

MNB-SZEMLE  
2012. június



MAGYAR NEMZETI BANK



**MNB-SZEMLE**  
**2012. június**

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: Listár Dániel, P. Kiss Gábor, Szegedi Róbert, Varga Lóránt

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

A kiadványban szereplő cikkek szerzői: Brosch Judit, Divéki Éva, Fábián Gergely, Lehmann Kristóf, Mátrai Róbert, Pulai György, Rácz Olivér Miklós, Reppa Zoltán, dr. Turján Anikó

A kiadványt jóváhagyta: Bartha Lajos, Csermely Ágnes, Gereben Áron, Nagy Márton

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: dr. Simon András

1850 Budapest, Szabadság tér 8–9.

[www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)

ISSN 1788-1463 (on-line)

# Tartalom

<b>Összefoglaló</b>	<b>5</b>
<b>Divéki Éva: Kártyázzunk vagy nyomtassunk? Hogyan bocsássunk ki cafetéria utalványokat elektronikus formában?</b>	<b>7</b>
<b>Fábián Gergely–Mátrai Róbert: A nemkonvencionális jegybanki eszközök magyarországi alkalmazása</b>	<b>14</b>
<b>Lehmann Kristóf: A nemkonvencionális jegybanki eszközök nemzetközi tapasztalatai</b>	<b>24</b>
<b>Pulai György–Reppa Zoltán: A végtörlesztésekhez kapcsolódóan bevezetett jegybanki euroeladási program kialakítása és megvalósítása</b>	<b>31</b>
<b>Rácz Olivér Miklós: A gazdaság ciklikus pozíciójának megítélése bizalmi indikátorok segítségével</b>	<b>41</b>
<b>Dr. Turján Anikó–Brosch Judit: Egységes eurofizetési övezet (SEPA): Teljes gózzal előre!</b>	<b>47</b>
<b>A Magyar Nemzeti Bank kiadványai</b>	<b>58</b>



# Összefoglaló

## TISZTELT OLVASÓ!

A Magyar Nemzeti Bank nagy jelentőséget tulajdonít annak, hogy széles körben ismertté váljanak azok a jegybanki elemzések, amelyek különböző időszereű, közérdeklődésre számot tartó gazdasági és pénzügyi folyamatokkal foglalkoznak. Az MNB-szemle 2012. júniusi száma hat aktuális cikkel jelentkezik, amelyekben a szerzők bemutatják a cafetériaútványok elektronikus kibocsátását, a nemkonvencionális jegybanki eszközök magyarországi alkalmazását, valamint ezen eszközök nemzetközi tapasztalatait, a végtörlesztésekhez kapcsolódóan bevezetett jegybanki euroeladási program kialakítását és megvalósítását, a gazdaság ciklikus pozíciójának megítélését bizalmi indikátorok segítségével és az egységes eurofizetési övezetet (SEPA).

Divéki Éva cikkében ismerteti, hogy az utóbbi időszakban több olyan kezdeményezés is felmerült a kormányzat részéről, amely az utalványpiac elektronizálása felé mutat, a kezdeményezések egy része pedig már a konkrét megvalósítás fázisába jutott. A társadalmi szinten, technikai és „üzleti” szempontból is hatékony megvalósítás érdekében a hazai utalványinfrastruktúrával kapcsolatos legfontosabb szempont, hogy elektronikus alapon működjön. Az utalványokat a már működő bankkártyás infrastruktúrán (illetve annak bővítésével) szükséges elfogadni úgy, hogy a rendszer lehetőséget adjon egymással versengő magánszolgáltatók (kibocsátók, elfogadók) bekapcsolódására. A cikk megírását az motiválta, hogy az idei évre az utalványpiac jelentős átalakuláson ment keresztül a vonatkozó adókedvezmények változása miatt. Az átalakulás az elektronizáció irányába mutat, de a jelenleg még papír alapon működő, állam által támogatott utalványpiaci szegmensek esetében is jelentős előnyöket lehetne elérni a további elektronizációval.

Fábián Gergely és Mátrai Róbert írásában kifejti, hogy a pénzügyi válság rámutatott, hogy a likviditási helyzet romlása a magyar bankrendszer devizaforrásokra való ráutalt-sága miatt a rendszerszinten bőséges forintlikviditás ellenére érdemben tudja akadályozni a hitelezést. A Magyar Nemzeti Bank számos nemkonvencionális eszközt vetett be a likviditási és pénzügyi feszültségek enyhítése, a bankrendszer forint- és devizalikviditásának biztosítása, valamint a kulcsfontosságú devizaswappiacon a pénzpiaci zava-

rok elhárítása érdekében. Ezen eszközöket a bankok hitelezési képességének romlása miatt 2012 elején tovább bővítette. A kialakuló eszközrendszer csökkentheti a hitelnyújtást fékező likviditási korlátokat, és védőhálót biztosít az esetleges kedvezőtlen likviditási sokkokkal szemben.

Lehmann Kristóf cikkében áttekinti a nemkonvencionális jegybanki eszközök használatának nemzetközi tapasztalatait. Nemkonvencionális eszközök alkalmazása akkor lehet indokolt, ha olyan pénzügyi piaci súrlódás, zavar, kudarc vagy korlát áll fenn, ami miatt a jegybanki mérlegek nagyságát és/vagy összetételét megváltoztató eszközök a hagyományos kamatpolitikánál hatásosabbak lehetnek a monetáris politikai célok elérésében.

Pulai György és Reppa Zoltán leírja, hogy a 2011. őszi végtörlesztési program következtében a hazai bankoknak többmilliárd euro nagyságú devizavásárlási igénye keletkezett. Ennek devizapiacra történő beszerzése már önmagában a forint számottevő gyengülését eredményezte volna, ráadásul a gyengülést erősítő spekulációs hullámot indíthatott volna el. Az MNB euroeladási programjának célja az volt, hogy a devizatartalék körültkintő, jól meghatározott feltételekkel történő felhasználásával elejét vegye a hazai fizetőeszköz leértékelődésének az ország sérülékenységének növekedése nélkül. A hazai bankok helyzetét, és így az eszköz kidolgozását is nagymértékben nehezítette, hogy a szükséges végtörlesztésre kerülő állomány nagysága, és ennél fogva a fedezéshez szükséges deviza mennyisége is bizonytalan volt. Az eszköz paramétereit tehát úgy kellett meghatározni a jegybanknak, hogy a hitelintézetek folyamatosan tudjanak a jegybanktól devizát vásárolni, de a túlfedezést ne ösztönözze, továbbá a piaci áránál ne legyen olcsóbb az eszköz, de ne is rettentse el a bankokat az igénybevételtől. Az MNB összesen 22 tendert tartott, az ezek során eladott devizából közel 2,6 milliárd eurót fizetett ki, ami a teljes végtörlesztett állomány 60 százaléka.

Rácz Olivér Miklós cikkében kifejti, hogy egy inflációs célkövetéses rendszerben a monetáris politika számára kiemelt fontosságú a keresletoldali inflációs nyomás minél pontosabb ismerete, amelyet az alkalmazott makroökonomiai

modellekben hagyományosan a GDP ciklikus komponensének – az úgynevezett kibocsátási résnek – az aktuális helyzete jelenít meg. A cikk célja egy olyan új kibocsátásirés-mutató meghatározása, amely – szemben a hagyományosan alkalmazott módszerekkel – a gazdasági erőforrások aktuális kihasználtságára vonatkozó közvetlen információkat is felhasznál. Az ilyen információk kiaknázása érdemben javítja a kibocsátási rés becslésének valós idejű stabilitását. A módszer által előállított kibocsátásirés- (erőforrás-kihasználtság rés) mutató meggyőző előrejelző erővel bír, tehát érvényes jelzést ad a reálgazdaságban fellépő keresletoldali inflációs nyomásról. Ezek fényében a cikk által bemutatott módszer a jövőben hasznos kiegészítője lesz a hazai monetáris politikai döntéstámogatásnak.

Turján Anikó és Brosch Judit bemutatja, hogy 2001-ben az Európai Unión belüli határon átnyúló átutalások időigényesek és drágák voltak, miközben az egyes tagállamok belföldi fizetési forgalmában a megbízások túlnyomórészt maximum 1 nap alatt teljesültek, a lebonyolítás költsége pedig jellemzően eurocentekben vagy legfeljebb néhány euróban volt mérhető. Ez a helyzet az egységes belső piac kialakítása és az euro bevezetése miatt fenntarthatatlan volt, ezért

a helyzet megváltoztatására megszületett az egységes eurofizetési övezet (SEPA) jövőképe. Az lett a cél, hogy a lehető leghatékonyabban, legolcsóbban lehessen euróban fizetéseket teljesíteni úgy, hogy országhatároktól függetlenül azonos jogok, kötelezettségek, azonos alapfeltételek érvényesüljenek, és az unión belüli eurofizetések végrehajtásához elegendő legyen egyetlen, az unió bármely tagállamában vezetett fizetési számla. Először az MNB-szemle 2008. szeptemberi számában jelent meg cikk a SEPA-ról. Az azóta eltelt közel négy év alatt különösen jelentős előrehaladás következett be két fő termék, az euroátutalások és -beszedések ügyében. Az alapvetően piacvezérelt folyamat és piaci önszabályozást követően 2012-ben végül az Európai Parlament és a Tanács rendelete állapította meg az euroátutalásokra és -beszedésekre vonatkozó egységes szabályokat és követelményeket, valamint azt a határidőt is, amikor az ilyen átutalások és beszedések használatára át kell térni a korábbi sokféle, hagyományos nemzeti termékekről. Az euroövezetben a főszabály szerint 2014. február 1-jéig, míg az euroövezeten kívül 2016. október 31-ig kell az áttérést végrehajtani.

*a szerkesztőbizottság*



# Divéki Éva: Kártyázzunk vagy nyomtassunk? Hogyan bocsássunk ki cafetériautalványokat elektronikus formában?

*Az utóbbi időszakban több olyan kezdeményezés is felmerült a kormányzat részéről, amely az utalványpiac elektronizálása felé mutat, a kezdeményezések egy része pedig már a konkrét megvalósítás fázisába jutott. A társadalmi szinten, technikai és „üzleti” szempontból is hatékony megvalósítás érdekében a hazai utalványinfrastruktúrával kapcsolatos legfontosabb szempont, hogy elektronikus alapon működjön. Az utalványokat a már működő bankkártyás infrastruktúrán (illetve annak bővítésével) szükséges elfogadni úgy, hogy a rendszer lehetőséget adjon egymással versengő magánszolgáltatók (kibocsátók, elfogadók) bekapcsolódására. A cikk megírását az motiválta, hogy az idei évre az utalványpiac jelentős átalakuláson ment keresztül a vonatkozó adókedvezmények változása miatt. Az átalakulás az elektronizáció irányába mutat, de a jelenleg még papír alapon működő, állam által támogatott utalványpiaci szegmensek esetében is jelentős előnyöket lehetne elérni a további elektronizációval.*

## AZ UTALVÁNYPIAC MÉRETE ÉS JELENTŐSÉGE MAGYARORSZÁGON

A közelmúltban egyre erőteljesebben fogalmazódtak meg különféle hazai önkormányzati és kormányzati körökből olyan elképzelések, amelyek az utalványpiacra, valamint (az ezen piac akár egy részelemének is tekinthető) szociáliskártya-rendszerekre vonatkozó (központi vagy helyi) terveket vázolnak. Ezek közül több kezdeményezés már a megvalósítás és működés fázisába is jutott. Az utalványok piacának növekedése nemzetközi jelenség, amit mutat, hogy a vezető kártyatársaságok, illetve a velük együttműködő bankok is szemmel láthatóan figyelmet fordítanak e piaci szegmensre.<sup>1</sup>

Az idei évre az utalványpiac jelentős változáson ment keresztül, az utalványok kibocsátását motiváló adókedvezmények mértéke változása miatt. A jelentős forgalmat elérő utalványpiaci szegmensek az állam által a munkáltatóknak nyújtott, a béren kívüli juttatásokhoz kapcsolódó adókedvezmények miatt tudták piaci méretüket elérni. Ha ehhez hozzávesszük, hogy egy (véltetően szintén utalvány formájában megjelenő) szociáliskártya-konstrukció szintén az állami szabályozás miatt érhet el jelentős piaci méretet, akkor levonható az a következtetés, hogy hazánkban az

utalványpiac legfőbb „szponzora” a magyar állam, az általa adott adókedvezményen vagy szabályozáson keresztül.

2011 folyamán láttak napvilágot az utalványok megváltoztatására vonatkozó kormányzati elképzelések. A tavalyi év során több olyan kezdeményezés is felmerült a kormányzat részéről, amely a papír alapú utalvány piacának elektronizálása irányába hat. Ennek egyik már megvalósult példája a Széchenyi Pihenő Kártya (SZÉP Kártya)<sup>2</sup>, amely kezdetben a papír alapú üdülési csekk kiváltására létrejött elektronikus utalványkártya. Jelenleg az Erzsébet-utalvány papír alapú, de a közigazgatási és igazságügyi miniszter 39/2011. KIM rendelete az Erzsébet-utalvány kibocsátásáról szintén lehetővé teszi az utalvány elektronikus formában történő kibocsátását is. Felmerült már a szociális juttatások készpénzben történő kifizetése helyett a támogatás összegének szociális kártyára történő utalása (ez pl. Budapesten az I. kerületben a megvalósítás fázisába jutott), erre nemzetközi szinten is több példát találunk (pl. Szlovákia, USA).

Az elektronikus utalványok az egészségpénztári kártyáknál terjedtek el leginkább. Ezekben a megoldásokban közös, hogy a bankkártyák már meglévő POS-terminál<sup>3</sup> infrastruktúráján fogadtatják el ezeket a kereskedőkkel. Hasonló módon, banki háttérrel működik a SZÉP Kártya is.

<sup>1</sup> A nemzetközi kártyatársaságok és kártyakibocsátó bankok terminológiájukban az utalványok piaci szegmensét az ún. „pre-paid” (előre fizetett) kártyák kategóriájába sorolják be, tehát alapvetően ezen kártyatípusokat mint terméket ajánlják az utalvány jellegű megoldásokhoz.

<sup>2</sup> A SZÉP Kártya koncepciójáról lásd a „A SZÉP Kártya jelenlegi rendszerének értékelése a fenti alapelvek fényében” című fejezetet.

<sup>3</sup> POS (point of sale terminal): elektronikus úton működő, bankkártya-elfogadó terminál.

Pontos adatok a hazai utalványpiac méretére vonatkozóan nem állnak rendelkezésünkre, becslések szerint a piac nagysága (az éves forgalom alapján, nem számítva másodpiaci tranzakciókat) 100 és 300 milliárd Ft között volt. A legnagyobb forgalmú szegmenst korábban az ételutalványok és az üdülési csekkok tették ki, mindkettő papír alapú volt.

A cikkben azokat az alapelveket vázolom fel, amelyek figyelembevételre fontos ahhoz, hogy társadalmi szinten, technikai és „üzleti” szempontból is hatékonyan valósuljon meg az utalványok kibocsátása.

Azt a társadalompolitikai kérdést, hogy egyáltalán legyenek-e állam által támogatott fogyasztási formák és így utalványtípusok, a cikk nem kívánja részletezni. Ha azonban a gazdaságpolitika úgy dönt, hogy ilyenek legyenek, akkor fontos, hogy ezek használata a lehető legnagyobb társadalmi hatékonyság mellett történjen.

A hazai utalványinfrastruktúrával kapcsolatos legfontosabb szempont az, hogy elektronikus alapú legyen, és a már működő bankkártya-infrastruktúrán (illetve annak bővítésével) fogadják el az utalványokat úgy, hogy a rendszer lehetőségét adjon egymással versengő magánszolgáltatók (kibocsátók, elfogadók) bekapcsolódására.

## AZ UTALVÁNYOK ELEKTRONIZÁLÁSÁBAN NAGYMÉRTÉKŰ HATÉKONYSÁGJAVULÁS REJLIK

A papír alapú utalványoknak sok hátránya van, amelyek túlnyomó többsége az elektronikus utalványok használatával jelentősen mérsékelhető. Az utalványpiac elektronizálásában jelentős hatékonyságnövekedési potenciál van.

A papírutalványok hátrányai és hosszú távú költségei jelentősek:

- Feldolgozási költségük jelentős, az utalványokat a készpénzhez hasonlóan előállítani, szállítani, szortírozni, megszámolni, tárolni és megsemmisíteni szükséges.
- A vásárlás alkalmával az utalványok birtokosai a címletek problémájával szembesülnek a rögzített címletstruktúra, valamint a visszaadás hiánya/tilalma miatt. Ezért a fizetési tranzakciók során az utalványokat az esetek túlnyomó többségében készpénzzel kell kipótolni. Ez a címletprobléma a fizetési folyamat hosszát is növeli, valamint a szükséges készpénz hiányában a tranzakció elmaradásához is vezethet. Szintén ebbe a problémakörbe tartozik, hogy a kis címletek esetében sokáig tarthat a fizetéshez szükséges mennyiségű utalvány megszámolása.

- A papírutalványok (a cafetéria utalványok esetében nem az elsődleges célnak megfelelő) másodpiaca nem kontrollálható, és nagy méreteket ölthet. Gondoljunk csak arra, hogy anekdotikus információk szerint az esetek egy jó részében a hipermarketekben jelent meg a kisebb kereskedők által elfogadott utalványforgalom egy része, azaz az utalványért cserébe, az azt korábban elfogadó kiskereskedők az áruházláncokban árut vettek.

- Jelentős méreteket ölthet a papír alapú utalványok diszkontált értéken történő eladása, készpénzre váltásra. Így az utalványokkal elérni kívánt társadalmi cél szintén sérül. Nem azt vásárolnak belőle, amire azt szánták.

- Akkor is sérül a társadalmi szempont, ha az utalványt nem a célnak megfelelően vásárolják le, pl. porszívót vásárolnak az ételutalványból olyan üzletben, ahol élelmiszer és műszaki cikk is kapható. A papírutalványok esetében ezt ellenőrizni, nyomon követni jóval nehezebb, csaknem lehetetlen.

- Jelentős mértékű lehet a papírutalványok megvásárlási és visszaváltási díja.

- A papírutalványokkal sokkal könnyebb a hamisítás, visszaélés büntetést elkövetni.

Az utalványpiac elektronizálása számos pozitív hatással járna együtt, és nagymértékű hatékonyságjavulást eredményezne:

- A feldolgozás költségei döntő mértékben csökkennek, nincs szükség a papír alapú utalványokkal kapcsolatban a fent felsorolt tevékenység egy jó részének elvégzésére.

- Címletproblémák nincsenek. Mindenki annyit fizet az elektronikus utalványokkal, amennyit szükséges, amennyi az áruért/szolgáltatásért cserébe jár. Nem kell a fizetendő összeget készpénzzel kipótolni, a tranzakció emiatt nem marad el. A fizetési folyamat így gyorsabb lehet.

- Nincs másodpiac, ugyanis a tranzakciók az elektronikus rendszerben tisztán nyomon követhetők, nem lehet azt készpénzért diszkontált áron eladni vagy nem a jogosult által beváltani.

- Könnyebben biztosítható, hogy az utalványt a tényleges célnak megfelelően használják fel.

- Az elektronikus tranzakciók nyomon követhetősége az érintett szektorokban segíti a forgalom kifejlesztését, az állam számára láthatóvá tételét.

- Az elektronizálással növelhető az utalványkibocsátás biztonsága, ezáltal a céltől függően a lejárat korlátozottsága megszüntethető, vagy a lejárat idő lényegesen kitolható.

## ALAPVETŐ SZEMPONTOK AZ UTALVÁNYOK ELEKTRONIZÁLÁSA SORÁN

Ahhoz, hogy az utalványok elektronizálásában rejlő fenti előnyök kiaknázhatóak legyenek, az elektronizációt bizonyos szempontok figyelembevételével célszerű végrehajtani. Az utalványok elektronikussá tétele jelentősen javíthatja ugyan a hatékonyságot, de sok múlik azon, hogy a gyakorlatban miként is valósul meg az elektronizáció, így a következő részben azokat a szempontokat ismertetem, amelyeket célszerű figyelembe venni a társadalmi hatékonyság szempontjából lehető legnagyobb javulás elérése érdekében.

### A már létező bankkártyás infrastruktúrát és szabványokat célszerű használni

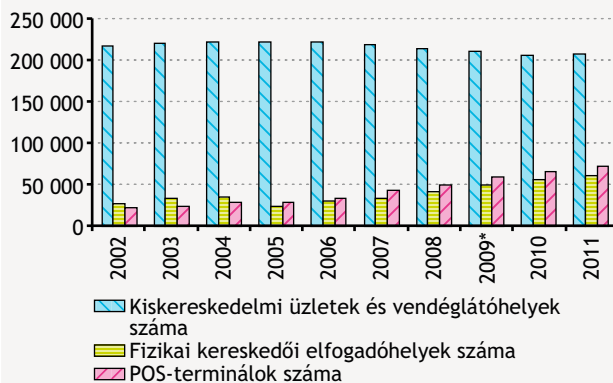
Az elektronikus utalványok elfogadására a már meglévő, a bankkártyák által is használt POS-infrastruktúrát célszerű felhasználni, és ennek az infrastruktúrának a bővítésével célszerű az elektronizációt végrehajtani. Mindez nem jelenti azt, hogy az utalványok elektronizálásának a hitelintézetek üzleti érdekeinek mentén kell történnie. Mindössze azt jelenti, hogy ugyanazon szabványokat és berendezéseket célszerű használni az elektronikus utalványok elfogadására, mint amit a bankkártyák esetében használnak, mert enélkül a kétféle piac fejlődéséből fakadó szinergiák vesznének el.

