elméleti eredmények szerint az optimális szintet meghaladó infláció jelentős költségeket ró a társadalomra. Ennek ellenére, az infláció optimális szintje nem nulla, ugyanis létezik néhány olyan megfontolás, amely kívánatosá tehet kismértékű pozitív inflációt. Az empirikus irodalom egy része ezt a „nem linearitást” teszteli az infláció és gazdasági növekedés között, azaz azt méri, hogy valóban van-e egy töréspont, amelyet meghaladva az infláció költségei felülmúlják a hasznokat. Az általunk bemutatott tanulmányok igazolják, hogy ez a töréspont valóban létezik. Ezt az inflációs szintet meghaladva kimutatható, hogy az infláció jelentős növekedési veszteséghez vezet.

Megvizsgáljuk azt is, hogy a legjobb gyakorlatnak tekintett inflációs célkövető jegybankok milyen célt tűznek ki, valamint hogy a Magyarországhoz hasonló gazdasági fejlettséggel és strukturális jellemzőkkel rendelkező országok – például a visegrádiak – milyen célt követnek. Ezen szempontok mérlegelésével, illetve annak figyelembevételével, hogy milyen egyedi (Magyarország-specifikus) tényezők befolyásolják az

optimális infláció szintjét, juthatunk el ahhoz az inflációs célhoz, ami a magyar gazdaság számára optimális lehet.

AZ OPTIMÁLIS INFLÁCIÓVAL KAPCSOLATOS ELMÉLETI MEGFONTOLÁSOK

Ha azt az inflációs szintet keressük, amely a legmagasabb társadalmi jólétet biztosítja egy gazdaság számára, akkor számba kell venni, hogy mik azok a tényezők, amelyek költségessé teszik az inflációt. A következőkben ezért először az infláció ún. *statikus*, illetve *dinamikus* (növekedési áldozatban kifejezhető) *jóléti* költségeit mutatjuk be. Ezen túlmenően azonban elképzelhető, hogy léteznek olyan szempontok, amelyek kívánatosá tesznek kismértékű pozitív inflációt. Ezért ennek a fejezetnek a második felében ezeket a megfontolásokat tekintjük át.

Az infláció statikus jóléti veszteségeivel magas inflációs környezetben közvetlenül szembesülnek a gazdaság szereplői. Az ún. menü költség az átárazás fizikai megvalósításának közvetlen költsége. Mivel a vállalatok számára az árváltoztatás költsége nem elenyésző, ritkábban változtatnak árat mint az indokolt lenne, és így ár- vagy bérmerelység alakulhat ki. Ez jóléti veszteséghez vezet, hiszen a vállalatok nem tudnak megfelelő mértékben alkalmazkodni az őket érő sokkokhoz.

Magasabb infláció mellett az árak gyakrabban változnak, ami megnehezíti a gazdasági szereplők számára az árak összehasonlítását, és így az optimális döntés meghozatalát. Az árak ugyanis fontos információhordozó szerepet töltenek be egy gazdaságban. Magas inflációs környezetben nehezebb megkülönböztetni, hogy egy adott termék ára más termékekhez képest változott-e meg (ami erőforrások átcsoportosításához vezetne), vagy a termék ára csupán az inflációs környezethez igazodott (ami nem vezetne átrendeződéshez).

A „cipótalpköltség” azzal a jelenséggel függ össze, hogy a magasabb infláció miatt nő a készpénztartás költsége, így a gazdaság szereplői igyekeznek kevesebbet tartani belőle. A tranzakciók lebonyolításához szükséges készpénz felvétele ugyanis időben mérhető költséget okoz. Ezen túlmenően azonban elképzelhető, hogy a kereslet is visszaesik, mivel a gazdaság szereplői ezen a megemelkedett áron kevesebb tranzakciót szeretnének lebonyolítani.

Az infláció az adórendszeren keresztül többféle módon is jóléti veszteséget okoz a társadalom számára. Először is a különböző jövedelmek után fizetendő adók alapját legtöbbször valamilyen nominális mennyiség adja (pl. személyi jövedelemadó esetén a nominális jövedelem, tőkejövedelmek esetén a nominális hozam). Ez azt jelenti, hogy a jövedelem reálértelemben vett változatlanlansága és magas infláció mellett nő az adóteher, ami növeli az adórendszer torzításai által okozott holtteher-veszteséget. Egy másik csatorna az amortizáció elszámolásához kapcsolódik. Mivel a törvény szerint elszámolható amortizációt is nominálisan határozzák meg, ezért magas inflációs környezetben a rövid élettartamú beruházások felé mozdulhat el a beruházás szerkezete, a hosszú élettartamúak kárára.

A magasabb inflációs környezet növeli a befektetéseken levő kockázati prémiumot. Ez a hatás mind mikro-, mind makroszinten érvényesül. Az előbbi tekintve, a gazdasági szereplők az általuk vállalt magasabb kockázatért cserébe magasabb hozamot várnak el. A kockázatmentes kamatlábhöz képest elvárt többlethozamot hívjuk kockázati prémiumnak. Magas inflációs környezetben a jövőbeni inflációval kapcsolatos bizonytalanság is növekszik, így egyfajta inflációs kockázati prémiumot is követelnek a befektetők. A magasabb elvárt hozam csökkenti a beruházásokat, mivel a nagyobb reálkamat mellett kevesebb beruházás térül meg. Makroszinten pedig a szorosan integrált nemzetközi pénzügyi piacokon jellemző gyakorlat, hogy a befektetők és a hitelminősítők néhány kiemelt makrogazdasági mutató alapján ítélik meg az adott ország hitelképességét. Az árstabilitás ebben fontos szerepet játszik, a befektetők jellemzően nagyobb kockázati prémiumot várnak el, ha magasabb az infláció.

Az infláció dinamikus költsége abban mutatkozik meg, hogy a tartósan magas infláció különféle hatásokon keresztül csökkenti a gazdaság növekedési ütemét. Temple (2000) a szakirodalom átfogó bemutatásakor sorra vette azokat a csatornákat, amelyeken keresztül az infláció negatív hatást gyakorolhat a gazdasági növekedésre. Azt találta, hogy az infláció a beruházások visszafogásán keresztül gyakorolja a legnagyobb hatást a növekedésre.