Az elektronikus utalványok elterjedése az egészségpénztári kártyákhoz hasonlóan a bankkártyás fizetések számának növekedését is elősegíthetné, mert az elektronizáció hozzájárulhat a bankkártyát is elfogadó POS-hálózat intenzívebb kiépítéséhez, azaz olyan helyekre is kerülhet POS-terminál, ahol eddig nem volt. A meglévő banki POS-infrastruktúrát használó utalványmegoldás tehát azért a leghatékonyabb választás, mert ezáltal nincs szükség új, párhuzamosan kiépítendő POS-terminál és központi elszámolási infrastruktúra létrehozására.

Az 1. ábra a kiskereskedelmi és vendéglátó-ipari egységek számának az alakulását mutatja KSH-adatok alapján, valamint a kereskedői elfogadóhelyek és a POS-terminálok számának alakulását az MNB adatai alapján. Az ábrán jól látható, hogy a kereskedői elfogadóhelyek száma folyamatosan bővül, és 2011 második félévében számuk meghaladta a 60

1. ábra

A kiskereskedelmi és vendéglátó-ipari egységek, a bankkártyát elfogadó fizikai kereskedői elfogadóhelyek és a POS-terminálok számának alakulása 2008–2011



\* A 2009-es adatok részben becslésen alapulnak, mert 2009-re vonatkozó adat a KSH honlapján nem érhető el.

Forrás: KSH, MNB-statisztikák.

ezret annak ellenére, hogy a vendéglátó-ipari és kiskereskedelmi egységek száma az időszak egy jó részében csökkent.

A bankkártyákra telepített utalványok elfogadása csak azon kereskedők/vendéglátók részéről igényelne többletberuházást, amelyeknél jelenleg semmilyen POS-terminál nincs. Mindez nagyon jelentős mértékben növelheti a bankkártyás elfogadóhálózatot is. Fontos megjegyezni, hogy mivel ugyanazon infrastruktúra szolgálná ki a bankkártyával és az elektronikus utalványokkal történő fizetéseket, a két piac dinamikája összeadódhat a hálózat bővülése szempontjából.

A bankkártya-infrastruktúra nem korlátozza csak a bankokra a potenciális kibocsátók, elfogadók, közreműködők körét, hiszen ahhoz az EU pénzforgalmi irányelvének hazai implementálása óta bármely pénzforgalmi szolgáltató (egyéb hitelintézetek, posta, pénzforgalmi intézmények és akár a Magyar Államkincstár) is hozzáférhet.

Az elektronikus fizetések széles körű elterjedése pedig a fizetések társadalmi költségeinek csökkentésén<sup>4</sup> keresztül a közjó irányába tett lépésnek tekinthető. Jelentős megtakarítást lehetne ugyanis elérni társadalmi szinten azzal, ha teljességében áttérnénk az elektronikus fizetésekre. Ezenkívül az elektronikus fizetések elterjedése a tranzakciók nyomom követhetőségén, valamint a készpénzhasználat csökkentésén keresztül nagymértékben hozzájárulhatna a gazdaság kifehéredéséhez is.

<sup>4</sup> Turján et al. (2011).

## A díjakat és a szerződési feltételeket az állam kontrollálja

Az adókedvezményekkel támogatott utalványok kibocsátásának oka valamely társadalmpolitikai cél elérése. Így az utalványokat „pántlikázott pénznek” is tekinthetjük, amelyek akkor hasznosulnak a legjobban, ha azokat hatékonyan, célnak megfelelően használják fel.

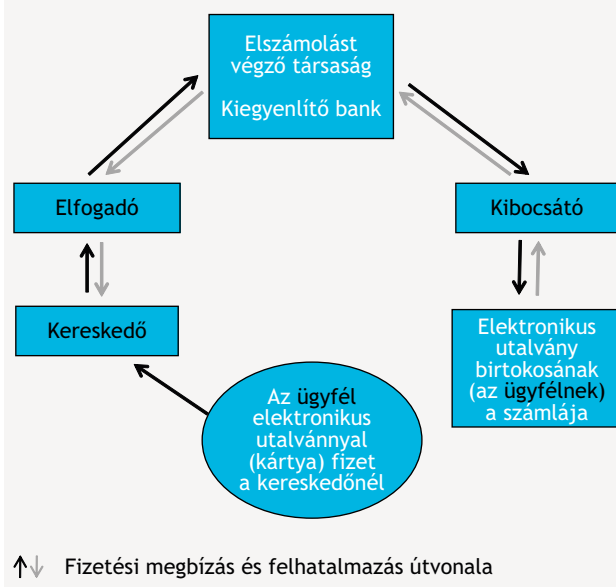
A kívánt társadalmpolitikai cél elérése érdekében is szükséges lenne, hogy az állam által kibocsátott vagy támogatott utalványok esetében az államnak erős kontrollja valósuljon meg az utalványhoz kötődő piaci szolgáltatások árazási és szerződési feltételei felett. El kell kerülni azt a szituációt, hogy az állam egy adott szolgáltatóra (pl. egyetlen bankra) bizza az elektronikus utalványok kibocsátásának és elfogadásának megszervezését, monopolhelyzetbe hozva ezáltal a szolgáltatót és kezébe adva azt a lehetőséget, hogy a saját érdekei szerint alakítsa ki a szolgáltatások által elkért díjakat és a szerződési feltételeket. Mind a kibocsátás, mind az elfogadás megszervezését több, egymással egyébként versengő szolgáltatónak kellene elvégeznie.

A releváns szerződési feltételeket és az utalványhoz kötődő árazási körülményeket az államnak kellene megszabnia versenysemleges módon, és azok betartását pedig meg kell követelnie. Fontos kiemelni, hogy a rendszerben felszámított összes díj esetében állami kontroll szükséges, vagy legalábbis a díjak maximális mértékének megállapítását az államnak kellene felvállalnia.

## Négy pontos rendszert kell kialakítani

Az utalványelfogadás rendszerének nyitott, négy pontos rendszernek kellene lennie. Négy pontos rendszernek azt nevezzük, amelyben az elfogadás rendszere (vagyis az elfogadó) független a kibocsátótól abban az értelemben, hogy az elektronikus utalványkártya birtokosával (ügyféllel) kapcsolatban álló intézmény (kibocsátó) nem kell hogy ugyanaz legyen, mint az utalványt elfogadó kereskedővel kapcsolatban álló, a rendszerbe őt bekapcsoló intézmény. (A rendszer négy pontját lásd a 2. ábrán: ügyfél, kereskedő, kibocsátó, elfogadó.) Ezekon kívül természetesen az elektronikus utalványok esetében további szereplők még az elektronikus utalványokat a munkavállalók számára megvásárló munkáltatók, a kibocsátók szerződött partnerei (őket a 2. ábrán nem tüntettünk fel), valamint az elszámolást és a kiegyenlítést végző intézmények (az ábrán ezek az intézmények szerepelnek).

2. ábra  
A négy pontos rendszer egyszerűsített ábrája



Az elfogadó és kibocsátó intézményt a rendszer előre lefektetett és közös szabályai kapcsolják össze. A nyitottság azt jelenti, hogy bármely a rendszer által megszabott feltételeknek (díjak, hozzáférési szabályok, minimális szolgáltatási szint stb.) megfelelő intézmény lehet elfogadó, illetve kibocsátó intézmény.

Fontos momentum, hogy az elfogadó kereskedők ne legyenek arra kényszerítve, hogy a kibocsátókkal egyenként kelljen szerződnieük az elektronikus utalványkártyák elfogadására. Magának a rendszernek a tulajdonosa az állam legyen, azaz a rendszert „ne adják el” egy profitorientált szolgáltatónak. Tehát minden, a rendszer használatának szabályaira, díjaira, a hozzáférésre vonatkozó döntést az állam hozhat csak meg versenysemleges módon. Mindez azonban nem jelenti azt, hogy technikai jellegű szolgáltatások ne lennének kiszervezhetőek. A technikai jellegű szolgáltatások kiszervezésével azonban ne kerüljön a piac egy monopolhelyzetű szolgáltató kezébe. Ez a négy pontos modell mind az elfogadói, mind a kibocsátói oldalon lehetővé teszi a szolgáltatók közötti hatékonyságot növelő versenyt.

Jelenleg (2011) a bankkártyás hálózatban, amely a két nemzetközi kártyatársaság (VISA, MasterCard) hálózatait jelenti, Magyarországon 27 kibocsátó és 10 elfogadó intézmény van.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> A nemzetközi kártyatársaságok hálózatait úgy kell érteni, hogy azok kontrollálják a hálózatuk működési szabályait és a pénzforgalmi szolgáltató által fizetendő díjakat (pl. bankközi jutalék, kártyatársasági díjak), azonban a fizikai infrastruktúra nem az ő tulajdonukban van, hanem a hozzájuk kapcsolódó pénzforgalmi szolgáltatók tulajdonában. Ez utóbbiak jellemzően ugyanazt a saját infrastruktúrát használják a VISA-hálózatban, valamint a MasterCard-hálózatban elszámolt tranzakciók feldolgozására is. E fizikai infrastruktúra harmadik vagy negyedik célra való használatát a nemzetközi kártyatársaságok nem kontrollálják és nem gátolhatják.

### Nagyon alacsonyan kell megszabni a bankközi jutalék mértékét

Az elektronikus utalványok esetében nem szükséges bankközi jutalékot felszámítani, vagy nagyon alacsonyan kell megállapítani annak mértékét. A bankközi jutalék az a díj, amelyet az elfogadó bankja a kibocsátó bankjának fizet a kártya elfogadásakor. (Ettől különbözik a kereskedői jutalék, amelyet a kereskedő a saját bankjának, az elfogadó banknak fizet a kártyaelfogadásakor.) A bankközi jutalék alapvetően mindkét oldalon torzítja a versenyt. A cél az lenne, hogy mind a kibocsátói, mind az elfogadói oldal a saját maga által igénybe vett szolgáltatásokért világos, átlátható rendszer szerint fizessen. Kétoldalú piacokon, mint amilyen ez a piac is, a két oldal költségeinek megosztásától független árazással befolyásolható ugyan az egyik vagy másik oldal intenzívebb fejlődése, de ez nem feltétlenül eredményezi az erőforrások költséghatékony felhasználását.

### Fel lehet használni a nemzetközi kártyatársaságok tapasztalatait

Az utalványok elektronizálása során szükség lehet nemzetközi kártyatársaságoknak a kártyarendszerek kialakításában és elszámolásában szerzett tapasztalataira, valamint célszerű ugyanazon szabványokat használni, mint amelyeket a bankkártyák esetében már használnak. Ez azonban nem kell azt jelentse, hogy egy nemzetközi kártyatársaság legyen a rendszer tulajdonosa vagy, hogy azok érdemben beleszóljanak az utalványrendszerek szabályaiba.

### A díjakat és a szabályokat transzparens módon közzé kell tenni

Az elektronikus utalványokra vonatkozó díjmértékek legyenek transzparensak és nyilvánosak mind az utalványt elfogadók, mind a kibocsátók esetében. Ennek érdekében a kibocsátó az üzleti feltételei változtatását a pénzforgalmi jogszabályokban meghatározottakhoz hasonlóan, az életbelépését 60 nappal megelőzően a partnereivel ismeresse meg. Ezáltal lehetőséget kell adni a partnereinek arra, hogy a változtatásról időben értesüljenek, és egy számukra esetlegesen kedvezőtlen változtatás esetén a szerződésüket szükség esetén felmondják és más szolgáltatóval szerződjenek. A megismertetés a szerződött partnerekkel írásban (pl. levélben és e-mailben), a nem szer-

ződött partnerek esetében pedig országos vagy regionális napilapban és elektronikus úton, interneten történjen meg.

### Hosszú távon az on-line nyilvántartási és engedélyezési rendszer a kedvezőbb

A bankkártyás elfogadói infrastruktúrán megvalósított elektronikus utalványrendszer két alapvető modellt követhet a fizetési műveletek jóváhagyása és az utalványok tárolása tekintetében.

Alapulhat a betéti kártyákhoz hasonló on-line engedélyezésen, amikor az utalvány értékét a kibocsátó központi adatbázisa (számlavezető rendszere) tárolja, és minden egyes fizetési műveletnél ezen rendszerrel történő kommunikáció alapján kerül sor a fizetési művelet jóváhagyására (van-e elérhető egyenleg, az egyenleg frissítése, a kereskedő számára az adott utalványösszeg jóváírásának garانتálása).

Van nemzetközi példa arra, hogy utalványrendszereket off-line megoldásra alapítanak. Ebben az esetben nincs központi engedélyezés, jóváhagyás, az utalványegyenleget maga a kártya tárolja. Ekkor nincs szükség a kibocsátóval való kommunikációra, ezért a fizetési művelet gyorsabb lehet, és a megoldás implementálása is egyszerűbb. Ugyanakkor súlyos hátrányai az off-line megoldásnak a csalásokkal, visszaélésekkel szembeni sokkal nagyobb kitettség,<sup>6</sup> illetve az is, hogy amennyiben az utalványokat tulajdonló kártyabirtokos elveszíti a kártyát, úgy elvesztette az utalványait is, hiszen ebben a rendszerben nincs lehetőség letiltásra.

Összességében, bár a kezdeti implementáció költségesebb, hosszabb távon az on-line megoldásokat érdemes választani, mert sokkal kényelmesebb és ellenőrizhetőbb a rendszer mind a kibocsátó, szabályozó, mind az utalvány tulajdonosa szempontjából. A két megvalósítási forma közötti különbség a telekommunikációs és informatikai költségek folyamatos csökkenésével szűkül, ezért ebből a szempontból egyre kisebb a különbség.<sup>7</sup>

## A SZÉP KÁRTYA JELENLEGI RENDSZERÉNEK ÉRTÉKELÉSE A FENTI ALAPELVEK FÉNYÉBEN

A cafetériaautalványok piacán a kormány intézkedései nyomán létrejött a SZÉP Kártya, amellyel a kormány nem titkolt

<sup>6</sup> Érdemes ennek kapcsán pl. az 1990-es évek elejének telefonkártya-hamisításaira gondolni.

<sup>7</sup> Utalványpiacok kiszolgálását célozva nemzetközi kártyatársaságok, vagy akár mobilszolgáltatók kínálnak ún. „pre-paid” megoldásokat. Ezekről érdemes tudni, hogy bár korábban a „pre-paid” elnevezést az off-line (klasszikus e-pénz modell) e-pénztárcákra használták, a kártyatársaságok és a mobilcégek megoldásai már ebben a szegmensben is on-line, központi autorizációs megvalósítást feltételeznek. Ezek a megoldások jellemzően csak a feltöltési, valamint a visszaváltási eljárásokban különböznek a klasszikus betéti bankkártya rendszerektől.



szándéka az, hogy piacvezető utalványrendszer legyen ezen a piacon. Az eredetileg az üdülési csekk kiváltását célzó rendszer alkalmas bármilyen más cafetériaelem elektronikus kiszolgálására is.

## A SZÉP Kártya koncepciója

A SZÉP Kártya egy, a feltételeknek megfelelő bank által kibocsátható elektronikus utalványkártya, amely a hagyományos POS-terminálokon keresztül használható, valamint lehetőség van telefonos és internetes engedélyezésre/elfogadásra. A SZÉP Kártyát szabályozó kormányrendelet<sup>8</sup> (a továbbiakban Korm. rendelet) szerint a kártyát több bank is kibocsáthatja, amelyek a feltételeknek megfelelnek. A Korm. rendelet több, a jelenlegi hazai piacon valójában csak közepes, illetve nagybank által teljesíthető feltételt is megszab arra vonatkozóan, hogy ki lehet kibocsátó: legalább 100 ezer db már kibocsátott bankkártya kell hozzá, minden 35 ezer főnél nagyobb településen fiók, legalább két év tapasztalat az elektronikus utalványok kibocsátásában és 25 ezernél több kibocsátott utalványkártya. Információnk szerint eddig az OTP, a K&H és az MKB jelentkezett be kibocsátóként.

A SZÉP Kártya koncepcionális jelentősége az, hogy a papír alapú üdülési csekket egy elektronikus, mind a kereskedői, mind a munkáltatói oldalon lényegesen kisebb költségterheléssel működő konstrukció váltja ki úgy, hogy a meglévő fizikai bankkártyás terminálok (és a mögöttük lévő banki infrastruktúra) használható a rendszer működtetésére.

A Korm. rendelet az utalványkártya felhasználási körét a TEÁOR alapján taxatívén meghatározza: ez a kör a szálláshely-szolgáltatást és a kulturális szórakozást (múzeum, színház, állatkert), sportolást, egészségügyet vagy egyéb szabadidős tevékenységet fedi le viszonylag tágan – az étkezés akkor fér bele, ha az éttermi vendéglátáshoz, vagy közvetlenül a szálláshely szolgáltatáshoz kapcsolódik. A gyakorlatban ezt úgy kell elképzelni, hogy a SZÉP Kártyához különböző „zsebek”, vagyis alszámlák tartoznak, amelyek mindegyike külön-külön használható a kártya segítségével. A vendéglátás „zsebbe” legfeljebb 150 ezer Ft, a szabadidős célokat szolgáló részbe 75 ezer Ft, a szálláshely-szolgáltatási részbe 225 ezer Ft támogatás utalható.

A Korm. rendelet szerint a SZÉP Kártya díjai lényegesen alacsonyabbak a jelenlegi papírutalványokra jellemző díjaknál. Egyrészt a SZÉP Kártya kibocsátója kizárólag az egyik oldalon, a kereskedő oldalán terhelhet díjat és legfeljebb 1,5 százalékot. A munkáltató és a munkavállaló közvetlenül semmit nem fizet. Ez a díjterhelés lényegesen kisebb a papírutalványokhoz képest, mert ezeknél nem ritka a mindkét oldali (az utalványt a munkavállalói számára megvásárló munkáltató és az utalványt elfogadó kereskedő) 3–5 százalékos díjterhelés – a teljes díjterhelés így akár a 10 százalékot is eléri.

Az alábbiakban megvizsgáljuk, hogy az előző pontban bemutatott alapelvek fényében a SZÉP Kártya jelenlegi rendszere mennyire képes hatékonyan elérni a kitűzött célokat:

- Pozitív megoldásként értékelhető, hogy a SZÉP Kártya is a banki infrastruktúrát használja, mert ezzel a költségek csökkentése, a hatékonyság növelése, a beruházási igények minimalizálása érhető el. Ezáltal kihasználhatók a két piac, a bankkártya- és az elektronikusutalvány-piac szinergiáiból adódó lehetőségek.
- Szintén kedvező, hogy a rendszert állami kontrollt alkalmazva alakították ki. Kormányrendeletben határozták meg az árazásra vonatkozó feltételeket, az árakat maximum százalékos értéket megszabva alakították ki.
- A SZÉP Kártya jelenlegi rendszere jogi szempontból háromszereplős. Ez azt jelenti, hogy nincs egyértelműen

megteremtve a független kibocsátói és elfogadói oldal, a rendelet nagyrészt a kibocsátóról beszél. Ezzel azt sugallja, hogy a SZÉP Kártya csak az adott kibocsátó hálózatában (elfogadó eszközein) lenne elfogadható. Az elfogadói oldalon csak egy mondat utal a Korm. rendeletben arra, hogy az elfogadás is nyitott: „Az intézmény [...] úgy köteles kialakítani az utalványelfogadás rendszerét, hogy az mind a saját, mind pedig a más gazdasági társaság által működtetett elektronikus elfogadóhelyi terminálon keresztül elérhető legyen”.<sup>9</sup> Az idézett mondat joghatása értelmezés kérdése, és a pontos helyzet azért is bizonytalan, mert a rendelet szerint a kibocsátó és az elfogadó kereskedő között mindenképpen közvetlen szerződés van, ami viszont jogilag nem egy klasszikus négyponthoz, hanem inkább a háromponthoz (a kibocsátó egyben az elfogadó is) modell felé mutat. A gyakorlat is azt mutatta, hogy egyes esetekben probléma merült fel az elektronikus utalványkártya elfogadásakor abban az esetben, ha az utalványkártya birtokosa nem a kibocsátó

<sup>8</sup> A Széchenyi Pihenő Kártya kibocsátásának és felhasználásának szabályairól szóló 55/2011 (IV. 12.) Korm. rendelet.

<sup>9</sup> A Széchenyi Pihenő Kártya kibocsátásának és felhasználásának szabályairól szóló 55/2011 (IV. 12.) Korm. rendelet 7.§ (1).

hálózatában, elfogadó eszközein kívánta a kártyáját használni. Információink szerint a gyakorlatban ezt a hátrányt jelentősen enyhíti, hogy az egyes kibocsátók kölcsönösségi alapon elfogadják vagy el fogják fogadni egymás kártyáit. Egymás kártyáinak pusztán „szívességi” alapon történő elfogadása azonban nem „kötelező” megoldás. Emiatt átláthatóbb és megnyugtatóbb lenne, ha már a rendelet szintjén is jogilag kikényszerített négyponthoz hasonló rendszerről beszélhetnénk, amelyben a más kibocsátó SZÉP Kártyájának elfogadása nem szívességi, „Gentlemen’s Agreement” alapon történik. Ez egyszerűen egyértelművé tenné azt is, hogy az elfogadó kereskedő csak az ő elfogadó szolgáltatójával kell, hogy szerződéses viszonyban álljon, nincs szükség a kibocsátókkal való közvetlen szerződésre.