A felsorolásból világosan látszik, hogy a magas infláció komoly azonnali és jövőbeni költségekkel terheli a gazdaság szereplőit, így az árstabilitás elérése és fenntartása valóban jelentős mértékben javítja a társadalom tagjainak hosszú távú jólétét. Az eddigiek alapján azt a következtetést lehetne levonni, hogy a gazdaság számára az árstabilitás, azaz a nulla infláció optimális. Létezik azonban néhány olyan megfontolás is, amely indokoltá tehet *kismértékű* pozitív inflációt. Alapvetően három érvet lehet felhozni a pozitív infláció mellett; az árindexben meglevő torzítást, a deflációs veszély elkerülését, valamint az aszimmetrikus nominális ármeverségeket. A szakirodalom nemcsak ezeknek a hatásoknak a széles körű dokumentálására törekedett az elmúlt időszakban, hanem empirikusan is igyekeztek megmérni, hogy az egyes hatások szám szerint mekkora pozitív inflációt tesznek indokoltá. A következőkben ezeket az eredményeket tekintjük át.

Először is, az inflációt az elfogadott gyakorlat szerint a fogyasztóiár-indexszel mérik. A fogyasztóiár-index a tapasztalatok szerint azonban gyakran tartalmaz torzítást, méghozzá általában felülbecsli a tényleges inflációt. Az átlagszámítás módja eleve felfele torzíja az árindexet,¹ és ez a torzítás annál nagyobb, minél jobban szóródnak a termékek árváltozásai. Továbbá, mivel a fogyasztóiár-indexet egy rögzített reprezentatív fogyasztói kosár alapján számítják, ezért nem veszi figyelembe, hogy a relatív árak változásának következtében a fogyasztók a drágább termékeket helyettesítik az olcsóbbakkal. Ezen túlmenően, a fogyasztók nemcsak a termékek, hanem a boltok között is választhatnak, ezért a különböző boltokban megfigyelhető árakat aszerint kellene súlyozni, hogy a vásárlások ténylegesen hol történnek az adott időszakban. Az árak felírása azonban mindig ugyanazokban az üzletekben történik. Végül a rögzített fogyasztói kosár használata azt az implicit feltételezést tartalmazza, hogy a termékek minősége időben állandó. Ugyanakkor a termékek minősége általában javul, így az árváltozásnak a minőségváltozás által indokolt részét is inflációként számolják el. Az IMF több országra vonatkozóan tekintette át a meglevő empirikus irodalmat, és ezek alapján 0,5-1% közé tette a fogyasztóiár-index torzítását, azaz a tényleges infláció körülbelül ennyivel alacsonyabb, mint a megfigyelt (Faulkner–MacDonagh et al., 2003).

A második érv a kismértékű infláció mellett a defláció elkerülése. Noha az inflációnak számos költsége van, ahogyan ezt az előzőekben láthattuk, a deflációt a közgazdászok sokkal veszélyesebbnek tartják, amit az 1990-es évek japán példája élénken illusztrál. Ha ugyanis az árak tartós esésnek indulnak, a gazdaság szereplői későbbre halaszthatják a fogyasztásukat

¹ A torzítás abból fakad, hogy az inflációt a fogyasztóiár-index kosarában található termékek árváltozásának súlyozott számtani átlagaként definiálják. Amennyiben egy termék ára az első évben 1 forinttal nő, a második évben pedig 1 forinttal csökken, úgy a mutató a két év átlagában kismértékben pozitív inflációt fog mutatni.

– mivel az árak jövőben folytatódó esésére számítanak.² Az árak csökkenése és a kereslet visszaesése egy ún. deflációs spirált indíthat el, ahol a két folyamat egymást erősítve vezet egyre mélyebb recesszióhoz. A deflációs környezet a monetáris politika hatékonyságát is alááshatja. Mivel a nominális kamat nem lehet negatív (a készpénz tartásának hozama ugyanis nulla), előfordulhat olyan eset, amikor a reálkamat további csökkentésére lenne szükség, ez azonban nem megvalósítható. Ezt a helyzetet nevezzük likviditási csapdának. A jegybankok kiemelt figyelmet fordítanak arra, hogy elkerüljék a tartós deflációt és a likviditási csapdát, ezt elsősorban úgy érhetik el, ha nullánál nagyobb inflációs célt tűznek ki. Empirikus kutatások arra jutottak, hogy a fejlett országokban 1-2%-os átlagos infláció mellett elfogadhatóan kicsi a defláció és a likviditási csapda kialakulásának valószínűsége.

A harmadik indok, ami miatt kívánatos lehet a nullánál nagyobb infláció, az aszimmetrikus nominális ár- és bérmereségek elméletében keresendő. Ez a megfontolás azon az elképzelésen alapul, hogy a gazdaságot folyamatosan exogén sokkok érik, amelyek alkalmazkodásra (pl. ár- és bérváltoztatásra) kényszerítik a gazdaság szereplőit. Elképzelhető, hogy különböző okokból kifolyólag könnyebb emelni az árakat vagy a béreket, mint csökkenteni őket, és így az ár- és bércsökkentések gyakorisága elmarad az emelések gyakoriságától. A lefele merev árak vagy bérek csökkentik a gazdaság alkalmazkodóképességét, és így hatékonyságvesztést okoznak. Ha ez a megfontolás empirikusan releváns, akkor elképzelhető, hogy a kismértékű infláció segíti a gazdaság olajozott működését. Azaz, kismértékű pozitív infláció mellett az alkalmazkodás reálértelemben könnyebben végbemehet, hiszen nullánál magasabb infláció mellett eleve kevesebb vállalatnak kellene árat vagy bért csökkentenie.

A lefele merev árakkal kapcsolatos, fejlett országokra vonatkozó empirikus kutatások kissé ellentmondó eredményt mutatnak. Míg az USA-ban Peltzmann (2000) azt találta, hogy az aszimmetria a legtöbb iparágban jelen van, addig az eurozónában végzett kutatások arra az eredményre jutottak, hogy az árak lefelé nem túlságosan merevek (Dhyne et al., 2005).³

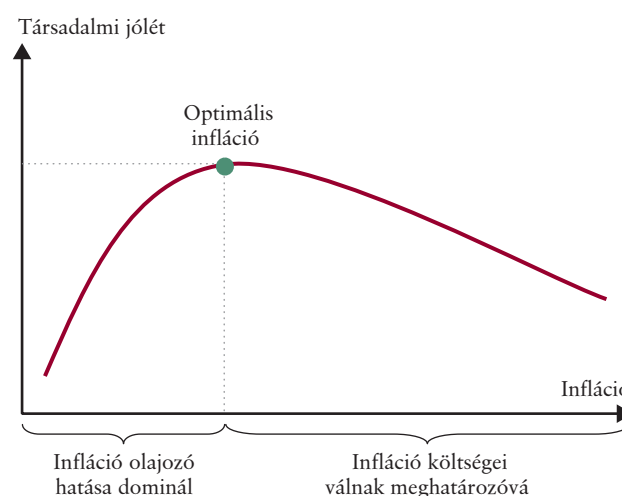
A lefele merev bérekkel kapcsolatban sokkal robusztusabbak a rendelkezésre álló eredmények. A nominális bércsökkentésekkel szembeni munkavállalói ellenállást alapvetően a pénz-illúzióhoz szokták kapcsolni, illetve ahhoz, hogy a munkavállalók egy bizonyos mértékig preferálják a nem túl magas bérkülönbségeket hasonló munkakörök között (Akerlof–

Dickens–Perry, 1996). Vállalatvezetők körében végzett felmérések azt mutatják, hogy bércsökkentéssel szembeni ellenállást a vállalatvezetők figyelembe veszik az alkalmazotti bérek megállapításánál (Bewley, 1999). Tapasztalataik szerint a bércsökkentés csökkenti a munkavállalók teljesítményét, így bizonyos esetekben célszerűbb inkább elbocsátani az alkalmazottat. A nominális bérrugalmatlanság összehasonlítására egy-egy mutatók alapján az International Wage Flexibility Project (IWFP) tett kísérletet (Dickens et al., 2006), valamint jelenleg is folyik az EKB által létrehozott Wage Dynamic Network hasonló céllal létrehozott kutatássorozata. Az empirikus kutatások eredményei alapján a nominális bérrugalmatlanság mértéke országonként jelentősen szóródik. A szóródást magyarázhatják az eltérő munkapiaci intézmények (pl. szakszervezetek jelentősége) és az eltérő munkavállalói preferenciák. Az empirikus eredményeket felhasználva néhány tanulmány (Fahr–Smets, 2008; valamint Fagan–Messina, 2008) általános egyensúlyi modellkeretben vizsgálta, hogy aszimmetrikus nominális bérmereségek mellett mekkora inflációs szint optimális. A számítások alapján a lefelé irányuló nominális bérmereségek – a mereségek erősségének függvényében – 0-2 százalékponttal emelik meg az optimális infláció szintjét.

Az idáig bemutatott elméleti megfontolások az infláció költségeit tárgyalták, valamint azokat a megfontolásokat, amelyek azt indokolják, hogy a költségek ellenére mégse nulla legyen a kiválasztott inflációs cél. A szakirodalom a két ellentétes hatást az infláció „grease and sand” hatásának nevezte el.

1. ábra

Nem lineáris viszony az infláció és a társadalmi jólét között



² Szigorúan véve, ez az állítás akkor igaz, ha a reálbérek megnőnek, azaz az áresést nem követi hasonló mértékű bércsökkenés. Ahogyan a későbbiekben látni fogjuk, komoly elméleti és empirikus bizonyítékok szólnak a lefele merev bérek mellett.

³ Fontos megemlíteni, hogy az áremelésekhez képest ritkább árcsökkentések mögött nem feltétlenül a lefele merev árak állnak. Erre példa Tsiddon (1993), valamint Ball–Mankiw (1994).

Ez arra utal, hogy kismértékű infláció elősegítheti a gazdaság olajozott működését (különösen, amennyiben relevánsak az aszimmetrikus nominális ár- vagy bérmerevségek), valamint semlegesíti a fogyasztóiár-index torzításait és segít csökkenteni a deflációs veszélyt. Egy bizonyos szint felett azonban az infláció költségei válnak meghatározóvá, és ettől a szinttől kezdve az infláció jóléti veszteséget okoz és csökkenti a gazdaság hosszú távú növekedési ütemét. Ezekből a megfontolásokból adódóan, az optimális infláció ott található, ahol a költségek és a pozitív infláció hasznai kiegyenlítődnek. Ezt a nem lineáris viszonyt szemlélteti az 1. ábra.

EMPIRIKUS EREDMÉNYEK AZ OPTIMÁLIS INFLÁCIÓRÓL

Az előző fejezetben áttekintett elméleti irodalom fő állítása a következőkben foglalható össze. Az infláció és társadalmi jólét közti összefüggés nem lineáris. Ez azt jelenti, hogy egy bizonyos szintig az infláció pozitív, olajozó hatást fejt ki a gazdaságra. Egy szint felett azonban a költségek válnak meghatározóvá és az infláció jelentős társadalmi károkat okoz. Az optimális infláció ott van, ahol a hasznok és költségek kiegyenlítődnek. Az empirikus irodalom két megközelítésben is teszteli ezt az állítást. A korábbi kutatások főként arra helyezték a hangsúlyt, hogy kimutassák a magas infláció káros hatásait, ezen belül is a dinamikus (növekedési áldozatban mérhető) költségek számszerűsítésével foglalkoztak. Az újabb keletű kutatások az általános negatív hatás kimutatása helyett azt vizsgálják, hogy van-e töréspont, amely felett már negatív hatást fejt ki az infláció, és az hol helyezkedik el.

Mindkét kutatási irány megerősítette az elméleti irodalom előrejelzését. Az első eredmények azt igazolták, hogy az optimális szintet meghaladó infláció valóban károsan hat a gazdasági növekedésre, a későbbiek pedig visszaigazolták, hogy a kapcsolat nem lineáris, vagyis van töréspont. Az eredmények részletes ismertetése előtt fontos azonban néhány módszertani problémát megemlíteni.

Empirikus vizsgálatoknál az egyik legfontosabb feladat meggyőzően bemutatni, hogy a feltárt kapcsolat két változó között több mint egyszerű együttmozgás, és valóban oksági viszony áll a háttérben. Jelen esetben ez azt jelenti, hogy ha az infláció és a növekedés között kimutatunk egy negatív korrelációt, az egyáltalán nem biztos, hogy azt jelenti, hogy az infláció káros hatást gyakorol a növekedésre. Elképzelhető, hogy a háttérben egy negatív kínálati sokk húzódik meg, amely egyszerre megemeli az inflációt és csökkenti a gazdaság növekedési ütemét. Ha ilyen exogén sokkok dominánsak az infláció–növekedés kapcsolatában, akkor elképzelhető, hogy a kapott eredmény valójában egy hamis regresszió alapul.

Az ilyen és ehhez hasonló problémák különösen súlyosak növekedési egyenletek becslésénél, ezért átgondolt, szofisztikált becslési eljárásokra van szükség ahhoz, hogy a feltételezett kapcsolatot meggyőzően lehessen tesztelni. Ezen túlmenően, a problémát tovább bonyolítja, hogy a linearitás kérdése az infláció növekedésre gyakorolt hatásának becslésekor – ahogyan az előző részben részletesen kifejtettük – kiemelten fontos kérdés. Amennyiben tévesen becslünk lineáris kapcsolatot, úgy az eredmények lefele torzítottak lesznek (Ghosh–Phillips, 1998). Látni fogjuk, hogy ez kulcsfontosságú szempont lesz az első eredmények értékelésénél. Ennek következtében mindig fontos szem előtt tartani az alkalmazott módszertan esetleges hiányosságait is.