- Az elfogadó és a kibocsátó közötti szerződésben lehet megegyezni az elfogadónál hagyott díjmértékről, amely maximum 0,3 százalék lehet. (Ez tehát fordított bankközi jutaléknak felel meg: a kibocsátó fizet az elfogadónak az elfogadásért.) Előre mutató megoldásként értékelhető, hogy a díjat jogszabályban, maximális mértéket megállapítva határozták meg.
- A SZÉP Kártyánál on-line engedélyezést és nyilvántartást alkalmaznak, ezzel biztonsági szempontból mindenképpen a jobb és hosszabb távon hatékonyabb megoldás feltételeit teremtették meg az off-line vagy papír alapú rendszerekkel szemben.

Összességében megállapítható, hogy a SZÉP Kártya az előző pontban bemutatott alapelveket vizsgálva több szempontból is pozitívan értékelhető, de szükséges lenne az elfogadóhelyek számának további növelése, valamint jobb megoldás lenne, ha már a rendelet szintjén is négyponthoz hasonló rendszerről beszélhetnénk. Így válna egyértelművé, hogy az elfogadó kereskedőknek csak az elfogadó bankjukkal szükséges szerződéses viszonyban állniuk, nem kell a kibocsátókkal közvetlenül szerződniek.

## AZ ERZSÉBET-UTALVÁNY ELEKTRONIZÁLÁSÁVAL TOVÁBBI JELENTŐS HATÉKONYSÁGJAVULÁST LEHET ELÉRNI

Az Erzsébet-utalványt jelenleg papír alapon bocsátják ki. Népszerűségét annak köszönheti, hogy az adókedvezmények szempontjából a legkedvezőbb béren kívüli juttatások

közé tartozik. Funkcióját tekintve elsősorban szociális célokat szolgál, ellentétben a gazdaságfejlesztési célú SZÉP Kártyával. Sajtóhírek szerint felvetődött már bizonyos támogatások, segélyek Erzsébet-utalvánnyal történő kifizetésének gondolata is.

Az Erzsébet-utalvány kibocsátásáról szóló KIM rendelet lehetővé teszi az utalvány elektronikus megjelenését. A cikkben felsorolt érvek alapján ez mindenképpen jelentős hatékonyságjavulást eredményezne, a megfogalmazott alapelvek figyelembevétele pedig elősegítheti az elektronizálás társadalmi, technikai és üzleti szempontból is eredményes megvalósítását.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

39/2011. (XII. 29.) KIM rendelet az Erzsébet-utalvány kibocsátásáról.

55/2011. (IV. 12.) Korm. rendelet a Széchenyi Pihenő Kártya kibocsátásának és felhasználásának szabályairól.

KESZY-HARMATH ZOLTÁNNÉ-KÓCZÁN GERGELY-KOVÁTS SURD-MARTINOVIC BORIS-TAKÁCS KRISTÓF (2011): A bankközi jutalék szerepe a kártyás fizetési rendszerekben. *MNB-tanulmányok*, 96.

NEMZETI ÜDÜLÉSI SZOLGÁLAT (2012): *Erzsébet-utalvány*. [URL](#).

TAKÁCS KRISTÓF (2011): A magyar háztartások fizetési szokásai. *MNB-tanulmányok*, 98.

TURIZMUSINFO.HU (2012): *Szép-kártya.hu*. [URL](#).

TURJÁN ANIKÓ-DIVÉKI ÉVA-KESZY-HARMATH ZOLTÁNNÉ-KÓCZÁN GERGELY-TAKÁCS KRISTÓF (2011): Semmi sincs ingyen: A főbb magyar fizetési módok társadalmi költségének felmérése. *MNB-tanulmányok*, 93.

# Fábián Gergely–Mátrai Róbert: A nemkonvencionális jegybanki eszközök magyarországi alkalmazása

*A pénzügyi válság rámutatott, hogy a likviditási helyzet romlása a magyar bankrendszer devizaforrásokra való ráutaltsága miatt a rendszerszinten bőséges forintlikviditás ellenére érdemben tudja akadályozni a hitelezést. A Magyar Nemzeti Bank számos nemkonvencionális eszközt vetett be a likviditási és pénzügyi feszültségek enyhítése, a bankrendszer forint- és devizalikviditásának biztosítása, valamint a kulcsfontosságú devizaswappiacon a pénzpiaci zavarok elhárítása érdekében. Ezen eszközöket a bankok hitelezési képességének romlása miatt 2012 elején tovább bővítette. A kialakuló eszközenszer csökkentheti a hitelnyújtást fékező likviditási korlátokat, és védőhálót biztosít az esetleges kedvezőtlen likviditási sokkokkal szemben.*

## BEVEZETÉS

A 2008 őszen eszkalálódott pénzügyi válság nagymértékű feszültségeket okozott a pénzpiacokon, és mély recesszióhoz vezetett a világgazdaságban. A pénzügyi rendszert és a reálgazdaságot érő sokkok negatív spiráljának megállítására a világ jegybankjai precedens nélküli – a békeidőbeli monetáris politikához képest nemkonvencionális – válaszokat adtak. A legelterjedtebb eszközök a bankrendszer likviditásának fenntartásához és bővítéséhez voltak köthetőek, emellett – elsősorban a fejlett országokban – a nullához közelítő rövid kamatok elérése után sor került közvetlen hitelpiaci beavatkozásokra (eszközvásárlások, közvetlen hitelnyújtás) és a hosszabb lejáratú kockázatmentes hozamok mérséklése érdekében nagymértékű állampapír-vásárlásokra.

A válságot megelőző években jelentősen eladósodó Magyarországot súlyosan érintette a válság átgyűrűződése. Felszínre kerültek a bankrendszer kockázatai, a bankmérlegek deviza-összetételében és lejárat szerkezetében meglévő eltérések. Bár rendszerszinten a forintforrások bőségesek és a bankrendszer likviditási sokktűrő képessége erős, egyedi banki szinten erős aszimmetria mutatkozik.

Emellett a fő problémát a mérlegen belüli nyitott devizapozíció fedezésében fontos szerepet játszó nagyfokú devizaswap-piaci kitettség jelenti. Árfolyamsokk esetén a

lejárási ügyletek megújítása során és a *margin call* (pótlólagos letéti követelmények) miatt fellépő pótlólagos forintlikviditási igény csökkenti a swappiaci pozícióval rendelkező hitelintézetek szabad forintlikviditását. A swappiaci alkalmankénti zavarai rontják a transzmissziós mechanizmus hatékonyságát, és a bankrendszer stabilitását is veszélyeztethetik. Ezen kockázatok a szuverén adósságválság miatti turbulenciák és az eurozóna bankrendszerének mérlegalkalmazkodása miatti erőltetett külföldi forráskivonás esetén jelentősen eszkalálódhatnak.

Az alábbi cikkben a Magyar Nemzeti Bank által alkalmazott nemkonvencionális eszközöket és azok bevezetésének hátterét mutatjuk be, leíró jelleggel. Az MNB számos ilyen eszközt vetett be a válság során a bankrendszer forint- és devizalikviditásának biztosítására, valamint a kulcsfontosságú devizaswappiacon a zavarok elhárítására. A szuverén adósságválság eszkalálódása miatt növekvő kockázatok ellensúlyozására az MNB szélesítette a védőhálót 2012-ben a kétéves futamidejű fedezett hitel és további likviditásbővítő eszközök meghirdetésével. Az univerzális jelzáloglevél-kibocsátás és – jelzáloglevél-kibocsátási modellváltás esetén – az azt támogató jegybanki jelzáloglevél-vásárlási program további jelentős lökést adhat a likviditási tartalékok növelésében és a lejáratú összhang javításában. A kialakuló eszközenszer csökkentheti a hitelnyújtást fékező likviditási korlátokat, és védőhálót biztosít az esetleges kedvezőtlen likviditási sokkokkal szemben.



## A NEMKONVENCIONÁLIS JEGYBANKI ESZKÖZÖK ALKALMAZHATÓSÁGA MAGYARORSZÁG ESETÉBEN KORLÁTOZOTT

A pénzügyi válság hatására az elmúlt években több, nagyrészt fejlettebb ország jegybankja vezetett be korábban nem alkalmazott eszközöket, vagy használta a korábban jellemzőtől lényegesen intenzívebben hagyományos eszköztárának egyes elemeit. Magyarországon elsősorban a bankrendszer likviditásának biztosítására, valamint kulcsfontosságú pénzpiacokon a zavarok elhárítására kerültek bevezetésre ún. *nemkonvencionális* eszközök. Ugyanakkor az arzenálból hiányoznak a fejlett országokban megfigyelhető olyan további eszközök, mint például a mennyiségi lazítás vagy közvetlen hitelpiaci beavatkozások (eszközvásárlások, közvetlen hitelnyújtás) használata.

Mindez nem magyar sajátosság: a feltörekvő országok esetén csak elvétve lehet ilyen jellegű eszközök használatát megtalálni (Ishi et al., 2009). Ennek az alapvető oka, hogy Magyarországon – a feltörekvő országok nagy részéhez hasonlóan – nincs közvetlen deflációs veszély, és nem releváns a nominális kamat alsó korlátja sem, azaz lenne tér hagyományos monetáris eszközök használatára is, de a monetáris kondíciók inflációs célt figyelmen kívül hagyó általános lazítása nem illeszthető bele az MNB célrendszerébe. Hazánkban ráadásul külön probléma a magánszektor jelentős devizaárfolyam-kitettsége, aminek következtében a forintnak a monetáris lazítással járó leértékelődése pénzügyi stabilitási kockázatokat jelent. Fontos hangsúlyozni, hogy ezen eszközök végső soron fiskális költségekkel járhatnak, és az ilyen kvázifiskális eszközök használata sokkal nagyobb kockázatot jelenthet Magyarország számára, mint egy fejlett ország számára hitelesebb jegybankkal. Végül, Magyarországon az értékpapírpiacon (vállalati, illetve banki kibocsátású értékpapírok) fejletlenek ahhoz, hogy hasonló beavatkozások sikeresek legyenek.

Összességében tehát a likviditásbővítő eszközökön kívüli mennyiségi lazítás vagy a közvetlen hitelpiaci beavatkozások számos veszélyt rejtenek főleg olyan felzárkózó, nyitott, ugyanakkor eladósodott országban, mint Magyarország, aminek következtében az ilyen eszközök alkalmazása eredeti céljával ellentétesen negatív piaci hatásokat is kiválthat (Krekó et al., 2012).

## AZ MNB DEVIZASWAPESZKÖZEI TURBULENSEBB PÉNZPIACI KÖRNYEZETBEN IS HATÉKONYAN TÁMOGATJÁK A BANKRENDSZER STABILITÁSÁNAK MEGŐRZÉSÉT

A Lehman Brothers 2008. szeptember 15-i csődjét követően a magas külső államadósság, valamint az alacsony potenciális növekedés miatt különösen sérülékenynek tekintett Magyarországon először a pénzpiacokon jelentkeztek a kedvezőtlen piaci folyamatok. 2008 októberében a globális kockázatkerülési magatartás erősödésével, a hazai pénzpiacok likviditása jelentősen visszaesett, ami a külföldiek megugró eszközeladásaival párosult (MNB, 2009).

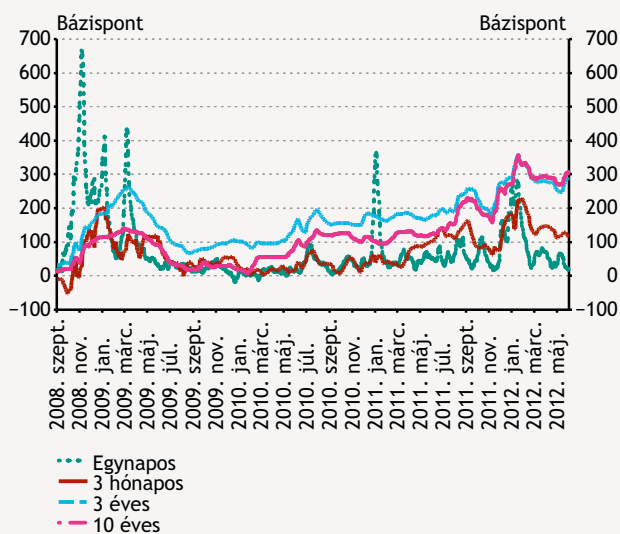
A 2004-től felfutó, nagyrészt forintforrásokból finanszírozott devizahitelezés miatt az elmúlt évtizedben jelentősen megnőtt a hazai hitelintézetek devizaswappiacra való ráutaltsága. 2008 őszétől a csökkenő külföldi forintkereslet – az ország kockázati megítélésének romlásával társulva – a forint leértékelődését és a devizaswap-piaci felárlak megugrását eredményezte, amit a devizapiacok likviditásának romlása kísért. Ennek hatására a hazai bankok számára jelentősen megdrágult és nehezebbé vált a devizaforráshoz jutás, ami rontotta a transzmissziós mechanizmus hatékonyságát, és veszélyeztette a bankrendszer stabilitását is.

A devizaswappiacok feszültségeinek 2008. októberi jelentkezésekor az MNB először – a piacon közvetítőként megjelenve – egynapos kétoldali EUR/HUF devizaswapeszközt vezetett be, majd az Európai Központi Bankkal (EKB) kötött repomegállapodást követően egynapos devizalikviditást kínáló EUR/HUF rendelkezésre állást indított el. A két egynapos eszköz hozzájárult ahhoz, hogy a bankok folyamatosan finanszírozni tudják devizalikviditási igényüket a kialakult pénzügyi feszültségek közepette is, és az egynapos felárlak fokozatosan visszatérjenek a válság előtt jellemző nulla körüli szintre.

2009-ben az MNB egynaposnál hosszabb futamidejű swapeszközöket vezetett be. Először februárban indított svájci frankot nyújtó egyhetes futamidejű CHF/EUR swapokat, majd márciusban 3 és 6 hónapos EUR/HUF swapeszközöket vezetett be. A 6 hónapos swaptendereken való részvétel külön feltételeivel az MNB a vállalati hitelezés visszaesését igyekezett megfékezni. Az MNB swapesz-

**1. ábra**  
Euróval szembeni devizaswapok felárai

(exponenciális mozgó átlagok)



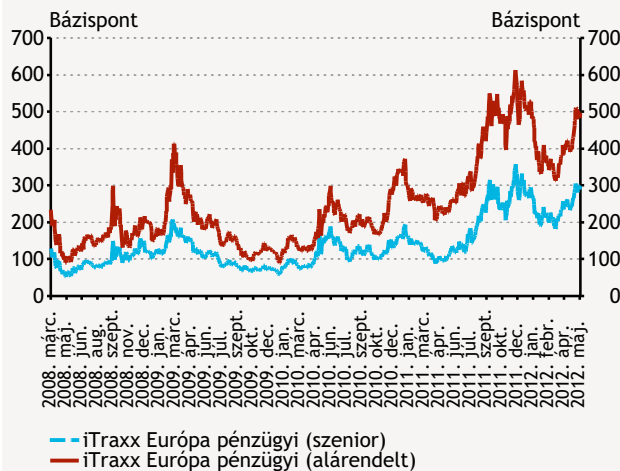
Forrás: Reuters, Bloomberg, MNB.

közei hatásosan mérsékeltek a devizaswap-piaci felárakat (Csávás-Szabó, 2010), azonban önmagukban a hitelezés visszaesését nem voltak képesek megállítani. Az éven túli swapok felárai azonban, bár szintén mérséklődtek 2009 márciusát követően, – rövid átmeneti időszakoktól eltekintve –, nem tértek vissza a válság előtti, nulla közeli szintjükre (1. ábra).

A válságból való kilábalás és a pénzpiacok megnyugvása csupán rövid, átmeneti időszaknak bizonyult, ugyanis 2010 második felében az európai szuverén válság kitörésével a válság a második szakaszába lépett, amely a korábbi precedens nélküli állami beavatkozások miatt hatalmasra duzzadt államadósságok fenntarthatóságával kapcsolatban alakult ki. A globális kockázatkerülési magatartás erősödésével a devizaswapfelárak 2010 közepétől ismét emelkedésnek indultak. A swapok felárainak emelkedése 2011 végén gyorsult fel, amikor megerősödtek az adósság fenntarthatóságával kapcsolatos aggodalmak. Maximumukat 2012 januárjában, Magyarország leminősítését követően érték el. Ezt követően a felárakat nagyrészt a globális befektetői hangulat változása és az EU-IMF-tárgyalásokkal kapcsolatos hírek mozgatták. 2012. január végétől a felárak mérséklődni tudtak, azonban a hosszabb futamidőkön továbbra is meghaladják 2008–2009-es csúcukat.

2011 második felében a szuverén adósságválság, az európai bankok szuverén kitétsége és a fiskális konszolidáció miatt romló növekedési kilátások egymást súlyosbítva bizalmi vál-

**2. ábra**  
Az európai banki 5 éves CDS-felárak



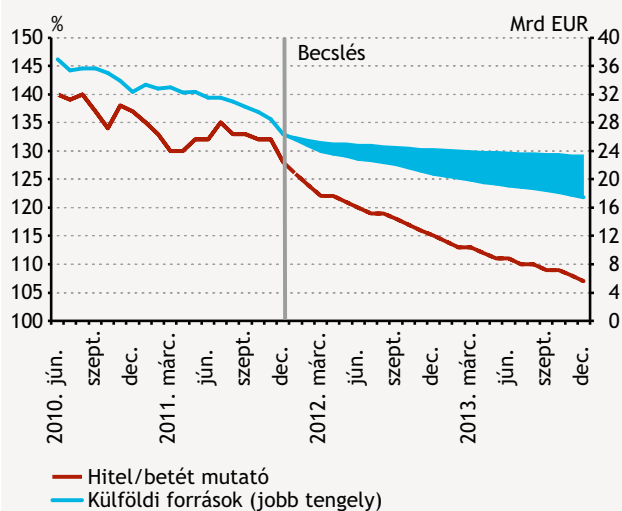
Forrás: Bloomberg.

sághoz vezettek. A tartós pénzpiaci feszültségeket az EKB rendkívüli intézkedései – köztük a 3 éves hiteltenderek – is átmenetileg tudták csak csillapítani. Az európai bankok tőkehelyzetének megítélése és forráshoz jutása jelentősen és tartósan megromlott, sőt az európai bankokat kockázatosabbnak tartják, mint a 2008-as válságban (2. ábra). Figyelembe véve az eurozóna bankrendszerének jelentős piaci forrásokra való ráutaltságát, a piaci úton történő tőkebevonás megnehezülését, valamint az állami tőkeinjekciók korlátozottságát, az anyabankok hitelezési képessége érdemben romlik, ezáltal mérlegalkalmazkodásra kényszerülhetnek.<sup>1</sup> A pénzügyi válság tehát a kockázatiprémiump-csatornán való fertőzés mellett már az anyabankokon keresztüli pénzügyi integráción keresztül is érdemben fertőzhet.

Az eurozóna bankrendszerének mérlegalkalmazkodása súlyos külső kockázatokat jelent Magyarország számára a külföldi forrásokra való számottevő ráutaltsága, a források rövid hátralévő futamideje, valamint a nagyfokú pénzügyi és kereskedelmi integráltsága miatt. Az eurozóna bankrendszerének mérlegalkalmazkodásában két negatív kockázati forgatókönyvet lehet megkülönböztetni: az első esetben az eurozónában ismételtelen fokozódó kockázatok miatt erőteljes hitelvisszafogásra kényszerülhetnek a nyugat-európai bankok, míg a másik esetben ezen bankok mérlegalkalmazkodása mérsékelt marad, de aszimmetrikusan megy végbe az alkalmazkodás, Magyarországot jobban sújtva. Az utóbbi kockázata a magyar bankrendszer elmúlt két évben tapasztalt gyenge jövedelmezősége miatt lehet jelentős, aminek következtében gyengülhet az ország regionális helyzete a külfölditőke-bevonásokért és -forrásokért folytatott versenyben.

<sup>1</sup> Az eurozóna mérlegalkalmazkodásáról bővebben: BIS (2011), BIS (2012), valamint IMF (2012).