Az első tanulmányok sikeresen azonosítottak szignifikáns negatív kapcsolatot magas infláció és növekedés között. Barro (1995) például azt találja, hogy az infláció 10 százalékpontos növekedése 0,2–0,3 százalékponttal csökkenti az egy főre jutó reáljövedelem növekedési ütemét.⁴ A szerző egy beruházási egyenletet is becsl, amelyben az infláció 10 százalékpontos megemelkedése 0,4–0,6 százalékponttal csökkenti a beruházási rátát. Ez visszaigazolja Temple (2000) elméleti eredményét, mely szerint a beruházási ráta egy fontos csatorna, amelyen keresztül az infláció kifejti negatív hatását.

Ezeknek a tanulmányoknak általános tapasztalata, hogy az eredmények nagyon érzékenyek a minta kiválasztására. Azaz, a kapcsolat csak akkor áll fenn, ha a minta tartalmaz viszonylag magas inflációjú megfigyeléseket is. Barro tanulmányában például az eredmények nem szignifikánsak, amennyiben kihagyjuk a mintából az 50% és annál magasabb éves inflációjú megfigyeléseket. A szerzők megítélése szerint az alacsonyabb inflációjú adatok nem tartalmaznak önmagukban elegendő információt ahhoz, hogy tisztán el lehessen különíteni az infláció és a növekedés közti kapcsolatot (Barro, 1995). Az ilyen módszertanra épülő vizsgálatokkal kapcsolatos egyik legfontosabb kritika az, hogy lineáris kapcsolatot tételez fel infláció és növekedés között, holott erős elméleti érvek szólnak a nem lineáris kapcsolat mellett.

Noha sikerült megmutatni, hogy a magas (két számjegyű) infláció tényleg jelentős növekedési károkat okoz a gazdaságban, az igazán érdekes kérdés az, hogy vajon az ennél mérsékeltebb infláció is okoz-e növekedési veszteséget. Az újabb keletű kutatások, részben a korábbi kutatásokkal kapcsolatos agályok miatt, explicit módon tesztelik a „nem linearitás” hipotézisét. Kiindulópontjuk ugyanis az, hogy a korábbi vizsgálatok talán azért nem tudták a feltételezett negatív kapcsolatot kimutatni mérsékeltebb infláció mellett, mert nem vették figyelembe a nem linearitást, amely lefelé torzította a becslést (Ghosh–Phillips, 1998).

⁴ Lásd még Fischer (1993), vagy Bruno–Easterly (1998).

Az empirikus eredmények visszaigazolták ezt a kritikát, ugyanis az újabb keletű kutatások két szempontból is megerősítették az elméletet.⁵ Először is, igazolódott, hogy az infláció és növekedés közötti kapcsolat valójában nem lineáris, azaz az általunk áttekintett empirikus vizsgálatok közül mindegyik talált töréspontot az infláció és növekedés közti kapcsolatban. Tehát valóban érvényesül az infláció korábban említett „grease and sand” hatása; kismértékű pozitív infláció elősegítheti a gazdaság olajozott működését, azonban egy szint felett a költségek válnak meghatározóvá.

Másodsorban, ezek a vizsgálatok sokkal alacsonyabb inflációnál is negatív kapcsolatot azonosítanak a két változó között. Ez azt jelenti, hogy a töréspont, amely után már az infláció költségei válnak meghatározóvá, egy számjegyű inflációnál találhatók minden esetben. A fejlett országok vonatkozásában, az általunk áttekintett tanulmányok különböző inflációs szint mellett találják meg a töréspontot az eltérő módszertan, a más keresztmetszeti országminta és különböző időszakok vizsgálatából adódóan. A tanulmányok közül volt olyan, amely 1, és olyan is, amely 8 százaléknál határozta meg a töréspontot a fejlett országok körében. Ez azonban több okból kifolyólag sem jelenti azt, hogy az inflációs célt ebből az intervallumból lehetne tetszőlegesen kiválasztani.

Először is ezek a tanulmányok pusztán a növekedési áldozatot veszik figyelembe, mint az infláció költségét. Az előző fejezetben azonban láthattuk, hogy az inflációnak nemcsak dinamikus jóléti költségei vannak, hanem számos és jelentős statikus jóléti költséget is bemutatunk. Az ilyen költségeket explicite nem veszik figyelembe ezek vizsgálatok, ezért az inflációs célt valószínűleg az alacsonyabb értékek közül érdemes kiválasztani.

Másodsorban, a vizsgálatok általában aszimmetrikus nem lineáris viszonyt azonosítanak infláció és növekedés között. Míg a töréspontot meghaladó infláció egyértelműen negatív hatást gyakorol a növekedésre minden kutatás szerint, addig a töréspont alatt általában nincsen kimutatható pozitív hatás infláció és növekedés között, azaz az eredmények nem szignifikánsak.⁶ Ez azt jelenti, hogy kisebb a valószínűsége annak, hogy jelentős reálgazdasági költséget vállal az a jegybank, amelyik túl alacsony értéket választ inflációs célként, ahhoz a jegybankhoz képest, amelyik túl magasán határozza meg célját. Ebből kifolyólag valószínűleg érdemes az alacsonyabb értékek közül kiválasztani az inflációs célt.

Végül, a különböző gazdaságok jelentős eltérést mutatnak mind strukturális jellemzők tekintetében, mind fejlettségi szint-

jüket tekintve. Az itt bemutatott tanulmányok tehát általános és nem országspecifikus kapcsolatot tárnak fel, a töréspont nem egyezik meg egy minden ország számára érvényes inflációs céllal. Az inflációs cél megválasztásánál figyelembe kell venni az olyan országspecifikus, strukturális jellemzőket, amelyek indokoltá tehetnek valamilyen irányú eltérést az általános legjobb nemzetközi gyakorlathoz képest. Magyarország vonatkozásában ezeket a szempontokat az utolsó részben tekintjük át.

Először azonban az empirikus evidenciáknak egy másik típusát – a más jegybankok által alkalmazott célt – mutatjuk be. Mielőtt rátérünk arra, hogy milyen országspecifikus jellemzőket érdemes figyelembe venni Magyarország esetében, tudnunk kell, hogy mi az a legjobb nemzetközi gyakorlat, amihez viszonyítunk. A következő fejezet ezt vizsgálja.