**3. ábra**  
A magyar bankrendszer hitel/betét mutatója és külföldi forrásai az alappálya mentén

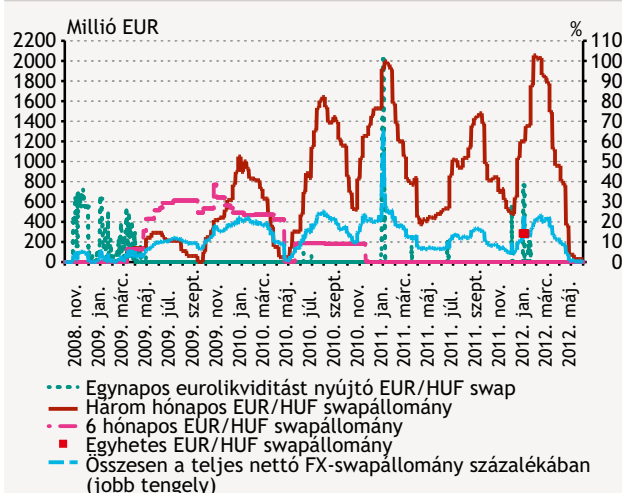


*Megjegyzés: A sáv felső széle esetén csak a lejáró devizaeszközökkel és beáramló devizabetétekkel megegyező mértékben fizetik vissza a külföldi forrásokat (FX-swapállomány nem változik), míg az alsó széle esetén tartalmazza a lejáró forinthitelből felszabaduló vagy a beáramló forintbetétből megemelkedő forintlikviditásból való visszafizetést is (swapállomány emelkedik).*  
Forrás: MNB, 2012.

Ezen kockázatok alapvetően erőltetett forráskivonásban csapódhatnak le, illetve az anyabankok kisebb hajlandóságot mutathatnak tőkeemelésre, így összességében a leánybankok eszközoldalán kénytelenek alkalmazkodni. Magyarországon a válság óta lezajlott számottevő mérlegalkalmazkodás és külföldforrás-kiáramlás ellenére a külföldi forrásokra való ráutaltság továbbra is jelentős, miközben a külföldi forrásokon belül jelentős arányt képviselnek a rövid források, aminek következtében megújítási kockázatok jelentkezhetnek a bizalmi válság fokozódása esetén.

A fő kockázat, hogy a külföldforrás-kivonás növekvő swappiaci ráutaltság mellett folytatódik, ahogy az megfigyelhető volt az elmúlt időszakban. A swapállomány már alappályán, azaz a hitel- és betétállomány jelenlegi előrejelzése mellett is több mint 50 százalékkal nőhet, amennyiben a bankrendszer kénytelen lejáró devizaeszközök mellett forrinteszközökből is visszafizetni a külföldi forrásokat (3. ábra). Az eurozóna bankrendszerében említett kockázatok akár az alappályánál nagyobb külföldforrás-kiáramláshoz is vezethetnek, ami erőteljesebb hitelviszafogás mellett az előrejelzésnél nagyobb swappiaci ráutaltságot is eredményezhet. Mindez tartósan turbulens pénzügyi környezetben következhet be, ami miatt rendkívül fontos marad az MNB devizalikviditást biztosító védőhálója.

**4. ábra**  
A jegybanki eurolikviditást nyújtó swapeszközök állománya



Forrás: MNB.

A swapeszközök közül jelenleg az egynapos rendelkezésre állást és a 3 hónapos swapot tartja fenn az MNB, így a 2011 végéhez hasonló piaci zavarok erősödése, a swappiaci likviditásának visszaesése esetén az MNB továbbra is képes biztosítani a hitelintézeteknek a szükséges devizalikviditást a bankrendszer stabilitásának megőrzése érdekében. Erre a közelmúltban szükség is volt, ugyanis 2011 végére az erősödő pénzügyi feszültségek közepette a jegybanki eszközökre való ráutaltság is jelentősen megnövekedett, így a jegybankkal szembeni swapállomány 2012 januárjában a teljes devizaswapállomány mintegy ötödét tette ki. Ezt követően

**1. táblázat**  
Az MNB FX-swapeszközei

Eszköz megnevezése	Bevezetés dátuma	Utolsó meghirdetés dátuma
EUR/HUF kétoldali overnight FX-swap gyorstender	2008. 10. 13.	2009. 05. 15.
EUR/HUF overnight FX-swap rendelkezésre állás	2008. 10. 16.	Naponta meghirdetésre kerül
CHF/EUR egyhetes FX-swap tender	2009. 02. 02.	2010. 01. 25.
EUR/HUF hat hónapos FX-swap tender	2009. 03. 02.	2010. 06. 28.
EUR/HUF három hónapos FX-swap tender	2009. 03. 09.	Hetente meghirdetésre kerül
EUR/HUF egyhetes FX-swap tender	2011. 12. 27.	2011. 12. 27.

Forrás: MNB.

a javuló befektetői hangulat hatására 2012 februárjától a jegybanki swapállományok is fokozatosan leépültek (4. ábra). Az év végi pozíciózárásokhoz szükséges átmeneti devizalikviditás-szükséglet biztosítása érdekében egyszeri alkalommal, 2011. december 28-i értéknappal egyhetes futamidejű, év végén átnyúló EUR/HUF swapot hirdetett meg az MNB. A bankok az új eszközt 290 millió euro értékben vették igénybe, és a piaci jegyzések azt mutatták, hogy az év végén átnyúló swapeszköz hatékonyan támogatta a rövid futamidejű swapfelárak mérséklődését.

## AZ MNB FORINTLIKVIDITÁST NÖVELŐ INTÉZKEDÉSEI A HITELEZÉSI KÉPESSÉG JAVÍTÁSÁVAL JÁRULNAK HOZZÁ A VÁLSÁG REÁLGAZDASÁGI HATÁSAINAK MÉRSÉKLÉSÉHEZ

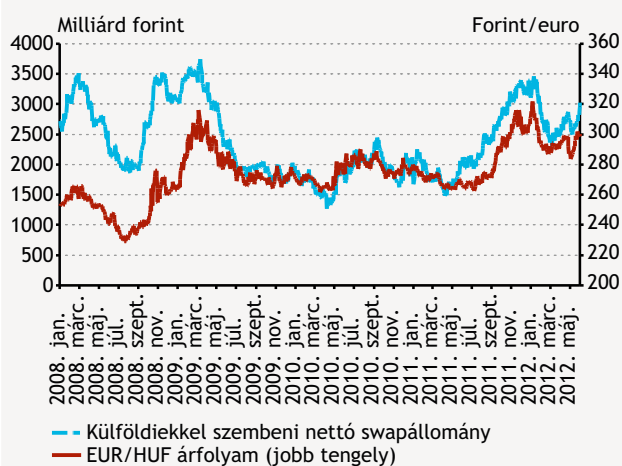
A bankrendszer által a devizahitelezés felfutása miatt (volumenhatás) felépített devizaswapállományok tömege 2008-ra elérte azt a kritikus szintet, amikor már a swappiaci kondícióinak változása a hitelintézetek forintlikviditásközelítését is jelentősen befolyásolja. Az devizaswap-piaci ráutaltság erősödésének hatására, továbbá a forint gyengülése (árfolyamhatás),<sup>2</sup> és az annak következtében fellépő margin call hatás<sup>3</sup> miatt 2008 őszén a bankrendszer forintban kifejezett külföldiekkel szembeni nettó swapállománya

meredek emelkedésnek indult. A 2008. szeptember eleji 2000 milliárd forintos szintjéről október közepére 3000 milliárd forintra, majd november közepére 3500 milliárd forintra emelkedett (5. ábra).

Az emelkedő swapállomány következtében fellépő pótlólagos forintlikviditási igény csökkenti a swappiaci pozícióval rendelkező hitelintézetek szabad forintlikviditását. Ennek következtében turbulensebb időszakokban az egyes hitelintézetek likviditási pozíciója viszonylag rövid idő alatt jelentősen átrendeződhet, az MNB swapeszközeinek igénybevételével pedig a rendszerszintű forintlikviditás is csökkenhet.

Hatékonyan működő bankközi piacok esetében a likviditástöbblettel rendelkező hitelintézetek felől akadályok nélkül áramolhat a forint a likviditáshiánnyal szembesülő hitelintézetek felé. 2008 őszén azonban a kockázatkerülési magatartás erősödése – a globális folyamatokhoz igazodva – a bankközi forintpiacokon az egymással szembeni limitek beszűküléséhez, valamint a növekvő és bizonytalanabbá váló likviditási szükségletek miatt azonnali likviditási tartalékok felhalmozásához vezetett. A hazai hitelintézetek ennek következtében 2008 októberétől korlátozták bankközi piaci kihelyezéseiket, és megnövelték jegybanki egynapos betéteik állományát. Mindezen tényezők a bankközi forintpiacok likviditásának visszaeséséhez vezettek, ami gátolta a szabad forintlikviditás bankok közötti hatékony újraelosztását.

**5. ábra**  
A hazai bankrendszer külföldiekkel szembeni nettó swapállománya és a forint/euro árfolyam alakulása



Megjegyzés: A nettó swapállományok a hazai hitelintézetek induló állapotban történő devizafelvételének és -kihelyezéseinek a különbségét mutatják.

Bár rendszerszinten a forintforrások bőségesek, és a bankrendszer likviditási sokktűrő képessége erős, egyedi banki szinten erős aszimmetria mutatkozik: egyes bankok éppen hogy megfelelnek az idén bevezetett mérlegfedezeti mutatóval kapcsolatos szabályozásnak, amely legalább 10 százalékos likviditástöbbletet ír elő a mérlegfőösszeg arányában,<sup>4</sup> míg van olyan bank, ahol a 20 százalékot is meghaladja (6. ábra). Ennek következtében nagyobb likviditási sokk esetén egyes hitelintézeteknél előfordulhat, hogy a hitelezés élénkítéséhez korlátozósá válik a felhasználható szabad forintlikviditás. A romló likviditási helyzet következtében csökkenő hitelezési képesség és a bankok növekvő kockázatkerülése miatt csökkenő hitelezési hajlandóság együtt a hitelkínálat visszafogását eredményezték, ami már a reálgazdaság növekedési kilátásait is rontotta.

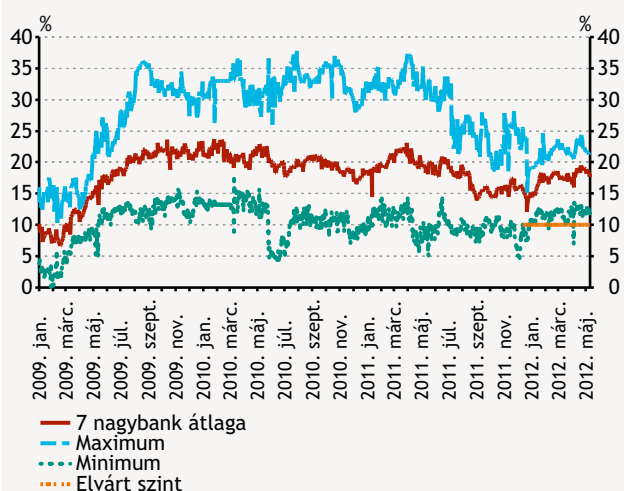
Az MNB válaszként a likviditástöbblet emelésével, illetve a hitelintézetek likviditási tartalékának növelésével támogatta a pénzügyi rendszer stabilitását és a bankok hitelezési

<sup>2</sup> A volumen- és árfolyamhatás mellett az eszköz-forrás oldal devizális összetételének változása is növelheti a swappiaci ráutaltságot (összetételhatás).

<sup>3</sup> A forint gyengülése esetén jelentkező pótlólagos letéti követelményeket (margin call) a bankoknak jellemzően devizában kell teljesíteniük, így swappozícióján keresztül az árfolyam gyengülése automatikusan növeli a belföldi bankrendszer devizakeresletét. A fellépő devizakereslet többségében az FX-swappiacra terelődik, csökkentve a belföldi bankok forintlikviditását is.

<sup>4</sup> A mérlegfedezeti mutató mellett bevezetésre került a betétfedezeti mutató is. A két mutató közül csak legalább az egyiknek kell megfelelniük a bankoknak, így előfordulhat, hogy egyes bankok nem teljesítik a kettő közül valamelyik mutató által támasztott kritériumot.

**6. ábra**  
A hét nagybank likviditási puffere a mérlegfőösszeg arányában



Forrás: MNB.

képességének helyreállítását, védőhálót biztosítva egy esetleges kedvezőtlen likviditási sokkal szemben. 2008 októberétől az MNB több lépésben kibővítette a jegybanki hitelműveleteknél elfogadható fedezetek körét. Először a kapcsolt vállalkozások által kibocsátott jelzáloglevelekkel, majd a vállalati kötvények minősítési kritériumának „BBB–”-ra csökkentésével, végül az önkormányzati kötvények befogadásával növelte az elfogadható fedezetek mennyiségét. Az intézkedések hatására összesen közel 800 milliárd forinttal (több mint negyedével) bővült rendszerszinten az elfogadható fedezetek mennyisége. A potenciális jegybanki hitelfelvételek nagyságának emelésével jelentős mértékben emelkedtek a hitelintézetek likviditási tartalékai is (2. táblázat).

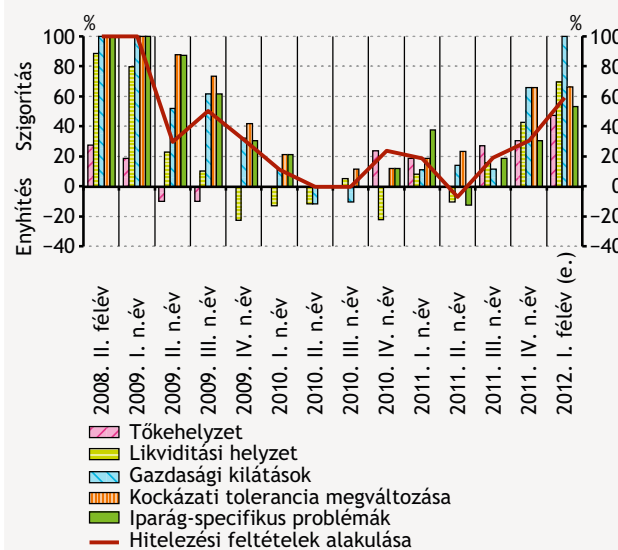
A rendszerszintű likviditástöbblet ellenére egyes hitelintézeteknél jelentkező likviditáshiányt az MNB 2008. október 21-től két egynaposnál hosszabb futamidejű fedezett hitel-instrumentum bevezetésével csökkentette. A kéthetes és hat hónapos hitelek igénybevétele 2008 novemberében érte el csúcspontját, ekkor az állomány megközelítette az 500 milliárd forintot. A rendelkezésre álló szabad likviditás további emelése érdekében, 2008 decemberétől az MNB lecsökkentette a kötelező tartalékrátát 5 százalékról 2 százalékra, aminek hatására 450 milliárd forinttal csökkent a hitelintézetek tartalékkötelezettsége.<sup>5</sup> Az EU-IMF-hitelek felvételét követően a bankrendszer likviditástöbbletének további látványos emelkedése következett be.

A pénzügyi feszültségek 2009 második felétől kezdődő enyhülése ellenére, a bankok kockázatkerülése fennmaradt.

A válság során kialakult kínálati korlátok nem enyhültek a lassú, de biztosnak látszó kilábalás ellenére, ami elsősorban a hitelezési hajlandóság csökkenésének tulajdonítható. Ugyanakkor a válság 2011 második felében bekövetkezett eszkalálódása során a magyar bankrendszer hitelezési képessége is érdemben gyengült (7. ábra). Az MNB hitelezési felmérése alapján, a hitelezési képesség romlása érdemben járult hozzá a hitelkínálati korlátok további erősödéséhez a kialakuló devizalikviditási feszültségek, valamint a végtörlesztés és a romló portfólióminőség miatt mérséklődő töketöbblet hatására. A válság kezdete óta zajló számottevő mérlegalkalmazkodás ellenére, nem következett be javulás az eszköz- és forrásoldal közötti lejáratú eltérésben, miközben az átmenetinek remélt pénzügyi feszültségek néhány enyhébb időszak mellett tartósan bizonyultak, ami drága hosszú lejáratú hitelekben és jóval óvatosabb banki viselkedésben csapódik le.

Az MNB a kialakult helyzetben a hitelintézetek likviditásának új eszközökkel való támogatásával járulhat hozzá a hitelnyújtási aktivitás erősödéséhez. Az MNB 2012 áprilisától havi rendszerességgel változó kamatozású, a futamidő alatt érvényes mindenkoros jegybanki alapkamattal megegyező kamatköltségű, kétéves futamidejű fedezett hitelt hirdetett meg (3. táblázat), melyet az igénybevevők egy év után előtörleszthetnek. A tendereken való részvételt az MNB külön, a vállalati hitelezés visszaesését gátló feltételekhez köti.

**7. ábra**  
Hitelezési feltételek változása és a változáshoz hozzájáruló tényezők alakulása a vállalati szegmensben Magyarországon

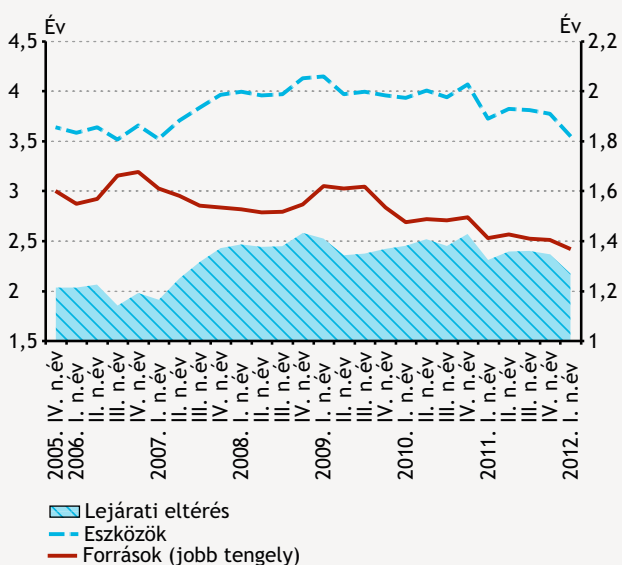


Forrás: MNB hitelezési felmérése.

<sup>5</sup> 2010 novemberétől az MNB a bankrendszer likviditáskezelésének megkönnyítése érdekében a 2 és 5 százalék közötti sávban választhatóvá tette a kötelező tartalékrátát mértékét (részletesebben lásd Varga, 2010).



**8. ábra**  
Lejáratú eltérések a magyar bankrendszer mérlegében



Megjegyzés: Cash-flow alapján számított lejáratok súlyozott átlaga.  
Forrás: MNB.

A jegybank célja az eszköz alkalmazásával, hogy a hitelintézeteknek juttatott lejáratú prémium nélküli, hosszú futamidejű hitellel ellensúlyozza a banki mérlegek forrásoldalának rövidülését (8. ábra). Az így elérhető lejáratú összhang javulásán keresztül a bankok mérlege megerősödhet,

ami ellensúlyozhatja a hitelezési képesség csökkenését. Az eszköz továbbá biztosíthatja, hogy gördülékenyebben menjen végbe a bankrendszer alkalmazkodása, ami során fokozatosan csökken a külföldi forrásokra való ráutaltság, és nő a belföldi források szerepe.

A forintárfolyam valamint az országhoz tartozó felár növekvő ingadozása egyre nagyobb forintlikviditási tartalék kiépítésére készteti a hitelintézeteket, amit szükség esetén swapok segítségével devizára cserélhetnek. A felépült swapállomány a már említett külföldi forrás-kiáramlás hatására jelentősen nőhet, ami fokozza a bankrendszer érzékenységét a kockázatiprémiu-sokkokkal együtt járó árfolyamgyengülésre. Ennek hatására az MNB 2012-ben folytatta az elfogadható fedezeti kör 2008-ban megkezdett bővítését. 2012 áprilisától a jegybank hitelműveleteinél elfogadja fedezetként a Magyar Állam és az MNB által kibocsátott deviza-államkötvényeket és a meghatározott kritériumoknak eleget tevő deviza-vállalatikötvényeket is. Tovább bővítésre került az elfogadható piacok köre, és tovább enyhültek a vállalati kötvényekkel szemben támasztott hitelminősítési kritériumok.

A 2008–2009-es és a 2012-es intézkedésekkel az MNB tehát jelentősen bővítette a hitelintézetek likviditási pufferét, így csökkentve a hitelnyújtást fékező likviditási korlátokat, védőhálót biztosítva egy esetleges kedvezőtlen likviditásokkal szemben.

**2. táblázat**  
Az MNB hitelműveleteinél elfogadható fedezeti kör bővítésének folyamata

Intézkedés megnevezése	Bevezetés dátuma	Becsült azonnali hatás
Kapcsolt vállalkozások által kibocsátott jelzáloglevelek befogadása	2008. 10. 28.	500 milliárd forint
Vállalati kötvények minősítési kritériumának „BBB-”-ra enyhítése	2008. 11. 18.	Nem járt azonnali bővüléssel, a leminősítéseket követően jelentkezett a hatása
Önkormányzati kötvények befogadása	2009. 02. 20.	300 milliárd forint
Deviza-államkötvények, deviza-vállalatikötvények befogadása, elfogadható piacok bővítése, hitelminősítési kritériumok enyhítése	2012. 04. 16.	170 milliárd forint

Megjegyzés: Az MNB hitelműveleteinél elfogadható fedezetek pontos leírását az MNB (2012a) tartalmazza.  
Forrás: MNB.

**3. táblázat**  
Az MNB egynapnál hosszabb forintlikviditást nyújtó eszközei

Tender megnevezése	Első meghirdetés dátuma	Meghirdetés gyakorisága
Kéthetes fedezett hitel fix kamatú tendere	2008. 10. 21.	heti
Hat hónapos fedezett hitel változó kamatú tendere	2008. 10. 21.	heti
Kétéves, alapkamathoz kötött fedezett hitel tendere	2012. 04. 03.	havi

Forrás: MNB.

## AZ ÉRTÉKPAPÍR-PIACI BEAVATKOZÁSOK A LIKVIDITÁS EMELESÉVEL ÉS A HITELEZÉST FÉKEZŐ KORLÁTOK LEBONTÁSÁVAL TÁMOGATJÁK A PÉNZÜGYI RENDSZERT

Az MNB a válság során egyrészt az állampapír-piaci zavarok elhárítására, másrészt a jelzáloglevél-piac fellendítésére használt nemkonvencionális eszközöket az értékpapírpiacokon.

2008 októberében az állampapírpiacra a bizalmatlanság növekedése a piac kiszáradásában és a hozamok megugrásában tükröződött. Az MNB 2008. október közepén másodpiaci államkötvény-vásárlásba kezdett a piac likviditásának javítása és az árjegyzők árjegyzési tevékenységének támogatása érdekében. Az MNB 2008 végéig a program keretében összesen 250 milliárd forint értékben vásárolt államkötvényeket.

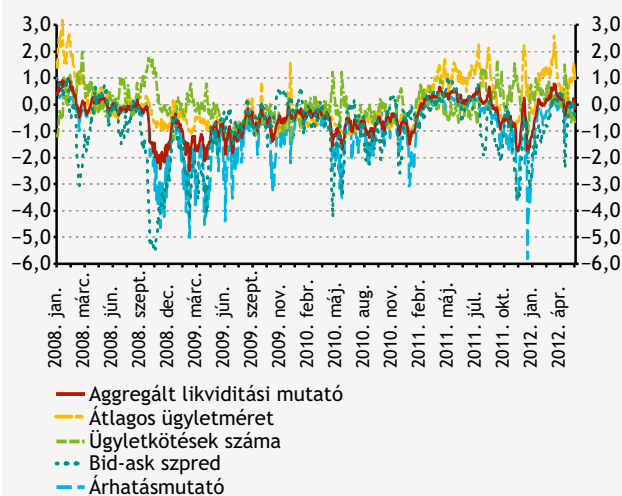
A bankok támogatták az átmenetinek tűnő külföldi eladói nyomás ellensúlyozására irányuló kezdeményezést, és azt erősítve, az MNB vásárlásait meghaladó mértékben emelték állampapír-állományukat. Ugyanakkor a likviditási helyzet érdemi javulása csak 2008 novemberétől, az EU-IMF-fel kötött hitelmegállapodást követően következhetett be. Az MNB által számolt aggregált államkötvény-piaci likviditási index<sup>6</sup> értéke azonban egészen 2011 elejéig még a válság előtti hosszú távú átlag alatti szinten maradt, néhány átmeneti megugrástól és visszaeséstől eltekintve a piac állapota csak lassan konszolidálódott (9. ábra).

Az állampapírpiac likviditásának javulásában az EU-IMF-megállapodás hatása mellett szerepet játszottak egyrészt az Államadósság Kezelő Központ likviditást támogató intézkedései, másrészt a külföldi befektetők kör átrendeződése, a magasabb kockázatviselési hajlandóságot mutató befektetők megjelenése. Mindezen tényezők mellett a piac konszolidációjához szükség volt arra, hogy a befektetők bízzanak a fiskális politika elkötelezettségében, a 2011-es strukturális reformok hitelességében.

Az MNB 100 milliárd forint keretösszegű jelzáloglevél-vásárlási programot hirdetett meg már 2010 februárjában, előre tekintő módon, a forinthitelezési aktivitás élénkítése céljából a jelzáloglevél-piac fejlődésének támogatása érdekében. Az MNB másodlagos piaci vásárlásokkal és a kedvezőbb likviditást biztosító feltételeknek megfelelő elsődleges kibocsátások esetén közvetlen vásárlásokkal a piac likviditásának növekedését célozta. A program 2010 végi lezárásáig a jegybank összesen 35 milliárd forint értékben vásá-

9. ábra

A magyar államkötvénypiac likviditási mutatói



Forrás: MNB.

rolt jelzálogleveleket, aminek hatására 2010 elején némileg csökkentek is a jelzáloglevél-piaci felárak, de számottevő és tartós javulást nem sikerült elérni.

A jelzálogbankok passzivitása (mindössze egy sorozat került kibocsátásra) és a forinthitelezés várt felfutásának elmaradása miatt az MNB 2011-ben nem hirdette meg újból a programot. A program rámutatott, hogy a jegybank a jelzáloghitelezéshez kapcsolódó banki forrásbevonást csak megfelelő kibocsátási hajlandóság esetén tudja piaci vásárlásokkal hatékonyan támogatni. Ebben mérföldkőnek számíthat a jegybanknak az univerzális jelzáloglevél-kibocsátást lehetővé tevő jogszabály-módosítási javaslata. Az MNB 2012 februárjában tett bejelentése alapján a jogszabály elfogadását követően indulhat a jegybank univerzális jelzáloglevél-vásárlási programja, amely érdemben hozzájárulhat a lakossági hitelnyújtás élénkítéséhez is.

Számításaink szerint a végtörlesztés után is mintegy 2000 milliárd forint jelzáloghitel-állomány mellé lehetne jelzáloglevelet kibocsátani. A jelenleg hatályos jogszabályok azonban nem teszik lehetővé a jelzálogbankokon kívüli hitelintézetek jelzáloglevél-kibocsátását. Amennyiben megvalósulnak az univerzális jelzáloglevél-kibocsátásnak az MNB által is támogatott jogi feltételei, és a bankok a teljes potenciális hitelállomány mögé jelzáloglevelet bocsátanak ki, akkor a jelenlegi mintegy 1500 milliárd forintot kitevő jelzáloglevél-állomány akár több mint kétszeresére is emelkedhetne, de még a negyede vagy ötöde mögé történő kibocsátás esetén is több száz milliárd forintos növekedést jelentene az állományban (4. táblázat).

<sup>6</sup> Az MNB likviditási indexeiről bővebben lásd Páles-Varga (2008).

## 4. táblázat

## A potenciális jelzáloglevél-kibocsátás nagysága 2012. I. negyedévi adatok alapján

	Bankrendszer és fiókok lakástakarékpénztárak nélkül	2012. március végi állomány (milliárd forint)
1	Teljes jelzáloghitel-állomány	5809
2	70 százalékos LTV-korlátot teljesítő állomány*	5200
3	Már kibocsátott jelzáloglevél-állomány	1487
4	Teljes potenciális kör (2-3)	3713
5	Megfelelő jogi kellékkel bíró állomány (becslés)	2150
	- ebből nem jelzálogbankot tartalmazó csoporthoz kötődő	1566

\* 70 százalékot meghaladó LTV (hitel/fedezet mutató) esetén az állomány a 70 százalékos LTV-szintig lett figyelembe véve. Az 1997. évi XXX. törvény alapján a hitel a hitelbiztosítéki érték 70 százalékáig vehető rendes fedezetként figyelembe. A potenciális állomány jelentős része devizahitel, de a forinthitelezés beindulása esetén a forint szerepe nőhet.

Forrás: MNB alapján a szerzők számításai.

Az univerzális jelzáloglevél-kibocsátást lehetővé tevő jogszabályi változások hatására meginduló jelzáloglevél-kibocsátások hozzájárulhatnak a hitelezés élénkítéséhez és a bankrendszer stabilitásának megerősítéséhez is. A jelzáloglevelek által biztosított hosszú források egyrészt mérséklék a megújítási kockázatokat, ezáltal biztonságosabbak, másrészt az MNB által fedezetként elfogadható jelzáloglevelek kibocsátása emeli a potenciális jegybanki hitelfelvételek nagyságát, akár 2000 milliárd forinttal is.

A jogszabályi feltételek megteremtését követően az MNB piaci vásárlásokkal is támogathatja az univerzális jelzáloglevél-kibocsátásokat. A potenciális likviditási többlet hatásos védőhálót biztosíthat a hitelintézeteket érő likviditási sokkokkal szemben, és elősegítheti a bankrendszer hitelezését fékező likviditási korlátok lebontását. Emellett a jelzáloglevél-kibocsátás lehetősége már önmagában is biztonságérzetet nyújthat a hitelintézeteknek, ezáltal pozitív hatással lehet a bankok saját maguk által észlelt likviditási helyzetére is.

## ÖSSZEZÉS

A válságra adott jegybanki válaszok precedens nélkülinek számítanak, ugyanakkor az úgynevezett nemkonvencionális eszközök használata veszélyes vizeken való evezésnek számít a monetáris politika számára főleg olyan felzárkózó, nyitott, ugyanakkor eladósodott országban, mint Magyarország. Az MNB ilyen körülmények között a bankrendszer forint- és devizalikviditásának biztosítására, valamint a kulcsfontosságú devizaswappiacon a zavarok elhárítására törekedett.

A devizaswappiacra való erőteljes ráutaltság sérülékenyvé teszi a bankrendszert, és érdemben ronthatja egyedi szinten a forintlikviditást is a rendszerszinten bőséges forintlikviditás ellenére. Válaszul az MNB több új devizaswapeszközt

vezetett be 2008 októberétől, melyek hozzájárultak a feszültségek tompításához. Emellett az MNB a forintlikviditás-többlet emelésével, illetve a hitelintézetek likviditási pufférének szélesítésével támogatta a pénzügyi rendszer stabilitását. A szuverén válság miatt tartósan turbulens pénzpiaci környezet és erőltetett külföldforrás-kiáramlás esetén folytatódhat a bankrendszer swappiaci ráutaltságának emelkedése, aminek következtében az MNB védőháló-jára továbbra is nagy szükség lehet.

A növekvő likviditási kockázatok miatt 2012 elején a fedezeti kör bővítése mellett az MNB kétéves fedezett hiteleszközt vezetett be, amely a lejáratú összhang javulásán keresztül erősítheti a bankok mérlegét ellensúlyozva a hitelezési képesség csökkenését.

A likviditásbővítésben és a lejáratú összhang javításában mérföldkönek számíthat a jegybanknak az univerzális jelzáloglevél-kibocsátást lehetővé tevő jogszabály-módosítási javaslata, és az annak nyomán beinduló jelzáloglevél-kibocsátások. Ennek hatására érdemben mérséklődhetnek a megújítási kockázatok, és a jelentős fedezetbővülés miatt érdemi növekedés következhet be a likviditási puffereben is. Mindennek a sikerét a jegybank eszközvásárlási programmal is támogatná.

A kialakuló eszközrendszer csökkenti a hitelnyújtást fékező likviditási korlátokat, és védőhálót biztosít az esetleges kedvezőtlen likviditási sokkokkal szemben.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

BIS (2011): The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions. *BIS CGFS Papers*, no. 43.

BIS (2012): European bank funding and deleveraging. *BIS Quarterly Review*, March.



CSÁVÁS Cs.–SZABÓ R. (2010): A forint/deviza FX-swap szpredek mozgatórugói a Lehman-csőd utáni időszakban. *Hitelintéze-ti Szemle*, 9. évf. 6. sz.

IMF (2012): *Global financial stability report*, Ápril.

ISHI, K.–M. STONE–E. B. YEHOUÉ (2009): Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies. *IMF Working Paper*, no. 09/226.

KREKÓ J.–BALOGH Cs.–LEHMANN, K.–MÁTRAI R.–PULAI Gy.–VONNÁK B. (2012): Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei. *MNB-tanulmányok*, 100.

MAGYAR NEMZETI BANK: *Felmérés a hitelezési vezetők körében a bankok hitelezési gyakorlatának vizsgálatára*. [URL](#).

MAGYAR NEMZETI BANK (2009): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, április

MAGYAR NEMZETI BANK (2012a): *A jegybank forint- és devizapi-aci műveleteinek üzleti feltételei*. 2012. április 16. [URL](#).

MAGYAR NEMZETI BANK (2012b): *Jelentés a pénzügyi stabilitás-ról*, április.

PÁLES J.–VARGA L. (2008): A magyar pénzügyi piacok likviditá-sának alakulása – mit mutat az MNB új aggregált piaci likvi-ditási indexe?. *MNB-szemle*, április.

VARGA L. (2010): A választható tartalékráta bevezetésének indokai Magyarországon. *MNB-szemle*, október.

# Lehmann Kristóf: A nemkonvencionális jegybanki eszközök nemzetközi tapasztalatai<sup>1</sup>

A cikk áttekinti a nemkonvencionális jegybanki eszközök használatának nemzetközi tapasztalatait. Nemkonvencionális eszközök alkalmazása akkor lehet indokolt, ha olyan pénzügyi piaci súrlódás, zavar, kudarc vagy korlát áll fenn, ami miatt a jegybanki mérlegek nagyságát és/vagy összetételét megváltoztató eszközök a hagyományos kamatpolitikánál hatásosabban lehetnek a monetáris politikai célok elérésében.

## BEVEZETÉS

A pénzügyi válság során alkalmazott nemkonvencionális monetáris politikai eszközök végső célja – hasonlóan a jegybankok eredeti céljához – az árstabilitás elérése vagy fenntartása (több esetben a defláció elkerülése), illetve a pénzügyi közvetítőrendszer összeomlásának megakadályozása, és ezen keresztül a gazdasági visszaesés mértékének csökkentése. A nemkonvencionális eszközök tehát a monetáris politika főbb célkitűzéseit támogató eszközökként értelmezhetők. Alkalmazásuk akkor lehet indokolt, ha olyan pénzügyi piaci súrlódás, zavar, kudarc vagy korlát áll fenn, ami miatt a hagyományos monetáris vagy fiskális eszközök-nél a jegybanki mérlegek nagyságát és/vagy összetételét megváltoztató eszközök eredményesebbek lehetnek.

Két helyzetet különböztethetünk meg, amikor ezen eszközök alkalmazása indokolt lehet. Egyrészt, a válság során a fejlett országok egy része nulla közelébe csökkentette irányadó kamatát („zero lower bound”), így további monetáris lazításra csak alternatív eszközökkel nyílt lehetőség. Ebben az esetben a nemkonvencionális eszközök gyakorlatilag **felváltják, helyettesítik** a hatékonyságukat elvesztő konvencionális eszközöket.

A másik esetben a nemkonvencionális eszközök a monetáris transzmisszióban fontos szerepet betöltő valamely pénzügyi piac alacsony likviditásában, indokolatlan felárakban jelentkező zavarait próbálják meg enyhíteni. Ekkor a nemkonvencionális eszközök a transzmisszió helyreállításá-

val **kiegészítik** a monetáris politikát, így alkalmazásuk nullánál magasabb kamat mellett is indokolt lehet.

## A NEMKONVENCIONÁLIS ESZKÖZÖK TÍPUSAI

A nemkonvencionális eszközök céljai és a hozamokra való hatásuk szerint két csoportba sorolhatók (1. ábra).

Az eszközök egyik csoportjának célja a **kockázatmentes hozamgörbe mérséklése**, laposítása. Idetartoznak azok a jegybanki likviditásnyújtó intézkedések, amelyekben a jegybank fix kamat mellett nyújt fedezett hitelt a pénzügyi szektor szereplőinek. A kamatvárakozásokon keresztül a hozamgörbe laposításának célját szolgálja az alacsony jegybanki kamat huzamosabb tartására vonatkozó jegybanki elköteleződés, vagyis a kamatemelési várakozások mérséklése is.<sup>2</sup> A hosszú lejáratú kockázatmentes hozam a várt kamaton felül lejáratí prémiumot tartalmazhat, amit hosszú lejáratú állampapírok vásárlásával lehet mérsékelni. A hozamgörbe hosszabb vége befolyásolásának szándékával kifejezetten azon országok jegybankjai éltek, amelyek számára a nulla közelében lévő rövid kamatszint miatt csak a hosszú hozamok mérséklése jelenthetett érdemi monetáris impulzust (pl. az angol jegybank, a japán jegybank, a Fed<sup>3</sup>).

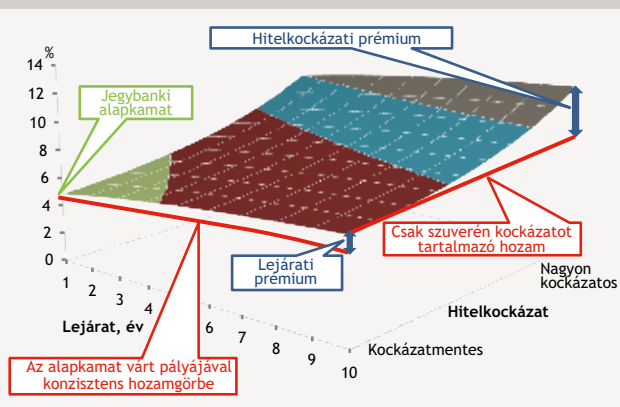
Az intézkedések másik csoportja valamelyik hitelpiacon megjelenő **hitelkockázati prémium (kockázati felár) mérséklését** tűzte ki célul. Idetartozik a vállalati hitelkockázatot mérséklő vállalatikötvény-vásárlás, a bizalomhiány

<sup>1</sup> Jelen cikk a KREKÓ JUDIT–BALOGH CSABA–LEHMANN KRISTÓF–MÁTRAI RÓBERT–PULAI GYÖRGY–VONNÁK BALÁZS (2012): Nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatai és hazai lehetőségei. *MNB-tanulmányok*, 100. című háttér tanulmány alapján készült.

<sup>2</sup> Az extrém alacsony kamatszint huzamosabb ideig történő fenntartására irányuló ígéretet tett pl. a Fed, az angol, a japán, a kanadai és a svéd jegybank.

<sup>3</sup> A leggyakrabban említett fejlett piaci jegybankokra teljes nevük helyett elterjedt rövidítésükkel hivatkozunk: Fed (Federal Reserve System, ill. Federal Reserve Bank of New York, az USA jegybankja), EKB (Eurosystem, ill. Európai Központi Bank).

**1. ábra**  
A kamattranszmisszió lejáratú és kockázati szerkezetének stilizált ábrája



következtében megugrott bankközi piaci hozamokat mérsékelni hivatott likviditásnyújtó intézkedések, valamint ebbe a csoportba sorolható az állampapír-vásárlás, ha annak célja az indokoltnál magasabb szuverén kockázati felár mérséklése (pl.: az EKB esetében).

A beavatkozás módja szerint három csoportba sorolhatóak az alkalmazott eszközök.

A banki likviditásnyújtó, refinanszírozási ügyletek első sorban a likviditási feszültségek enyhítésében, a hitelezési képesség javításában, a forrásköltség csökkentésében lehetnek eredményesek. Akkor, ha a bankok forrásszerzési nehézségekkel küszködnek, a banki forrásköltség túl magas a jegybank irányadó kamatahoz képest, vagy a bankok mérlegében túl sok eszköz válik illikviddé. Az eszközcsoport azonban hatástalan abban az esetben, ha a banki hitelezést elsősorban a rossz tőkehelyzet korlátozza, illetve ha a hitelkínálat egyéb okokból, például a mérlegek leépítésének hosszabb távú szándéka miatt, vagy a bankok kockázatkerülésének nagyfokú erősödése miatt szűkül. A Lehman Brothers csődje utáni piaci pánik idején, amikor a bankközi piacok kiszáradtak, sok fejlett és feltörekvő piaci jegybank alkalmazott likviditási feszültségeket enyhítő eszközöket. Az eszközcsoport leggyakrabban alkalmazott eszközei az elfogadható fedezeti köri előírások enyhítése, a tartalékszabályok módosítása, hazai valutában vagy devizában nyújtott hiteleszközök, hosszabb futamidejű fedezett hiteleszközök. A banki likviditásnyújtó intézkedések a jegybank számára kevésbé kockázatosak,<sup>4</sup> egyszersmind a legsúlyosabb körű probléma – a likviditás szűkössége – esetén eredményt hozó intézkedések. Általános kockázata az erkölcsi kocká-

zat (moral hazard)<sup>5</sup>, a piackiszorítás, a beavatkozás bizonytalan lezárása (exit stratégia).

A közvetlen hitelpiaci beavatkozások (vállalati értékpapír- és jelzáloglevél-vásárlás, közvetlen hitelnyújtás) esetén a jegybank közvetlen kapcsolatba kerül a magánszektorral, felvállalja annak hitelkockázatát, így közvetlenül tud hatni a kockázati felárrakra. A közvetlen beavatkozások a közvetettelnél eredményesebbek lehetnek, ha a nem banki instrumentumok (pl. vállalati kötvények) jelentős szerepet töltenek be a magánszektor finanszírozásában, illetve ha a pénzügyi közvetítőrendszer strukturális, monetáris politikai eszközökkel nem enyhíthető problémái a bankrendszer kikerülését indokolják. A közvetlen hitelpiaci beavatkozások jelentősebb kockázatnak teszik ki a jegybankot. Egyrészt a jegybank mérlegébe bekerülő hitelkockázat jegybanki veszteséghez, így végső soron fiskális költséghez vezethet. Ez a többletkockázat előzetes megállapodást tehet indokolttá a kormány és a jegybank közötti veszteségmegosztásról – a jegybanki hitelesség megőrzése érdekében. Másrészt a beavatkozások nem szándékolt szektorális, illetve vállalatméret szerinti torzítást, és így nem hatékony forrásallokációt eredményezhetnek. Az eszközcsoportot érdemben csak néhány fejlett ország jegybankja alkalmazta. Ezt részben az magyarázza, hogy kevés országban áll rendelkezésre fejlett értékpapírpiac (1. táblázat), amelyen keresztül hatékonyan és érdemben hatni lehet a magán-

**1. táblázat**  
A magánszektorban nyújtott banki hitelek aránya és a tőkepiaci kapitalizáció a GDP arányában

	A magánszektorban nyújtott banki hitelek a GDP arányában (%)	Tőkepiaci kapitalizáció a GDP arányában (%)
	2008	2008
Ausztria	130,7	17,4
Németország	126,3	30,5
Magyarország	80,3	12,0
Ausztrália	143,7	65,0
Egyesült Királyság	211,7	69,7
Kanada	178,1	66,9
USA	220,8	82,1
Japán	299,6	66,0
Dél-Korea	109,4	53,1
Izrael	90,1	66,5

Forrás: Világbank.