INFLÁCIÓS CÉL MÁS ORSZÁGOKBAN

Az előzőekben láthattuk, hogy az optimális szintet meghaladó infláció jelentős költségeket okoz a társadalom számára. Az elméleti és empirikus irodalom hasznos iránymutatást ad az optimális infláció szintjével kapcsolatban, azonban érdemes ismereteinket bővíteni az empirikus evidenciának egy másik fajtájával is. Ahogyan a korábbiakban említettük, fontos viszonyítási alap, hogy más inflációs célkövető jegybankoknál mekkora a kitűzött inflációs cél.

Jelenleg 24 ország jegybankja követ inflációs célt, valamint a nem explicit inflációs célkövetést folytató jegybankok között is előfordul, hogy számszerű értéket kommunikálnak az általuk árstabilitásnak tekintett inflációról. A 2. ábrán együtt látható az inflációs célkövetést alkalmazó jegybankok inflációs célja, a cél szerinti növekvő sorrendben. A sávot célzó jegybankoknál a sávközép volt a sorba rendezés alapja.

A legjobb gyakorlatnak tekintett célkövető országokban; Egyesült Királyság, Kanada, Svédország, Új-Zéland az inflációs cél mindenütt 2%, kivéve Új-Zélandot, ahol az 1-3% közötti intervallum a kijelölt sáv. Ha a Magyarországhoz hasonló fejlettségű országokat tekintjük, akkor a földrajzilag is közel álló visegrádiaknál (Csehország, Lengyelország és Szlovákia) azt találjuk, hogy a célok itt sem térnek el lényegesen a Magyarországon alkalmazottól. Ezek az országok rendre 3, 2,5 és 2%-os célt tűztek ki. Végül a jövőben esedékes ERM-II-csatlakozás miatt kiemelten fontos Magyarország számára az Európai Központi Bank gyakorlata. Noha az EKB nem tartozik az explicit inflációs célkövető jegybankok közé, az általa megfogalmazott „2 százalékalatti, de ahhoz közeli” árstabilitási definíció kiemelten fontos referenciapont.

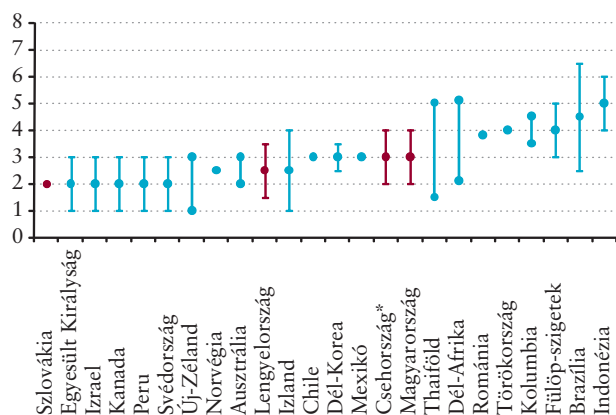
⁵ Az általunk áttekintett tanulmányok a következők: Ghosh–Phillips (1998), Khan–Senhadji (2001), valamint Burdhekin et al. (2004). A korábbi és újabb keletű empirikus irodalom jó összefoglalóját adja még Brook et al. (2002).

⁶ Pozitív és szignifikáns kapcsolatot a fejlett országok körében a töréspont alatt egyedül Khan és Senhadji (2001) talál 1 százalékalatti, de ez sem robusztus az adat frekvenciájának megváltoztatására.

2. ábra

Inflációs cél az inflációs célt követő országokban

(2008. március–április)



Forrás: jegybankok honlapja.

* 2007. tavaszi döntés alapján 2010 januárjától 2% lesz az inflációs cél.

Megjegyzés: a török és a koreai adat 2007-es. Dél-Afrika és Thaiföld esetében a cél nem a fogyasztóiár-index, hanem a maginfláció, ezért az összehasonlíthatóság érdekében a célokat az utóbbi 7 év átlagos fogyasztóiár-index és maginfláció közti eltéréssel korrigáltuk.

Az ábra és az itt elmondottak alapján az a következtetés vonható le, hogy az inflációs célkövető országok többségében a jegybankok 2-3% környékén határozzák meg az inflációs célt.

NÉHÁNY MAGYARORSZÁGRA VONATKOZÓ EREDMÉNY

Az eddigiek alapján azt mondhatjuk, hogy a 3%-os inflációs cél megfelel mind az elmélet általános iránymutatásának, mind a legjobb nemzetközi gyakorlatnak. Azt érdemes még számba venni, hogy a magyar gazdaság valamilyen különleges strukturális jellemzője lényeges eltérést indokolhat-e az inflációs célban. Ebben a részben azt vizsgáljuk meg, hogy az elméleti részben tárgyalt pozitív infláció mellett szóló érvek számszerűen mekkora inflációs szintet tesznek indokolttá a magyar gazdaságban. Látni fogjuk, hogy nincsen olyan robusztus eredmény, amely jelentős eltérést indokolna az inflációs célban a nemzetközi gyakorlathoz képest.

A fogyasztóiár-index torzításával kapcsolatos becslés meglehetősen bizonytalan, mivel eddig empirikus tanulmány Magyarországra vonatkozóan nem született. Az általános elméleti intuíció és más felzárkózó országokon végzett empirikus tanulmányok azt találták, hogy ezekben az országokban a fogyasztóiár-index torzítása valamelyest nagyobb, mint a fejlett országokban.⁷ Ennek elsősorban az lehet az oka, hogy az új termékek bevezetése és a minőségjavulás torzító hatása na-

gyobb mértékben érvényesül. Ugyanakkor, a konvergencia előrehaladtával ez feltehetően csökken. Magyarország esetében azt gondoljuk, hogy döntően lezajlottak azok az átmenetből adódó változások (új termékek bevezetése, multinacionális üzleti láncok és hipermarketek megjelenése, termékek minőségének javulása, fogyasztási szerkezet átalakulása), amelyek a torzítás mértékét jelentősen befolyásolhatták. Ezzel együtt a torzítás mértéke valamelyest meghaladhatja a fejlett országokban tapasztalt 0,5-1 százalékpontot.