<sup>4</sup> Általában az idetartozó eszközök fedezett hitelt jelentenek, így akkor jelentenek jegybanki veszteséget, ha a partner is bedől és a fedezet is elveszti az értékét.

<sup>5</sup> Az erkölcsi kockázat lényege, hogy a piaci szereplők a veszteségek megosztására, külső segítségnyújtásra számítanak, ezért döntéseik kevésbé lesznek óvatosak vagy kockázatkerülők.

szektor hitelkondícióira. Másrészt a jegybank által vállalt hitelkockázat és esetleges fiskális költségek miatt a lépéseket jellemzően a nagy hitelességgel rendelkező jegybankok alkalmazzák.

Végül az eszközök harmadik csoportjába a nagy volumenű állampapír-vásárlások tartoznak. **Állampapír-vásárlásokat** jellemzően a nulla kamatszintet elérő, nagy hitelességű jegybankok alkalmazták, hogy a hosszabb lejáratú kockázatmentes hozamok mérséklésén és a gazdaságban lévő pénzmennyiség növelésén keresztül az aggregált keresletet élénkítsék, és csökkentsék a defláció kockázatát. Az EKB állampapír-vásárlásait ezzel szemben néhány kockázatosabb eurozóna-tagország hozamfelárának drasztikus emelkedése, túllövése motiválta. A cél ez esetben az állampapírpiac likviditási feszültségének enyhítése, a monetáris transzmisszió helyreállítása, az önbeteljesítő szuverén válság elkerülése volt.

A nagy volumenű állampapír-vásárlás kockázatos eszköz. A nemkonvencionális eszközökön belül az állampapír-vásárlás esetében merül fel leginkább az inflációs célkövetéssel, vagy általánosságban az árstabilitást elsődleges célként megfogalmazó, független jegybanki szereppel való összeegyeztethetőség problémája. Nem egyértelmű a likviditási vagy transzmissziós célok szolgálata és a monetáris finanszírozás közötti határvonal sem. Annak érdekében, hogy a piac ne adósságfinanszírozásnak ítélje, a jegybankok alapvetően a másodpiacon avatkoznak be. Ha azonban egy jegybank folyamatosan nagy volumenben vásárol állampapírokat, akkor a másodpiaci beavatkozás esetében is elmosódhat a határvonal a transzmissziós célok és a monetáris finanszírozás között.

Az állampapír-vásárlás – az államháztartás finanszírozási költségeinek csökkentése révén – késleltetheti az esetlegesen szükséges fiskális kiigazítást. Mindez kedvezőtlen esetben a fiskális hatóságokba és a monetáris politika függetlenségébe vetett bizalmat is alááshatja. A sikeres alkalmazáshoz – mind a makrogazdasági stabilizációs céllal, mind az állampapír-piaci turbulenciák idején alkalmazott vásárlások esetében – alapvető feltétel a hiteles monetáris és fiskális politika, az alacsony országgkockázat. Nem hiteles esetben – amennyiben a befektetők várakozásaiban dominánsá válik a monetáris finanszírozástól való félelem – az állampapír-vásárlás végső soron az inflációs várakozások túlzott mértékű emelkedését, és így a szándékoktól eltérően, az állampapírhozamok emelkedését is eredményezheti.

## ELMÉLETI MODELLEK

A nemkonvencionális eszközök elméleti modelljeinek középpontjában a pénzügyi sűrűlódások állnak. Gertler-Karádi (2011) modelljében a jegybanki beavatkozás azért eredményez jóléti nyereséget, mert a pénzügyi közvetítőkkel szemben az állam korlátlanul tud olcsóbb forrást bevonni kockázatmentes állampapírok kibocsátásával. A jegybanki hitelezés hatékonysági veszteséget jelent a pénzügyi közvetítőrendszerhez képest, ez utóbbi azonban válság idején különösen erős forrásbevonási korlátokkal szembesül, ami érdemben növeli a jegybanki beavatkozás nettó nyereségét. A nemkonvencionális eszközöket tehát csak válság esetén érdemes alkalmazni, mivel a pénzügyi közvetítőrendszer és a gazdasági aktivitás helyreállása után a nettó hasznok eltűnnek. Ebben a modellben a beavatkozásnak – mivel a pénzügyi zavarok indokolják – nemcsak zéró alapkamat mellett van értelme, de zéró alapkamat mellett a beavatkozás várható nyeresége nagyobb. Fontos eleme a modellnek, hogy a jóléti nyereség realizálásához csak alacsony országgkockázat esetén nyílik lehetőség.

Curdia-Woodford (2010a, 2010b) pénzügyi közvetítőrendszerrel kiegészített új-keynesi modelljében a pénzügyi sűrűlódások forrása a bankok és a hitelfelvevők közötti aszimmetrikus információ, ami költségessé teszi a hitelezést, a betéti és hitelkamatok közötti felárat megemelik. Gertler-Karádi (2011) modelljéhez hasonlóan a nemkonvencionális beavatkozás csak a pénzügyi közvetítőrendszer zavarára, azaz pénzügyi válság idején eredményez jóléti nyereséget, amikor a pénzügyi közvetítés költségei drasztikusan nőnek.

## NEMZETKÖZI TAPASZTALATOK

A világ nagy jegybankjai számos nemkonvencionális eszközt vetettek be a 2008-as válság idején a pénzügyi zavarok enyhítése és az árstabilitás fenntartása érdekében. Az eszközök értékelése során módszertani problémát jelent, hogy nem oldható meg egyértelműen az eszközvásárlások piaci hatásainak elkülönítése a többi likviditásfokozó vagy egyéb monetáris eszközök, illetve a piaci folyamatok hatásaitól, valamint, hogy nincs jól meghatározható alternatív forgatókönyv, amelyhez viszonyítani lehetne a nemkonvencionális eszközök sikerét. Mindezek ellenére számos tanulmány és kutatás tett kísérletet a programok vagy programcsoportok hatásainak számszerűsítésére.<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Az alkalmazott eszközök között regressziók, ökonometriai modellek (VAR, GARCH-M, hibakorrekciós modell, késleltetett eredményváltozójú modell), DSGE-modellek, valamint esettanulmányok szerepeltek.

## Fejlett országok

A legtöbb empirikus vizsgálat a pénzügyi piacokra gyakorolt hatásokat, azon belül is kiemelten az érintett eszközök hozamára (a lejáratú prémiumra, kockázati felárakra) vagy mennyiségi elemekre (piaci forgalom, hitelkínálat) gyakorolt hatást vizsgálta. A tanulmányok többsége a nemkonvencionális eszközök mindhárom típusa esetén hangsúlyozza a programok eredményességét a monetáris és a pénzügyi kondíciók enyhítésében, a likviditási helyzet javításában.

Klyuev et al. (2009) szerint jellemzően abban a piaci szegmensben, ahol a beavatkozás történt, csökkent a piaci pánik. Ezzel összhangban a pénzügyi stresszindikátorok közel a Lehman-csőd előtti szintre csökkentek, mérséklődtek a kockázati felárak. A hitelezésre, illetve az aggregált keresletre gyakorolt hatásra vonatkozóan jóval kevesebb becslés született, ezek azonban jelentős, pozitív makrogazdasági hatást mutattak ki: az eszközök nélkül a hitelezés és a GDP visszaesése is nagyobb lett volna, bár a hitelezés és a gazdaság növekedési pályára állítását az eszközök nem tudták elérni (Klyuev et al., 2009). A központi bankoknak limitált a szerepük a kereskedelmi bankok tőkeszükségletének elősegítésében. Annak ellenére, hogy a válság alatt számos bank hajtott végre tőkeemelést és ezáltal sikerült stabilizálni a bankrendszert, az emelések után sem állt rendelkezésre elegendő tőke a kielégítő hitelezés és a gazdasági fellendülés érdemi elindításához. A reálgazdasági eredmény tehát inkább abban az értelemben mutatható ki, hogy mennyivel lett volna nagyobb a visszaesés a programok alkalmazása nélkül. Az eddig egyetlen teljesen befejezett programnak tekinthető japán példa is azt mutatja, hogy a pénzügyi közvetítőrendszer strukturális problémái<sup>7</sup> esetén a nemkonvencionális eszközök csak korlátozott eredmények elérésére lehetnek képesek.

Lenza et al. (2010) és Fahr et al. (2010) az EKB likviditásnyújtó eszközeit értékelték oly módon, hogy különböző feltételezésekkel élve a nemkonvencionális eszközök nélküli alternatív forgatókönyvet állítottak fel. Lenza et al. (2010) eredménye szerint az EKB eszközei szignifikáns szerepet játszottak a gazdaság stabilizálásában a Lehman-csőd utáni időszakban. Fahr et al. (2010) becslése szerint az eszközök nélkül az eurozónát 2010 első feléig több mint egy százalékponttal alacsonyabb GDP-növekedés és defláció jellemezte volna. Az EKB eszközfedezetű kötvényvásárlási programja Beirne et al. (2011) kutatása alapján sikeresnek mondható. A fedezett kötvények hozamfelára csökkent, a pénzpiaci hozamok csökkentek, minden lejáratú horizonton élénkültek

a kötvénypiacok. Lényeges tapasztalat, hogy az államadóság fenntarthatóságával küzdő euroövezeti országokban a program a fedezett kötvények piacán sem tudta javítani a hozamokat, teljesen hatástalan volt.

Joyce et al. (2011) több piaci indikátor alapján vizsgálta az angol jegybank programjainak hatásait. Egy regressziós modellel próbálták megállapítani a Reuters elemzői felmérés szerinti várt programnagyság segítségével a bejelentések hírértéke és a piaci hatás közötti összefüggést. Vizsgálatuk eredménye szerint a teljes 200 milliárdos program 125 bázispontos hozamcsökkenést okozott. Ebben az időszakban más országokban ennél kisebb mértékben volt megfigyelhető a hasonló felárak csökkenése, ami azt erősíti, hogy országspecifikus jelenségről van szó. Kapetanios et al. (2011) több idősoros modellje segítségével arra a következtetésre jutott, hogy a mennyiségi lazító program nélkül az állampapírhozamok 100 bázisponttal lettek volna magasabbak, míg a GDP 1,5, a fogyasztóiár-index 1,25 százalékkal lett volna alacsonyabb.

A 2001 és 2006 közötti japán mennyiségi lazítás értékelése megosztja a szakembereket. Annak ellenére, hogy Bernanke et al. (2004), valamint Shirakawa (2009, 2012) hangsúlyozták a program bizonyos sikereit (sikerült a hozamgörbét lefelé tolni), megjegyzendő, hogy a legfontosabb célt, a gazdaság élénkítését, a deflációból való kitörést nem sikerült elérni.<sup>8</sup> A program sikertelenségére utalt Bini Smaghi (2009), aki szerint a tartalékcélokot sikerült ugyan elérni, a multiplikátorhatás azonban gyengült, mert a bankok a rossz tőkeszerkezetük miatt nem növelték a hitelkihelyezéseiket a vállalatoknak. A japán bankrendszer a rossz hitelek nem építette le a '90-es évekig, ezért a banki hitelezés lassult, ami tartós stagnálást eredményezett. A japán példa azt mutatja, hogy a tőkeáttétel csökkentése nem lassítható érdemben monetáris lazítással. Berkmen (2012) elemzése szerint a 2008 óta alkalmazott japán program a növekedési hatás tekintetében valamivel eredményesebb a 2001–2006-os mennyiségi lazításnál, ami elsősorban annak tulajdonítható, hogy az elmúlt évtized egészségesebb mérlegeiknek köszönhetően sem a bankrendszer, sem a vállalati szektor nem kényszerül hosszadalmas mérlegkiigazításra.

A Fed programjainak átfogó értékelése kapcsán Gagnon et al. (2010) kiemelte annak sikereit a lejáratú prémium csökkentésével, a hosszú távú kamatok leszorításával. A tanulmány a jelzálogpiaci válságkezelést tartotta a leghatékonyabbnak, mivel itt a célzott eszközök a piac teljes összeomlását tudták kivédeni. Az elemzés továbbá megjegyzi,

<sup>7</sup> Ha rossz a bankok hitelportfóliója, akkor mérlegeik leépítésével válaszolnak, ami hosszú távon csökkentheti a vállalati hitelezést.

<sup>8</sup> Klyuev et al. (2009).

hogy az állampapírok és a vállalati kötvények piacán is érzékelhető pozitív hatást váltottak ki az összehangolt programok. Általánosságban a Fed eszközvásárló programjairól megállapítható, hogy a növelték a piaci likviditást, csökkentették a szpredekert és növelték az értékpapír-kibocsátást. Számos tanulmány igyekezett kvantitatív becslést adni a nagy volumenű eszközvásárlási programok hatásairól. Összességében a tanulmányok megállapításai alapján elmondható, hogy a programok a pénzügyi piacokra jelentős pozitív hatással voltak. Az irodalomban a programok értékelése alapján a Fed nagy volumenű eszközvásárlási programjának első szakaszáról erős konszenzus alakul ki, ami a 10 éves lejáratú kincstárjegyek és a jó hitelminősítésű vállalati kötvények hozamát mintegy 50 bázisponttal csökkentette.<sup>9</sup>

A makrogazdasági hatások tekintetében a tanulmányok következtetései jelentősen szóródnak. Ugyanakkor kiemelik, hogy a programok nélkül lényegesen nagyobb lett volna a GDP-visszaesés mértéke. Baumeister–Benati (2010) 4 százalékponttal alacsonyabb reál-GDP-növekedést becsül mind az USA-ban, mind az Egyesült Királyságban 2009 első negyedében az eszközvásárlási programok hatására. Chung et al. (2011) a Fed programjainak elemzése kapcsán arra a megállapításra jutott, hogy a lejáratú prémiumok átlagosan 50 bázisponttal csökkentek az első mennyiségi lazító program és további 20 bázisponttal a második program hatására. A gazdasági növekedés az első program nélkül 2 százalékponttal lenne alacsonyabb 2012-ig, a második program nélkül pedig további 1 százalékponttal csökkent volna a GDP.

### Feltörekvő országok

A feltörekvő országok jegybankjai a Lehman-csőd után széles körben – bár a fejlett országok jegybankjainál kisebb mértékben – alkalmaztak likviditási feszültséget enyhítő eszközöket, ezen belül is elsősorban devizalikviditási eszközöket. A nagymértékű és szisztematikus likviditáscsökkentő eszközök, a közvetlen hitelpiaci beavatkozások és az állampapír-vásárlás azonban csak szórványosan, és csak – a több tekintetben – inkább fejlett országnak tekinthető feltörekvőknél fordult elő (Ishi et al., 2009; Stone et al., 2011; Moreno, 2011). Vállalatikötvény-vásárlást a koreai, állampapír-vásárlást pedig az izraeli jegybank hajtott végre 2009-ben. Mindkét ország alacsony alapkamattal, a feltörekvő országokra jellemzőnél lényegesen kedvezőbb hitelbesorolással és kockázati mutatókkal, jobb inflációs teljesítménnyel és fejlett tőkepiaccal rendelkezik.

Két alapvető okra vezethető vissza, hogy a feltörekvő országok ritkábban alkalmaztak nemkonvencionális jegybanki eszközöket. Egyrészt, jellemzően kisebb volt a makrogazdasági kényszer, ugyanis az érintett jegybankok jóval ritkábban kerültek a nulla kamatláb közelébe. Sok feltörekvő országban a válság kitörése után először kamatot emeltek, így az átlagos alapkamat 5 százalék fölött volt 2009-ben is. Sok esetben kisebb volt a gazdaságot érő reálgazdasági sokk és a pénzügyi piaci turbulencia mértéke, és általában nem volt olyan deflációs veszély, amely a fejlett országokban szükségessé tette volna a további monetáris lazítást. Sok feltörekvő országban – például a kelet-közép-európai régióban – azonban a nemkonvencionális eszközök alkalmazására sérülékenyséjük miatt jóval kisebb a mozgástér, mint a fejlett országokban. Az átlagosan gyengébb hitelbesorolás, magasabb országkockázati felárak, magas külső adósság és a devizakitettség miatt az extenzív és szisztematikus likviditáscsökkentés kockázatokat hordoz, ugyanis a reálgazdasági kereslet élénkülése helyett tőke kivonáshoz és nem kívánt árfolyam-leértékelődéshez vezethet (Ishi et al., 2009). Ez különösen igaz abban az esetben, ha alacsony a monetáris politika hitelessége, és a piac inkább a fiskális feladatok jegybankhoz delegálásaként, fiskális terhek elrejtéseként vagy monetáris finanszírozásaként értékeli az akciókat. Az árfolyam-leértékelődés azokban az országokban kiemelt kockázat, ahol nagy a bankrendszer vagy a belföldi szereplők árfolyamkitettsége, mint például Magyarországon.

A szűk fiskális politikai mozgástér – Gertler–Karádi (2011) modelljének keretei között értékelve – annyit jelent, hogy az állam a modell feltevéseivel szemben nem tud korlátlanul és pluszköltség nélkül forrást bevonni a piacról, csak a kockázati prémium további emelkedése mellett, ami rontja az államadósság fenntarthatóságát. Vagyis a rendkívül magas és a további kiadások növekedésére érzékeny szuverén kockázati felár növekedése mellett az állam forrásoldali előnye jóval kisebb, mint a magánszektor mérlegkorlátait előtérbe helyező Gertler–Karádi-modellben, ami megkérdőjelezi a beavatkozás eredményességét.

Ezeket a veszélyeket támasztja alá Jacome et al. (2011) elemzése is, amelyben a szerzők 16 latin-amerikai ország 1995–2007 közötti pénzügyi válságait áttekintve azt vizsgálták, hogy a válságok alatt nyújtott jegybanki likviditási milyen hatást gyakorolt a pénzügyi és makrogazdasági folyamatokra. Eredményeik szerint a bankrendszer likviditási helyzetét javítani kívánó jegybanki konstrukciók jellemzően inkább tovább növelték az instabilitást. A korlátozott gazdaságpolitikai hitelesség közepette a monetáris

<sup>9</sup> Gagnon et al. (2010), Joyce et al. (2011).



politika nem tudta helyreállítani a bizalmat a pénzügyi piacokon. A pénzügyi rendszernek nyújtott forrásokat a gyengébb bankokból kivonták, és ezek az erősebb bankoknál vagy tőkekivonásként külföldön csapódtak le, ezzel gyengítve a devizaárfolyamot és a problémás bankok helyzetét. A hozamok a leértékelődési és inflációs várakozások erősödése nyomán tovább emelkedtek, tovább élezve a stabilitási feszültségeket. Összességében az aktív monetáris politika sok esetben nem tudta megakadályozni az árfolyam és bankválság kiteljesedését, hanem a pénzügyi rendszerbe kerülő túlzott mértékű likviditás nyomán maga is hozzájárult ahhoz. A bankválságok „monetizálása” a jelentős mértékű devizaadósságok miatt általában negatív hatott a gazdasági növekedésre is. A tanulmány szerint a nagymértékű jegybanki likviditásnyújtás emellett számos esetben csorbította a jegybank függetlenségét. A programok a bankcsődök és a fedezetek értékvesztése nyomán helyenként jelentős költséget okoztak. A kormányzat sok esetben vonakodott a veszteséget pótolni, és a jegybanknál tőkét emelni, ezzel veszélybe sorolva a jegybank hatékony működését, céljainak elérését.

## KÖVETKEZTETÉSEK

Cikkünkben áttekintettük a nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazásának nemzetközi tapasztalatait. Az elméleti modellek következtetése szerint a nemkonvencionális jegybanki eszközök alkalmazása akkor eredményezhet jóléti nyereséget, ha a pénzügyi közvetítőrendszer erős forrásbevonási korlátokkal szembesül, és az állam – alacsony országgockázat mellett – korlátlanul tud olcsóbb forrást bevonni kockázatmentes állampapírok kibocsátásával. Az empirikus elemzések a fejlett országokban alkalmazott nemkonvencionális eszközöket eredményesnek értékelték a piaci feszültség mérséklésében, a piaci likviditás növelésében, a hozamok csökkentésében, és bár a növekedés beindításában sikertelennek bizonyultak, a hitelezés és a kibocsátás visszaesését képesek voltak mérsékelni. A rosszabb hitelbesorolású, magas külső adósságú, sérülékeny, feltörekvő országok esetében a nemkonvencionális eszközök alkalmazására jóval kisebb a mozgástér. Válság során az amúgy legkevésbé kockázatosnak számító, likviditásbővítő intézkedések árfolyam-leértékelődést és tőkekivonást eredményezhetnek, valamint az állami kockázatátvállalással járó beavatkozások növelhetik a fiskális fenntarthatóságra vonatkozó piaci aggodalmakat.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

BAUMEISTER, C.–L. BENATI (2010): Unconventional Monetary Policy and the Great Recession. *European Central Bank Working Paper*, no. 1258.

BEIRNE, J.–L. DALITZ–J. EJSING–M. GOTHE–S. MANGANELLI–F. MONAR–B. SAHEL–M. SUSEC–J. TAPKING–T. VONG (2011): The Impact of the Eurosystem’s Covered Bond Purchase Programme on the Primary and Secondary Markets. *ECB Occasional Paper Series*, no. 122 January.

BERKMAN, S. PELIN (2012): Bank of Japan’s Quantitative and Credit Easing: are they now more effective?. *IMF Working Paper*, vol. 12 no. 2.

BERNANKE, B. S.–V. R. REINHART–B. P. SACK (2004): Monetary policy alternatives at the zero bound: an empirical assessment. *Finance and Economics Discussion Series*, no. 48, Board of Governors of the Federal Reserve System (U. S.).

BINI SMAGHI, L. (2009): *Conventional and unconventional monetary policy. Keynote lecture at the International Center for Monetary and Banking Studies (ICMB)*, Geneva, 28 April 2009.

CHUNG, H.–J. P. LAFORTE–D. REIFSCHEIDER–J. WILLIAMS (2011): Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events?. *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper*, no. 1.

CURDIA, V.–M. WOODFORD (2010a): Conventional and Unconventional Monetary Policy. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, July–August, 92 (4), pp. 229–64.

CURDIA, V.–M. WOODFORD (2010b): The Central-Bank Balance Sheet as an Instrument of Monetary Policy. *NBER Working Papers*, no. 16208.

FAHR, S.–R. MOTTO–M. ROSTAGNO–F. SMETS–O. TRISTANI (2010): *Lessons for monetary policy strategy from the recent past*.

GAGNON, J.–M. RASKIN–J. REMACHE–B. SACK (2010): Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work?. *Fed Staff Report*, no. 441.

GERTLER, M.–P. KARADI (2011): A model of unconventional monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, no. 58, pp. 17–34.

ISHI, K.–M. STONE–E. B. YEHOUÉ (2009): Unconventional Central Bank Measures for Emerging Economies. *IMF Working Paper*, no. 09/226.

JACOME H.–T. SAADI-SEDIK–S. TOWNSEND (2011): Can Emerging Market Central Banks Bail Out Banks? A Cautionary Tale from Latin America. *IMF Working Paper*, no. 11/258.

JOYCE, M.-A. LASAOSA-I. STEVENS-M. TONG (2011): The financial market impact of quantitative easing in the United Kingdom. *International Journal of Central Banking*, vol. 7 no. 3, pp. 113-61.

KAPETANIOS, G.-H. MUMTAZ-I. STEVENS-K. THEODORIDIS (2011): Assessing the economy-wide effects of quantitative easing. *BoE Working Paper*, kézirat.

KLYUEV, V.-P. DE IMUS-K. SRINIVASAN (2009): Unconventional Choices for Unconventional Times: Credit and Quantitative Easing in Advanced Economies. *IMF Staff Position Note*, no. SPN/09/27, November.

LENZA, M.-H. PILL-L. REICHLIN (2010): Monetary Policy in Exceptional Times. *ECB Working Paper Series*, no. 1253.

MORENO, R. (2010): Central bank instruments to deal with the effects of the crisis on emerging market economies. The global crisis and financial intermediation in emerging market economies. *BIS Paper*, no. 54.

SHIRAKAWA, M. (2009): Unconventional Monetary Policy – Central Banks: Facing the Challenges and Learning the Lessons. *Speech at the Conference co-hosted by the People's Bank of China and the Bank for International Settlements in Shanghai*, 8 August.

SHIRAKAWA, M. (2012): Deleveraging and growth – is the developed world following Japan's long and winding road?. *Lecture at the London School of Economics*, 10 January.

STONE, M.-K. FUJITA-K. ISHI (2011): Should Unconventional Balance Sheet Policies be Added to the Central Bank Toolkit? A Review of the Experience So Far. *IMF Working Paper*, no. 11/145.



# Pulai György–Reppa Zoltán: A végtörlesztésekhez kapcsolódóan bevezetett jegybanki euroeladási program kialakítása és megvalósítása

A 2011. őszi végtörlesztési program következtében a hazai bankoknak több milliárd euro nagyságú devizavásárlási igénye keletkezett. Ennek devizapiacra történő beszerzése már önmagában a forint számottevő gyengülését eredményezte volna, ráadásul a gyengülést erősítő spekulációs hullámot indíthatott volna el. Az MNB euroeladási programjának célja az volt, hogy a devizatartalék körültekintő, jól meghatározott feltételekkel történő felhasználásával elejét vegye a hazai fizetőeszköz leértékelődésének az ország sérülékenységének növekedése nélkül. A hazai bankok helyzetét, és így az eszköz kidolgozását is nagymértékben nehezítette, hogy a végtörlesztésre kerülő állomány nagysága, és ennél fogva a fedezéshez szükséges deviza mennyisége is bizonytalan volt. Az eszköz paramétereit tehát úgy kellett meghatározni a jegybanknak, hogy a hitelintézetek folyamatosan tudjanak a jegybanktól devizát vásárolni, de a túlfedezést ne ösztönözze, továbbá a piaci árnál ne legyen olcsóbb az eszköz, de ne is rettentse el a bankokat az igénybevételtől. Az MNB összesen 22 tendert tartott, az ezek során eladott devizából közel 2,6 milliárd eurót fizetett ki, ami a teljes végtörlesztett állomány 60 százaléka.

## BEVEZETÉS

A devizahitelek – törvény által lehetővé tett – végtörlesztéséhez kapcsolódóan a bankoknak nagy, ráadásul bizonytalan mennyiségű devizavásárlási szükséglete keletkezett. Ennek a bankközi devizapiacra történő kielégítése az euro/forint árfolyam számottevő emelkedését és volatilitásának növekedését okozhatta volna. Mivel e folyamatok kedvezőtlen hatásúak lettek volna mind az inflációs kilátások, mind a pénzügyi stabilitás szempontjából, a Monetáris Tanács úgy döntött, hogy a jegybank a végtörlesztések nyomán felmerülő euroszükségletet elégítse ki devizatartalékai terhére, elejét véve ezzel egy túlzott mértékű forintgyengülésnek. Az MNB 2011. október 3-tól ezért egy új eszközt vezetett be, amelynek keretében eurót adott el forint ellenében hitelintézeti partnerei számára. Az alábbiakban bemutatjuk az euroeladási program felépítését, bevezetésének motivációját, az egyes paraméterek meghatározásához kapcsolódó megfontolásokat, valamint az eszköz igénybevételét. Az eszköz hatásai tekintetében csak a várt hatásokról teszünk említést, vagyis amelyekre az eszköz kidolgozásakor számítani lehetett. A tényleges hatások utó-

lagos elemzésére nem vállalkozunk, mivel azok nehezen különíthetők el egyéb események befolyásaitól.

## A VÉGTÖRLESZTÉSI PROGRAM KÖVETKEZMÉNYEI – MIÉRT VOLT SZÜKSÉG A JEGYBANKI ESZKÖZRE?

Egy devizahitel visszafizetéséhez devizára van szükség. Ez igaz a devizaalapú hitelek esetében is, jöllehet ott a deviza nem közvetlenül a hitel visszafizetéséhez, hanem az azt folyósító bank fedezeti ügyletének lezárásához kell.<sup>1</sup> Ez utóbbi ügyletek esetében ugyanis a hitel folyósítása – és ügyfél általi törlesztése is – forintban történik, a bank azonban a folyósításkor rögzített devizaösszeget tartja számon mérlegében az ügyféllel szembeni követelésként, függetlenül a későbbi árfolyamváltozásoktól. A bank tehát devizát követel ügyfelétől, devizakötelezettsége azonban ebből adódóan még nem keletkezik, így devizaárfolyam-kitettsége van (egységnyi elmozdulás a svájci frank/forint árfolyamban árfo-lyamnyereséget vagy -veszteséget eredményezne a bank számára). A bankok a hagyományos üzletmenetből adódó piaci kockázataikat többnyire igyekeznek fedezeti ügyletek-

<sup>1</sup> A deviza- és deviza alapú hitelekhez kapcsolódó fedezeti ügyletekről részletesen lásd: PÁLES JUDIT–KUTI ZSOLT–CSÁVÁS CSABA (2010): A devizawapok szerepe a hazai bankrendszerben és a swappiac válság alatti működésének vizsgálata. *MNB-tanulmányok*, 90.

kel fedezni (ez alól a szándékosan, spekulatív céllal felvállalt nyitott pozíciók jelentenek kivételt). Ennek érdekében a hitel folyósításával egy időben létre kell hozniuk egy deviza-kötelezettséget. Ezt két módon teheti a bank devizaforrás-ellátottságának függvényében: 1) (többnyire) devizacsere-ügylet (FX-swap, devizaswap) keretében kölcsönvesz devizát, amiből határidős devizakötelezettsége keletkezik,<sup>2</sup> 2) devizaforrást szerez (pl. külföldi anyabankjától), majd mindkét esetben a kapott devizát eladja a devizapiacra. A hitel ügyfél általi visszafizetések azonban, így a végtörlesztések esetében is, mindezek fordítottja következik be: a hitelintézetnek devizát kell vásárolnia a devizacsere-ügylet lezárásához, illetve a devizaforrás visszafizetéséhez.

Az otthonvédelemmel összefüggő egyes törvények módosításáról szóló T/4144. számú törvényjavaslat<sup>3</sup> elfogadását követően, vagyis a végtörlesztések árfolyamának rögzítésével olyan sajátos helyzet állt elő, hogy lényegében már a végtörlesztések megkezdése előtt kinyílt a hitelintézetek devizapozíciója, vagyis nem szándékolt devizaárfolyam-kitettségek keletkeztek, jóllehet ennek mértéke a volument tekintve bizonytalan volt. Mérlegük eszközoldalán a végtörlesztésre kerülő hitelkövetelések forintértéke fixálva lett a törvényjavaslat által,<sup>4</sup> mérlegük forrásoldalán, illetve a mérlegen kívüli tételeikben (vagyis a fent említett fedezeti ügyleteket is beleértve) azonban nem történt változás. Kitettségek megszüntetéséhez tehát devizát kellett vásárolniuk. Ennek mennyisége viszont ekkor még nem volt meghatározható, az ugyanis a végtörlesztő ügyfelek hitelállományának nagyságától függött, ami csak a későbbiekben vált ismertté.

A háztartási devizahitelek végtörlesztési programban részt vevő hányadának devizakitettsége úgy szűnhetett meg, hogy azt a gazdaság más szereplői vállalták át, attól függően, hogy a fedezéshez a bankok honnan vásárolták a devizát:

1. azon rész tekintetében, amelyhez a bankok az MNB-től vásárolták devizát az eszköz keretében, az MNB, vagyis közvetetten az állam vállalta magára a devizapozíciót azáltal, hogy az MNB devizatartalékai ennyivel csökkentek (a külföldiek forintkitettsége ezzel nem változott);

2. azon rész tekintetében, amelyhez a hazai bankok a bankközi piacon szerezték meg a szükséges devizát, az érintett háztartások devizapozíciója az alábbi szektorokhoz kerülhetett:

- a külföldi szereplőktől forint ellenében megvett deviza a külföldiek forintkitettséget növelte,
- a hazai vállalati szektortól forint ellenében megvett deviza a vállalati szektor pozícióját változtatta meg,<sup>5</sup>
- a lakossági szektoron belül került más háztartásokhoz, akik ebben az időszakban devizát adtak el.

Érdemes megjegyezni, hogy e tekintetben az egyes szektorok sem homogének, így pozíciójuk alakulásában nehéz elkülöníteni a végtörlesztések hatását egyéb tényezőktől. Ahogy a 2.c) pontból is látszik, a háztartási szektor sem egységes, hiszen egyes szereplők – a magasabb euro/forint árfolyamot kihasználva – devizát adtak el. Továbbá a külföldiek között is voltak olyan szereplők, akik devizát adtak el a hazai bankoknak, növelve ezzel forintkitettséget [lásd 2.a) pont], míg mások – a forint gyengülésére számítva – forintot adtak el, csökkentve ezzel forintkitettséget (utólag az látszik, hogy az utóbbi csoport dominált, ugyanis a külföldiek 2011 nyara és év vége között számottevő mennyiségű forintot adtak el a devizapiacra).

Amennyiben a hitelintézetek a végtörlesztésekhez szükséges devizát a devizapiacra (fenti 2. pont) egyszerre, nagy volumenben kívánták volna megszerezni forint eladásával, az a piacon hirtelen fellépő forintkínálat és devizakereslet hatására a forint hirtelen leértékelődését eredményezte volna. A végtörlesztési program piaci fogadtatása ráadásul már eleve inkább kedvezőtlen volt, mivel az jelentős többletterhet ró a pénzügyi közvetítőrendszerre, ami a piaci várakozások szerint kedvezőtlenül érinti a jövőbeli hitelezési képességet és hajlandóságot. A végtörlesztési program tehát már önmagában, a devizapiaci keresleti-kínálati hatáson túlmenően is növelte az országhoz tartozó kockázatot, és ezzel a forint gyengülése irányába hatott.

<sup>2</sup> A devizacsere-ügylet során a felek devizát cserélnek meghatározott időre: az egyik fél devizát vásárol a másik féltől (egy másik deviza, jelen esetben forint ellenében), és a felek egyúttal megállapodnak a jövőbeli visszavásárlásban is, melynek időpontját és árfolyamát az üzletkötéskor rögzítik. A csereügyletben a közelebbi lábon devizát vásárló félnek így jövőbeli devizafizetési kötelezettsége keletkezik (amely rendszerint mérlegen kívüli tételként van nyilvántartva).

<sup>3</sup> A későbbi 2011. évi CXXX. törvény az otthonvédelmi intézkedések kiterjesztése kapcsán a hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról szóló 1996. évi CXII. törvény módosításáról.

<sup>4</sup> A svájci frankban denominált kölcsönök 180 forint/frank árfolyamon, az euróban denominált kölcsönök 250 forint/euro árfolyamon, a japán jenben denominált kölcsönök 2 forint/jen árfolyamon.

<sup>5</sup> A tapasztalatok szerint magasabb euro/forint árfolyam (gyengébb forint) mellett jellemzően nagyobb volumenben ad el devizát a hazai vállalati szektor (az exportőr vállalatok így próbálják növelni jövőbeli devizabevételük forintértékét).

A forintra nehezedő leértékelődési nyomást ráadásul két további tényező is súlyosbíthatta volna:

1. a forint gyengülésére számítva a bankok feltehetően igyekeztek volna minél hamarabb megvenni a számukra szükséges devizát, hogy minél olcsóbban jussanak hozzá, ami még rövidebb időintervallumra szűkítette volna a nagymértékű devizakereslet eloszlását;
2. várhatóan felerősödtek volna azon piaci szereplők spekulatív célú forinteladásai is, akik egyáltalán nem voltak érintettek a végtörlesztésekben, csak a forint gyengülésére számítva árfolyamnyereséget kívántak elérni.

A múltbeli adatok azt mutatják, hogy a nagy külföldi szereplők (bankházak, befektetési és fedezeti alapok stb.) forint gyengülése irányába felvett spekulatív pozíciói rendszerint nagymértékű forintgyengüléssel járnak együtt.<sup>6</sup>

### A JEGYBANK VÁLASZTÁSI LEHETŐSÉGEI

A forint jelentős leértékelődése több szempontból is kedvezőtlen: egyfelől az inflációt növeli, másfelől a fennmaradó – feltehetően nehezebb helyzetben lévő, végtörleszteni nem tudó adósokhoz tartozó – devizahitel-tartozások emelkedő törlesztőrészelethez keresztül a bankok hitelportfóliójának további romlását, valamint a bankok romló tőkehelyzetén keresztül forrásköltségeik emelkedését is eredményezte volna.

Az MNB-nek a program bevezetése előtt mérlegelnie kellett, hogy:

1. passzív marad, és felvállal egy esetlegesen olyan mértékűvé váló forintgyengülést, mely egyértelműen káros inflációs és pénzügyi stabilitási szempontból;
2. szervezeten nem avatkozik be, csak az esetleges forintgyengülést próbálja szükség esetén ad hoc árfolyamváltás-kezelési eszközökkel csillapítani – ez esetben azonban a végtörlesztésekhez kapcsolódó deviza mellett a fent említett spekulatív célú devizakeresletet is a devizatartalékból kellett volna kielégíteni;
3. szervezett beavatkozással vállalja, hogy a programhoz szükséges devizát a tartalékokból rendelkezésre bocsátja, és ezzel elejét veszi egy esetleg még több devizát igénylő forintgyengülési trendnek.

A jegybank a 3. utat választotta. A szervezett beavatkozással így egyfelől biztosította a bankokat, hogy lesz lehetőségük a jegybanktól megszerezni a fedezéshez szükséges devizát, ezért nem kellett azt rövid idő alatt a devizapiacra beszerezniük, tartva egy esetleges forintgyengüléstől. Másfelől segítette elosztatni a forint gyengülésére számító várakozásokat, így mérsékelte az ez irányú spekulációt. Vagyis már önmagában az eszköz jelenléte stabilizáló hatású volt, még ha ekkor nem is volt nyilvános az eszköz kéréseben vásárolt deviza mennyisége. A jegybank ráadásul nemcsak a forint gyengülését kívánta megakadályozni, hanem a forintárfolyam volatilitásának megemelkedését is, amely szintén kedvezőtlen a kiszámíthatóság szempontjából.

A devizatartalék csökkenése ugyanakkor káros az ország külső sérülékenysége szempontjából.<sup>7</sup> A piaci szereplők, elemzők egy ország devizatartalékai nagyságának megítéléséhez számos mutatót vesznek figyelembe. Ezek közül az egyik az ún. Guidotti–Greenspan-szabály. Eszerint a devizatartaléknak fedeznie kell az adott ország rövid futamidejű adósságát, azaz elegendő likvid eszközt kell tartalmaznia arra az esetre, ha az adott ország egy éven keresztül nem lenne képes megújítani lejáró külső adósságát. Annak érdekében, hogy a devizatartalék csökkenése ne rontsa számottevően a mutatónak való megfelelést, az MNB feltételül szabta a részt vevő hitelintézeteknek, hogy amennyiben a szerzett devizából külső forrást fizetnek vissza, először a rövid (éven belüli lejáratú) forrásait csökkentse. Ily módon nemcsak a devizatartalék csökkent, hanem az ország rövid külső adóssága is, ami csökkenti az – e mutató szerinti – tartalékszükségletet is.

Az MNB-nek fel kellett mérnie, hogy a program várhatóan mekkora összegben csökkenti a devizatartalékokat a szervezett beavatkozás esetén. Az MNB szakértői a végtörlesztések nagyságát (beleértve a forinthelel történő kiváltást is) a deviza alapú jelzáloghitel-állomány 20 százalékára becsülték, mivel egyfelől az adósok egy része nem rendelkezett megfelelő megtakarítással, másfelől a bankok hitelezési hajlandósága bizonyos ügyfélszegmensekben igen alacsony, továbbá azt is figyelembe kellett venni, hogy a forinthelel induló törlesztőrészelethez nem lesz számottevően alacsonyabb a devizahitelekénél. A bankrendszeri szinten 16,7 milliárd eurónyi devizahitel-állományból az MNB várakozásai szerint körülbelül 3,3 milliárd eurónyi hitel előtörlesztésére lehetett számítani. Az egyes bankok szintjén ugyanakkor ez a becsült arány jelentős szórást muta-

<sup>6</sup> A piaci szereplők spekulatív tranzakcióinak forintárfolyamra gyakorolt hatásáról részletesen lásd: KISS M. NORBERT–MOLNÁR ZOLTÁN (2012): Hogyan hatnak a devizapiaci szereplők a forintárfolyamra?. *MNB-szemle*, február.

<sup>7</sup> A devizatartalék tartásáról részletesen lásd: ANTAL JUDIT–GEREBEN ÁRON (2011): Feltörekvő országok devizatartalék-stratégiái – a válságon innen és túl. *MNB-szemle*, április.

tott, továbbá azt sem lehetett látni, hogy mely bankok fogják az MNB eszközt igénybe venni, és állományuk mekkora részéhez. Fontos azt is megemlíteni, hogy bár ez az összeg jelentősnek tekinthető, a teljes devizatartalék összegének 10 százalékát sem érte el,<sup>8</sup> vagyis a program hatására nem kellett a tartalékok szintjének nagymértékű visszaesésétől tartani.

Érdemes arra is kitérni, hogy az MNB miért eurót biztosított, mikor a devizahitelek nagy része svájci frankban denominált, és így a mögöttes fedezeti ügyletek lezárásához is frankra volt szükség. Nemcsak azért döntött a jegybank az euroeladások mellett, mert a tartalékokból euro állt rendelkezésre nagy összegben, így ez lényegesen egyszerűbb volt, hanem mert a cél a piaci forinteladások megakadályozása volt (függetlenül a vásárolt deviza nemétől). Ezt követően a hitelintézet már át tudta váltani svájci frankra a jegybanktól megvett eurót a devizapiacra anélkül, hogy annak a forintárfolyamra bármilyen hatása lett volna. Az euro/frank piac ráadásul méretét tekintve kellően nagy és likvid ahhoz, hogy a bankok ezen konverziós igénye ne tolja el – számukra kedvezőtlen irányba – az árfolyamot.