Az empirikus eredmények alapján úgy tűnik, hogy nincsen erős érv mellett, hogy a felzárkózó gazdaságokban a deflációs veszély csökkentése miatt eltérő inflációs célra lenne szükség, mint a fejlett országok körében megállapított 1-2%. Amato–Gerlach (2002) a feltörekvő és átmeneti gazdaságok inflációs célkövetéssel kapcsolatos tapasztalatait áttekintve megállapítja, hogy bár a sokkok jellemzően nagyobbak ezekben az országokban, a reálkamat is magasabb, ezért összességében nem látnak okot az inflációs cél felfelé történő emelésére. Az IMF deflációs kockázatokról szóló tanulmányában (Faulkner–MacDonagh et al., 2003) a deflációs veszélyt illetően 4 csoportba sorolta az országokat. A kockázatoság megítélését különböző árindexek, inflációs várakozások mutatói, kibocsátási résre vonatkozó mutatók, eszközárak és különböző pénzügyi indikátorok alapján végezték el. A régióból egyedül Lengyelország szerepelt a mintában, amely ország az alacsony kockázatú csoportba került.

Az aszimmetrikus nominális ármerevségeket tekintve Gábrriel és Reiff (2008) azt találták, hogy az eurozónához hasonlóan az árcsökkentések száma nem marad el számottevően az ár-emelések számától, azaz nincsen bizonyíték jelentős lefelé irányuló ármerevségre. Az aszimmetrikus nominális ármerevségeket illetően kevesebb a rendelkezésre álló eredmény, itt a fejlett országokhoz képest a következőket érdemes figyelembe venni. (1) A termelékenység növekedése Magyarországon nagyobb, mint az eurozónában. Ez azt eredményezi, hogy azonos átlagos infláció mellett a bérek Magyarországon relatíve gyorsabban nőhetnek. A bérváltozás-eloszlás átlaga tehát magasabb lesz, így a nominális bérrugalmatlanság okozta költség kisebb. (2) A magyar gazdaság átmeneti jellege miatt a vállalatoknak nagyobb sokkokhoz kell alkalmazkodniuk, mint az eurozóna tagoknak. Emiatt a bérváltozás-eloszlás jóval szélesebb, ami növeli a nominális bérrugalmatlanság okozta költséget. (3) A nominális bérrugalmatlanság mértéke (azaz, hogy a rugalmatlanság által potenciálisan érintett munkavállalók hány százalékának nem változik a bére) kisebb, mint az eurozónában, ami a bérrugalmatlanság relatív költsége szempontjából kedvező (Elemzés a konvergenciafolyamatokról 2008, MNB).

⁷ A Filho–Chamon (2007) szerzőpáros Mexikóban 3, Braziliában 1,5-3 százalékpontos, Filer–Hanousek (2000) Csehországban szintén 3 százalékpontos torzítást talált. Podpiera (2003) ugyanakkor a cseh fogyasztóiár-index hibáját -0,83 és 0,5 százalékpont közötti értékre becsülte.

Ezek alapján látható, hogy a tényezők nem egy irányba mutatnak, így nehezen dönthető el, hogy Magyarországon az eurozónához képest kisebbek vagy nagyobbak a nominális bér rugalmatlanság költségei azonos átlagos infláció esetén. A bér rugalmatlanságról éppen folyik egy – az EKB által koordinált – európai országokat felölelő kutatás. Ennek előzetes eredményei alapján azt mondhatjuk, hogy a hazánkban tapasztalt nominális bérmeresvégek nem indokolják, hogy az inflációs cél Magyarországon meghaladja a fejlettebb országokban jellemző értéket.

KÖVETKEZTETÉSEK

A Magyarország számára optimális inflációs célt három szempontból tekintettük át. Először megvizsgáltuk, hogy milyen útmutatást ad az elméleti és empirikus irodalom. Az elméleti irodalom alapján elmondható, hogy az infláció és jólét közti kapcsolat nem lineáris. Kismértékű pozitív infláció elősegíti a gazdaság olajozott működését. Egy bizonyos szintet meghaladva azonban az inflációnak a statikus és dinamikus jóléti költségei dominálnak, és így a hatás itt már negatívvá válik. Az optimális infláció ott van, ahol a költségek és hasznok kiegyenlítődnek. Az empirikus irodalom visszaigazolta a „nem linearitásra” vonatkozó feltételezést, és kimutatta, hogy az optimális szintet meghaladó infláció valóban jelentős károkat okoz a gazdaságban. Az általunk áttekintett tanulmányok közül volt olyan, amely 1, és olyan is, amely 8 százaléknál határozta meg a töréspontot a fejlett országok körében. Fontos hangsúlyozni, hogy ezek a – sok országot felölelő mintán bcsült, és ezért egyfajta átlagot megtestesítő – eredmények nem feltétlenül mérvadóak egy adott, egyedi strukturális jellemzőkkel bíró ország számára az optimális infláció, illetve az inflációs cél meghatározásakor.

Ebből a megfontolásból kifolyólag a következő részben az empiriának egy másik fajtáját, a nemzetközi jegybanki gyakorlatot vizsgáltuk. Áttekintettük, hogy más inflációs célkövető jegybankok milyen célt tűznek ki, és azt találtuk, hogy a jegybankok többsége alacsony, 2-3% körüli célt választ. Végül megnéztük azokat a szempontokat, amelyek jelentős eltérést indokolhatnának az inflációs célban. Figyelembe véve a magyar gazdaság felzárkózó jellegét, valamint egyéb strukturális jellemzőket, nem találtunk olyan tényezőt, amely indokolná, hogy a magyar inflációs cél jelentősen eltérjen a nemzetközi gyakorlattól.

Összességében a 3 százalékos inflációs cél összhangban van mind az elméleti és empirikus irodalom általános útmutatásával, mind a legjobb nemzetközi gyakorlattal. Azt találtuk, hogy Magyarország esetében nincs olyan országspecifikus jellemző, amely jelentős eltérést indokolna a legjobb nemzetközi gyakorlathoz képest.

FELHASZNÁLT IRODALOM

AKERLOF, GEORGE–WILLIAM DICKENS–GEORGE PERRY (1996): The Macroeconomics of Low Inflation. *Brookings Papers on Economic Activity*.

AMATO, JEFFERY D.–GERLACH, STEFAN (2002): Inflation Targeting in Emerging Market and Transition Economies: Lessons after a decade. *European Economic Review* 46, pp. 781–790.

BALL, LAURENCE–N. GREGORY MANKIW (1994): Asymmetric Price Adjustment and Economic Fluctuations. *Economic Journal* 104, pp. 247–261.

BARRO, ROBERT J. (1995): Inflation and Economic Growth. *NBER Working Paper* 5326.

BEWLEY, TRUMAN, F. (1999): Why wages don't fall during a recession. *Harvard University Press*.

BROOK, ANNE-MARIE–KARAGEDIKLI, ÖZER–SCRIMGEOUR, DEAN (2002): An Optimal inflation target for New Zealand: Lessons from the literature. *Reserve Bank of New Zealand Bulletin* Vol. 65. No. 3.

BURDEKIN, RICHARD C. K.–DENZAU, ARTHUR T.–KEIL, MANFRED W.–SITTHIYOT THITITHEP–WILLETT, THOMAS D. (2004): When Does Inflation Hurt Economic Growth? Different Nonlinearities for Different Economies. *Journal of Macroeconomics*, 26, pp. 519–532.

BRUNO, MICHAEL–EASTERLY, WILLIAM (1998): Inflation crises and long-run growth. *Journal of Monetary Economics* Vol. 41, pp. 3–26.

DHYNE, EMMANUEL ET AL. (2005): Price setting in the euro area – Stylized facts from individual consumer price data. *ECB Working Paper* 524, European Central Bank.

DICKENS ET AL. (2006): How Wages Change – Micro Evidence from the International Wage Flexibility Project. *ECB Working Paper* 697, European Central Bank.

FAHR, STEPHAN–SMETS, FRANK (2008): Downward Wage Rigidities and Optimal Monetary Policy in a Monetary Union. *WDN Working Paper*.

FAGAN, GABRIEL–MESSINA, JULIAN (2008): Downward Wage Rigidity and Optimal Steady State Inflation. *WDN Working Paper*.

- FAULKNER-MACDONAGH ET AL. (2003): Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options. *IMF Occasional Papers* 221, International Monetary Found.
- FILER, RANDALL K.–HANOUSEK, JAN (2000): Output changes and inflationary bias in transition. *Economic Systems*, 24(3).
- FILHO, IRINEU DE CARVALHO–CHAMON, MARCOS (2007): *The Myth of Post-Reform Income Stagnation in Brazil and Mexico*. Kézirat.
- FISCHER, STANLEY (1993): The Role of Macroeconomic Factors in Growth. *Journal of Monetary Economics* Vol. 24, pp. 485–512.
- GÁBRIEL PÉTER–REIFF ÁDÁM (2008): *Price Setting in Hungary – A Store-Level Analysis*. Kézirat.
- GHOSH, ATISH–PHILLIPS, STEVEN (1998): Warning: Inflation May Be Harmful to Your Growth. *IMF Staff Papers* Vol. 45, No. 4.
- KHAN, MOHSIN S.–SENHADJI, ABDELHAK S. (2001): Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth. *IMF Staff Papers* Vol. 48, No. 1.
- MNB (2008): *Elemzés a konvergenciafolyamatokról*.
- PELTZMAN (2000): Prices Rise Faster than They Fall. *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, 108 (3), pp. 466–502.
- PODPIERA, JIRI (2003): Does CPI Approximate Cost-of-Living? Evidence from the Czech Republic. *CERGE_CEI Working Papers* wp214, The Center for Economic Research and Graduate Education – Economic Institute, Prága.
- TEMPLE, JONATHAN (2000): Inflation and Growth: Stories Short and Tall. *Journal of Economic Surveys* Vol. 14, No. 4.
- TSIDDON, DANIEL (1993): The (Mis)Behaviour of the Aggregate Price Level. *Review of Economic Studies* 60, pp. 889–902.

Függelék

AZ MNB-SZEMLE EDDIG MEGJELENT CIKKEI (2006–2008)

III. évfolyam, 1. szám (2008. április)

HORNOK CECÍLIA–JAKAB M. ZOLTÁN–P. KISS GÁBOR (2008): Tükör által homályosan: fiskális expanzió és makrogazdasági folyamatok, 2001–2006

KOMÁROMI ANDRÁS (2008): A külső forrásbevonás szerkezete: Kell-e félnünk az adóssággal való finanszírozástól?

KREKÓ JUDIT–P. KISS GÁBOR (2008): Adóelkerülés és adóváltoztatások Magyarországon

NAGY MÁRTON–SZABÓ E. VIKTOR (2008): Az amerikai másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és hatásai a magyar bankrendszerre

PÁLES JUDIT–VARGA LÓRÁNT (2008): A magyar pénzügyi piacok likviditásának alakulása – mit mutat az MNB új aggregált piaci likviditási indexe?

II. évfolyam, 2. szám (2007. november)

CSERMEY ÁGNES–REZESSY ANDRÁS (2007): Kamatsimítás az elméletben és a gyakorlatban

DELIKÁT ANNA (2007): A pénzügyi piacok szerepe a monetáris politikában

HOLLÓ DÁNIEL (2007): Háztartási eladósodottság és pénzügyi stabilitás, félnünk kellene?

SÁNTA LÍVIA (2007): A jegybankok szerepe a válságkezelésben – hogyan segítik ezt a válságszimulációs gyakorlatok?

TÓTH MÁTÉ BARNABÁS (2007): Monetáris politikai szabályok és a jegybanki célfüggvény normatív megközelítésben

ZSÁMBOKI BALÁZS (2007): A pénzügyi szabályozás hatása a banki tőkekövetelmények ciklikusságára és a pénzügyi stabilitásra

II. évfolyam, 1. szám (2007. június)

BALÁS TAMÁS–MÓRÉ CSABA (2007): Milyen a hazai bankok likviditási sokktűrő képessége?

GÁL PÉTER (2007): Kedvezőtlen beruházások – növekedési kockázatok?

KISS M. NORBERT–PINTÉR KLÁRA (2007): Hogyan hatnak egymásra a makrogazdasági információk, a devizapiaci tranzakciók és az árfolyam?

KOMÁROMI ANDRÁS (2007): A monetáris bázis hatása a pénzmennyiségekre – Van-e információtartalma a jegybankpénz mennyiségének?

I. évfolyam, 2. szám (2006. december)

GÁBRIEL PÉTER–PINTÉR KLÁRA (2006): Kinek higgyünk? Az elemzői várkozások és a hozamgörbe információtartalmának elemzése

GÁBRIEL PÉTER–REIFF ÁDÁM (2006): Az áfakulcsok változásának hatása a fogyasztóiár-indexre

GEREBEN ÁRON–KISS M. NORBERT (2006): Pillantás a bankközi forint/euro kereskedés sajátosságaira

JAKAB M. ZOLTÁN (2006): A globális egyensúlytalanságok korrekciójának magyar vetületei

REZESSY ANDRÁS (2006): A középtávú inflációs cél kitűzésének szempontjai

DR. SZÉPLAKI VALÉRIA (2006): A hazai fizetéseképtelenségi szabályozás reformjának pénzügyi stabilitási vonatkozásai

I. évfolyam, 1. szám (2006. június)

BODNÁR KATALIN (2006): A hazai kis- és középvállalatok árfolyamkitettségének vizsgálata kérdőíves felmérés eredményei alapján

CSÁVÁS CSABA–VARGA LÓRÁNT (2006): A külföldiek deviza- és államkötvény-piaci kereskedésének főbb jellemzői

HOLLÓ DÁNIEL–NAGY MÁRTON (2006): Bankrendszeri hatékonyság vizsgálata az Európai Unióban

KISS GERGELY (2006): Gyors hitelnövekedés: egyensúlyi felzárkózás vagy kockázatos eladósodás?

PÁRKÁNYI BALÁZS (2006): Tények és talányok: A fiskális kiigazítások makrogazdasági hatásai Magyarországon

MNB-TANULMÁNYOK SOROZAT 2007–2008 (magyar nyelven)

Az MNB-tanulmányok (angol nyelven MNB Occasional Papers) sorozat elsősorban jegybanki szakterületekhez kapcsolódó gyakorlati jellegű (alkalmazott) kutatásokat mutat be; adott témákban létező elméleteket, nemzetközi eredményeket összegez; valamint a jegybanki döntéshozatal megértését segítő elemzéseket közöl.

MNB-tanulmányok 61. P. KISS GÁBOR (2007): Kín vagy kincs? Az inflációs meglepetés rövid távú hatása az államháztartásra – Magyarország esete

MNB-tanulmányok 63. TANAI ESZTER (2007): A devizaügyletek kiegyenlítési kockázatának kezelése Magyarországon (II. jelentés)

MNB-tanulmányok 64. CSÁVÁS CSABA–VARGA LÓRÁNT–BALOGH CSABA (2007): A forint-kamatswappiac jellemzői és a swapszpredek mozgatórugói

MNB-tanulmányok 65. KREKÓ JUDIT–P. KISS GÁBOR (2007): Adóelkerülés és a magyar adórendszer

MNB-tanulmányok 66. EPPICH GYÖZŐ–LŐRINCZ SZABOLCS (2007): Három módszer a bértisztítási fehéredés okozta torzítottságának becslésére

MNB-tanulmányok 69. BALÁS TAMÁS–MÓRÉ CSABA (2007): Likviditási kockázat a magyar bankrendszerben

MNB-tanulmányok 71. KOMÁROMI ANDRÁS (2008): A monetáris aggregátumok szerepe a monetáris politikában

MNB-tanulmányok 72. FISCHER ÉVA–KÓCZÁN GERGELY (2008): Rendkívüli hatósági intézkedések és tanulságaik a jelzálogpiaci válság kapcsán

MNB-tanulmányok 74. BALOGH CSABA–KÓCZÁN GERGELY (2008): Állampapírok másodpiaci kereskedési infrastruktúrája

MNB OCCASIONAL PAPERS 2007–2008 (angol nyelven)

Occasional Papers 59. HORNOK, CECÍLIA–ZOLTÁN M. JAKAB–MÁTÉ BARNABÁS TÓTH (2007): Adjustment of global imbalances: Illustrative scenarios for Hungary

Occasional Papers 60. BENK, SZILÁRD–ZOLTÁN M. JAKAB–MIHÁLY ANDRÁS KOVÁCS–BALÁZS PÁRKÁNYI–ZOLTÁN

REPPA–GÁBOR VADAS (2007): The Hungarian Quarterly Projection Model (NEM)

Occasional Papers 61. P. KISS, GÁBOR (2007): Pain or Gain? Short-term Budgetary Effects of Surprise Inflation – the Case of Hungary

Occasional Papers 62. KOPITS, GEORGE (2007): Fiscal Responsibility Framework: International Experience and Implications for Hungary

Occasional Papers 66. EPPICH, GYÖZŐ–SZABOLCS LŐRINCZ (2007): Three methods to estimate the whitening-related distortion of the wage statistics

Occasional Papers 67. ZSÁMBOKI, BALÁZS (2007): Basel II and financial stability: An investigation of sensitivity and cyclicity of capital requirements based on QIS 5

Occasional Papers 68. VADAS, GÁBOR (2007): Wealth Portfolio of Hungarian Households – Urban legends and Facts

Occasional Papers 70. HOLLÓ, DÁNIEL–MÓNICA PAPP (2007): Assessing household credit risk: evidence from a household survey

Occasional Papers 73. REPPA, ZOLTÁN (2008): Estimating yield curves from swap, BUBOR and FRA data (előkészületben)

MNB WORKING PAPERS SOROZAT 2007–2008 (csak angol nyelven)

Az MNB Working Papers sorozat a jegybankban folyó elméleti jellegű kutatások eredményeit publikálja, általában új, önálló tudományos eredményeket mutat be. A sorozat 2005-től csak angol nyelven jelenik meg.

WP 2007/1. MOLNÁR, JÓZSEF–MÁRTON NAGY–CSILLA HORVÁTH: A Structural Empirical Analysis of Retail Banking Competition: the Case of Hungary

WP 2007/2. BENCZÚR, PÉTER–ISTVÁN KÓNYA: Convergence, capital accumulation and the nominal exchange rate

WP 2007/3. VONNÁK, BALÁZS: The Hungarian Monetary Transmission Mechanism: an Assessment

WP 2007/4. JIN-CHUAN DUAN–ANDRÁS FÜLÖP: How Frequently Does the Stock Price Jump? – An Analysis of High-Frequency Data with Microstructure Noises

WP 2007/5. BENK, SZILÁRD–MAX GILLMAN–MICHAL KEJAK: Money Velocity in an Endogenous Growth Business Cycle with Credit Shocks

WP 2007/6. ERHART, SZILÁRD–JOSE-LUIS VASQUEZ-PAZ: Optimal monetary policy committee size: Theory and cross country evidence

WP 2008/1. NASZÓDI, ANNA: Are the exchange rates of EMU candidate countries anchored by their expected euro locking rates?

WP 2008/2. VALENTINYI-ENDRÉSZ, MARIANNA–ZOLTÁN VÁSÁRY: Macro stress testing with sector specific bankruptcy models

WP 2008/3. CSABA CSÁVÁS: Density forecast evaluation and the effect of risk-neutral central moments on the currency risk premium: tests based on EUR/HUF option-implied densities

WP 2008/4. ATTILA CSAJBÓK: The use of staff policy recommendations in central banks

WP 2008/5. ALESSIA CAMPOLMI: Oil price shocks: Demand vs Supply in a two-country model

MNB-szemle, III. évfolyam, 2. szám

2008. szeptember

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19–21.