## AZ ESZKÖZ VÁRT HATÁSAI MÁS PIACOKRA ÉS A BANKRENDSZER LIKVIDITÁSÁRA

A program bevezetésekor az MNB-nek egyéb megfontolásokat, a más piacokra áttérjedő hatásokat is mérlegelnie kellett.

Az MNB programjának eredményeképp a bankrendszer jegybanki likviditásfeleslegének csökkenésére lehetett számítani. Ha a jegybank devizát ad el a bankoknak, amelyek ezért forinttal fizetnek (a jegybank által megvett forint már nem része a rendszerben lévő likviditásnak), akkor azzal rendszer szinten csökkenti az MNB-kötvény és az egy napos jegybanki betét állományának összegét, ahol a rendszerben lévő többletlikviditás kicsapódik.<sup>9</sup>

A forintlikviditás csökkenése meglehetősen aszimmetrikus lehet a bankok között, attól függően, hogy korábban a devizahitelezés elsősorban deviza- vagy forintforrásból történt-e:

1. Azoknál a bankoknál, ahol a devizahiteleket (illetve a hitel indulásakor a fedezéshez szükséges devizaeladást) külföldi devizaforrásokból finanszírozták, a forintlikviditás csökken és a mérlegfőösszeg is zsugorodik. Ezek a

bankok a forintlikviditásukért cserében devizalikviditást kapnak a jegybanktól, amit a külföldi források visszafizetésére fordítanak. Mindez nem érinti nettó swapállományukat, így az változatlan marad.

2. Azon bankoknál, ahol a devizahiteleket (illetve a hitel indulásakor a fedezéshez szükséges devizaeladást) forintforrásból és devizaswappal (vagyis a forint devizára cserélésével) finanszírozták, ott az MNB-kötvényállomány, a forintlikviditás és maga a mérlegfőösszeg nem csökken. A nettó swapállomány ugyanakkor mérséklődik, mivel a megszerzett devizát a swapügyletek lezárására használják fel.

A bankok forintlikviditásának eltérő változása szélsőséges esetben azt is eredményezhette volna, hogy egyes bankok likviditáshiányos helyzetbe kerülnek, míg a likviditásfelesleg döntő része néhány banknál koncentrálna. A forintlikviditás erősen aszimmetrikus eloszlása korlátozhatja egyes bankok forinthitel-nyújtási képességét, így akár visszahat a végtörlesztés mértékére is.

A 2. esetre vonatkozóan azt sem lehetett figyelmen kívül hagyni, hogy a deviza megszerzéséhez kötött swapügyletek keretében a külföldi szereplők forinthez jutottak, amelyet forinteszközökben tartottak (pl. MNB-kötvény, állampapír). A swapállomány csökkentésekor azonban ezeknek a külföldi szereplőknek el kell adniuk ezeket a forinteszközöket, hogy vissza tudják fizetni a forintot (a devizáért cserében) a hazai hitelintézetnek. Ha a hazai bankrendszer átvállalja ezeket a pozíciókat (megveszi ezeket az eszközöket), az mérsékelheti a külföldiek eszközleadásából származó kedvezőtlen állampapír-piaci hatásokat.

A fenti 2. esetnek egyik kedvező következménye, hogy csökken a bankrendszer devizalikviditási igénye: fedezettsége fenntartásához kevesebb deviza swapban történő görgetése (a csereügylet rendszeres időközönként megújítása) szükséges. Ilyen esetben tehát nem csökkenne a bankok mérlege, de jelentősen esne a nettó devizaszerző swapállomány, ami a – devizához jutás nehézségét tükröző – swappiaci felárak szűkülését és a swappiaci likviditás növekedését eredményezhetné (mivel a hazai bankoknak egyre kevesebb devizát kell swapügylet keretében kölcsönvenniük, nő a swappiacra elérhető deviza mennyisége). Mindez elősegíti az MNB-alapkamat hatékonyságának növekedését is, vagyis az MNB által kívánt kamatszint hatékonyabban gyűrűzik be a bankközi piacon keresztül a gazdasági folyamatokba.<sup>10</sup>

<sup>8</sup> A hivatalos statisztika szerint a nemzetközi tartalékok nagysága 2011. augusztusban 37 554 millió euro volt.

<sup>9</sup> A bankrendszer likviditásáról és a jegybanki eszköztár működéséről lásd a MAGYAR NEMZETI BANK (2009): *Az MNB monetáris politika eszköztára c.* kiadványt.

<sup>10</sup> Az irányadó kamat gazdasági folyamatokba való begyűrűzéséről, az ún. kamattranszmisszióról lásd a MAGYAR NEMZETI BANK (2012): *Monetáris politika Magyarországon c.* kiadványt.

## A PROGRAM FELÉPÍTÉSE, A DEVIZÁHOZ JUTÁS FELTÉTELEI

A végtörlesztésekhez szükséges euro eladásának bejelentését követően az MNB tájékoztatta az érintett hitelintézeteket a program részleteiről. Az egyeztetésekre azért volt szükség, hogy a megvalósítás módja egyértelmű legyen a hitelintézetek számára. Az egyes részletek ezt követően kerültek véglegesítésre és publikálásra.

A tendereket a jegybank 2011. október eleje és 2012. február vége között rendszeresen, heti gyakorisággal hirdette meg. Az ajánlatok benyújtására a bankoknak minden hétfői napon volt lehetősége. A tendereken az egyes hitelintézetek legfeljebb annyi devizához juthattak, amennyi a 2011. augusztus 31-én devizában fennálló, háztartási szektor részére nyújtott lakáscélú és szabad felhasználású jelzáloghitel-állományuk volt. Az egyes tenderek meghirdetésekor az MNB nem határozta meg az allokálni kívánt mennyiséget. Minden elfogadott ajánlat a benyújtott árfolyamon került teljesítésre (ajánlati áras tender). Az eredmény kihirdetésére a tendernapokon 12.00-kor került sor, az MNB ekkor közzétette a legkisebb még elfogadott euro/forint árfolyamot.

A hitelintézetek a számukra allokált devizát ténylegesen csak a végtörlesztések megvalósulását követően kapták meg, addig az MNB azt egynapos (spot/next – az üzletkötés napját követő 2. napon induló, és az azt követő üzleti napon lejáró) euro/forint FX-swapban (devizacsere-ügylet) görgette. Így bár a partnerek a tendereken megvásárolták a devizát, azt technikailag egy csereügylet keretében mindennap „kölcsonadták” a jegybanknak egy-egy napra, amíg a megvalósult végtörlesztések által jogosulttá nem váltak a deviza felhasználására. Ez abból a szempontból is kedvező volt, hogy a tényleges felhasználásig nem csökkent az MNB devizatartaléka. A végtörlesztések nyomán követéséhez a hitelintézeteknek adatszolgáltatást kellett teljesíteniük a hozzájuk benyújtott végtörlesztési igények és végrehajtott végtörlesztések összegéről, ami a programban való részvétel feltétele volt. Emellett a hitelintézeteknek adatot kellett szolgáltatniuk a devizahitelek kiváltására nyújtott forinthitelekről, valamint a végtörlesztések megvalósulása miatt visszafizetett külföldi forrásokról is. Az allokált és a ténylegesen kifizetett mennyiségeket a tárgyhót követő hónap közepén publikálta a jegybank (a statisztikai mérleggel együtt).<sup>11</sup>

A külföldi források alakulásáról szóló adatszolgáltatás azért volt szükséges, mert a tenderen részt vevő hitelintézeteknek azt is vállalniuk kellett, hogy amennyiben a végtörlesztések következtében külföldi forrás visszafizetését hajtják végre, akkor elsőként a hátralévő futamidő szerint rövid (éven belüli) külföldi forrásokat törlesztik vissza. A partnerek az adatszolgáltatás alapján ennek eleget tettek. A program indulása és 2012. március 23. között a jegybanki partnerkör hosszú külső forrásai – a jelzálogbankok nélkül<sup>12</sup> – összességében 635 milliárd forinttal nőttek, míg a rövid külső források 2071 milliárd forinttal csökkentek<sup>13</sup> (e két összeg rendre kb. 2,1 és 6,9 milliárd eurónak felel meg). Mindkét esetben a változás főként a devizaforrásoknak volt tulajdonítható, a forintforrások változása ennél lényegesen kisebb szerepet játszott.

A program végeztével a hitelintézetek kötelesek voltak a fel nem használt devizát 2012. március 8-án az MNB-nél forintra visszaváltani. Erre azon az árfolyamon került sor, amin az eurót az MNB-től vásárolták azért, hogy túlfedezettség esetén a már megvásárolt deviza tekintetében ne viseljék a visszaváltásig az euro/forint árfolyam elmozdulásának kockázatát. A felhasznált és a visszaváltásra kerülő deviza árfolyamának megállapításakor az MNB az ún. FIFO (first in, first out) elvből indult ki: a deviza a vásárlások sorrendjében került felhasználásra, így a visszaváltási árfolyamot a partner legutolsó vásárlásainak árfolyama alapján határozta meg a jegybank.

## AZ ÁRAZÁST NEHEZÍTŐ TÉNYEZŐK, A PARAMÉTEREK KIALAKÍTÁSA

Az MNB által kínált deviza mint termék nem feleltethető meg 100 százalékban annak a devizának, amit a bank a piacon megvásárolhat, hiszen egyéb jogok és kötelezettségek is kapcsolhatók hozzá (az MNB-ben kell tartani egy meghatározott formában, csak egy bizonyos célra használható fel stb.). Így a tendereken kialakuló ár és a piaci ár összevethetősége már eleve némileg korlátozott.

A termék árazását továbbá nehezítette a végtörlesztésre kerülő állomány nagyságának bizonytalansága. Az MNB fontosnak tartotta, hogy a bankok minél nagyobb arányban, és a beérkezett igényekhez folyamatosan alkalmazkodva tudják – az egyedi szinten jelentősen eltérő – devizaigényüket az eszköz keretében kielégíteni, ugyanakkor a tartalék felhasználásának a szükséges szintre való korlátozása miatt ne

<sup>11</sup> A legutolsó, márciusra csúszó tényleges kifizetések április 12-én kerültek közzétételre.

<sup>12</sup> A devizában denominált, ezért külföldön kibocsátott jelzáloglevelek kibocsátását és visszavásárlását a jelzálogbankok a külső források változásaként jelentik. Ez azonban félrevezető, mivel a tulajdonos valójában akár a hazai anyabank is lehet, ezért ezeket a tételeket nem vesszük figyelembe.

<sup>13</sup> Az éven belüli rövidülő források nem jelennek meg sem a hosszú forrásokat csökkentő, sem a rövid forrásokat növelő tételként, a fenti számok csak a lejáratokból és a tranzakcióból adódó változásokat mutatják.



öszönözze a túlfedezést. Az árazást ezért úgy kellett kialakítani, hogy:

1. a bankokat ne rettentse el a jegybanki eszköz igénybevételestől, azaz ne legyen túl drága;
2. ugyanakkor a várható túlfedezésnek legyen költsége, azaz ne érje meg nagyon túlfedezni;
3. az átláthatóság érdekében a tendereken benyújtott és ott elfogadott árfolyamajánlatok minél könnyebben összevethetők legyenek a piacon megfigyelt euro/forint árfolyammal.

A piaci devizavásárlás és az MNB eszköze keretében történő vásárlás között fontos különbség, hogy túlfedezetség esetén a fel nem használt devizát az eredeti vételi árfolyamon visszavásárolja tőle a jegybank. Ezzel az MNB olyan, a piacon máshol nem elérhető terméket nyújtott a bankok számára, amely fedezetet jelent a végtörlesztések mértékének bizonytalanságából fakadó kockázatra. A jegybank által kínált „termék” tehát nem más, mint egy olyan határidős devizapozíció, amely automatikusan semmissé válik, ha nincs rá szükség. Ilyen értelemben az opciókhoz hasonló tulajdonságokkal rendelkezik.

Az esetleges túlfedezésből adódóan tehát nem keletkezett kockázata a hitelintézetnek, ugyanakkor makroszinten számolni kellett ezzel kapcsolatosan bizonyos kockázatokkal: számottevő túlfedezés esetén az elemzők nagyobb tartalékcsökkenéssel számolhattak volna, továbbá a nagyobb igénybevétel alapján az elemzők nagyobb végtörlesztési volumenre, és ezáltal jelentősebb banki veszteségekre következtethettek volna. Ezért az MNB nem akarta arra ösztönözni a bankokat, hogy várható szükségleteiknél jelentősen több devizát vásároljanak. Ennek érdekében döntött úgy, hogy a fel nem használt összeg visszaváltására a vásárláskori árfolyammal pontosan megegyező árfolyamon kerüljön sor. A partner így elveszítette a tartás időszakára járó kamatkülönbözetet (a forint kamatlába kb. 6 százalékponttal volt magasabb, mint az euróé, ami magasabb euro/forint árfolyamon történő visszaváltást indokolt volna), így csökkent a túlfedezés motivációja.

Az egynapos FX-swapok árazásával az MNB-nek szintén lehetősége volt befolyásolni az eszköz vonzerejét és az igénybevétel időbeli megoszlását. Azzal, hogy egy hitelinté-

zet a kölcsönkapott euróért mekkora kamatot fizet, illetve a kölcsönadott forintért mekkora kamatot kap, szintén befolyásolható, hogy mekkora veszteséget szenvedjen el, ha a korai tendereken a szükségleteinél nagyobb mértékben vásárol devizát (amit a felhasználásig swapügyletekben görget). Az MNB végül úgy döntött, mindkét devizanem esetében az előző napi egynapos hitel/betét ügyletek átlagos piaci kamatszintje (HUFONIA és EONIA) alapján árazza a csereügyletet, vagyis nem mozdította el számára kedvező módon a swapügylet árát.<sup>14</sup> A piaci árhoz képest azonban ez így is némileg drágának számított, különösen azokon a napokon, amikor – a megemelkedett devizakölcsönzési igény következtében – lényegesen drágábbá vált a devizához jutás az FX-swappiacon. Ekkor ugyanis a bankok a referenciakamattal magasabb kamatszint mellett is ki tudták volna helyezni eurójukat más bankokhoz.

Az eszköz árazási paramétereinek meghatározásához – azaz a tendereken benyújtott ajánlatok értékeléséhez, illetve az FX-swapok árának meghatározásához – szükséges volt mindezen hatások számszerűsítése. Ennek során a legnagyobb problémát az okozta, hogy a programban részt vevő bankok végső pozíciója, azaz a termék kifizetési függvénye függ attól, hogy a lakosság a devizahitelek hány százalékát törleszti. Ez olyan kockázati tényező, ami a piacon nem fedezhető (azaz a piac nem teljes), ezért az „egyensúlyi ár” nem vezethető le arbitrázsmentességen alapuló összefüggésekből.

Ilyen esetekben az árázashoz a piaci szereplők preferenciáira vonatkozó feltevéseket kell tenni. A számítások során azt feltételeztük, hogy a bankok egységnyi kockázatsökkenés fejében konstans hozamot hajlandók megfizetni, azaz, hogy preferenciáik a kockázat-hozam térben lineárisak. Ez a feltevés másképpen fogalmazva azt jelenti, hogy a bankok két kockázatos eszköz között a Sharpe-ráta<sup>15</sup> alapján választanak. Végezetül azt is feltettük, hogy az MNB eszközének piaci alternatívája a forwardügylettel<sup>16</sup> történő fedezés. Az „egyensúlyi tender árfolyam” ezután az az árfolyam lesz, ami mellett a bankok az eszköz és piaci forwardügylet közötti választást illetően közömbösek.

Konkrét számok előállításához szükség volt a paraméterek kalibrálására. A legfontosabb paraméter a közömbösségi görbék meredeksége a kockázat-hozam térben; ennek meghatározásához a részvényt piacokon megfigyelt Sharpe-rátából indultunk ki, amit módosítottunk annak megfelelő-

<sup>14</sup> Ha például a kölcsönadott forintra a HUFONIA helyett az alapkamatot követelte volna meg, az a partner számára nagyobb büntetést jelentett volna, ami kisebb összegű görgetésre ösztönözte volna a partnereket.

<sup>15</sup> A Sharpe-ráta egy pénzügyi eszköz egységnyi kockázatára (hozamingadozására) jutó többlethozamát mutatja meg. Minél magasabb ez a mutatószám, annál vonzóbb az eszköz, mivel annál nagyobb hozamot biztosít a kockázatosságához viszonyítva.

<sup>16</sup> Forwardügyletnek a tőzsdén kívül kötött határidős ügyletet nevezzük. A fenti említett, alternatívaként szolgáló ügyletben a bank egy jövőbeni teljesítési időpontra vonatkozóan vásárol devizát, az ügylet paramétereit (ár, mennyiség) azonban a jelenben rögzíti.

en, hogy a bankok a részvénytőke befektetőknél feltehetőleg kockázatkerülőbbek.

A szimulációk és érzékenységvizsgálatok alapján kapott eredmények szerint az egyensúlyi tender árfolyam az esetek többségében közel volt az aktuális piaci árfolyamhoz. Jelentős eltérések akkor adódtak, ha azt feltételeztük, hogy a bankok a várható végtörlesztési arány jelentős részét már fedezték (korábbi tendereken vagy piacon kötött forwardügylettel); ekkor további egyszázalékos arány tender keretében történő fedezésére a bankok csak az aktuális piaci árfolyamnál alacsonyabb, vagyis számukra kedvezőbb euro/forint árfolyamon lettek volna hajlandók. Másképpen fogalmazva: egy nagy valószínűséggel túlfedezést eredményező pozíciót piaci árfolyamon csak a rendkívül kockázatkerülő bankok lettek volna hajlandók létrehozni. (A modellszámítások részleteit lásd a függelékben.)

## AZ ESZKÖZ IGÉNYBEVÉTELE – TENDEREK, ALLOKÁCIÓK, KIFIZETÉSEK

2011. október eleje és 2012. február vége között összesen 22 tendert tartott az MNB. A beadott ajánlatok túlnyomó többsége közel állt a piaci euro/forint árfolyamhoz. A mini-

málisan elfogadott árfolyamot az MNB minden esetben az aktuális (tender 15 perce alatti átlagos) piaci euro/forint árfolyam közelében állapította meg, vagyis a jegybank nem adott devizát egyetlen esetben sem a piacinál kedvezőbb árfolyamon. Az összes allokáció átlagos árfolyama 302,23 forint/euro volt.

A tenderek során az MNB összesen 2679 millió eurónyi ajánlatot fogadott el 8 partnertől. Ennek azonban csak egy része került ténylegesen kifizetésre a megvalósult – és az MNB számára jelentett végtörlesztések alapján (lásd később). A 100 millió euro feletti devizahitel-állománnyal rendelkező 10 bank közül mindössze 2 olyan partner volt, aki egyáltalán nem vett részt az MNB tenderein, további 1 bank pedig a végtörlesztéseihez kapcsolódó devizaigény mindössze harmadát szerezte az MNB eszközén keresztül. A 100 millió eurónál kisebb állománnyal rendelkező hitelintézetek közül egy sem vette igénybe a jegybanki eszközt. Ezek a hitelintézetek feltehetően a piacon vagy anyabankjuktól vásárolták meg a devizapozíciójuk zárásához szükséges eurót.

Az MNB partnerei összesen 4353 millió eurónyi megvalósult végtörlesztést jelentettek. Ez alapján a tendereken allokált

### 1. táblázat

A tenderek alatti legalacsonyabb piaci és a legalacsonyabb elfogadott euro/forint árfolyamok, valamint a tendereken allokált összegek

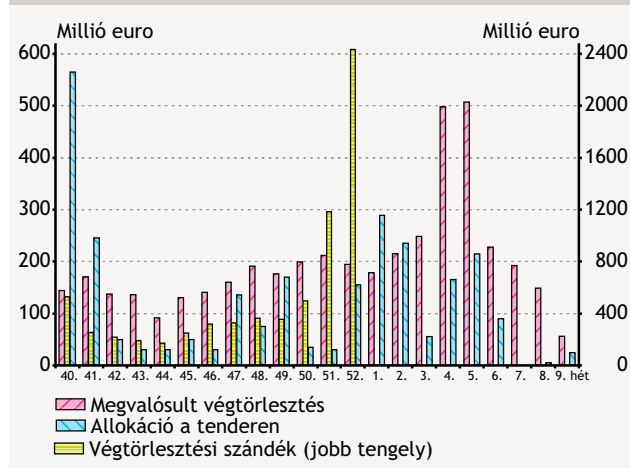
Dátum	Legalacsonyabb piaci EUR/HUF árfolyam	Legalacsonyabb elfogadott EUR/HUF árfolyam	Elfogadott ajánlatok (millió euro)
2011. 10. 03.	294,35	294,45	565
2011. 10. 10.	293,00	293,30	245
2011. 10. 17.	290,85	291,25	50
2011. 10. 24.	297,25	297,35	30
2011. 11. 02.	306,45	306,85	30
2011. 11. 07.	306,70	306,95	50
2011. 11. 14.	314,30	314,65	30
2011. 11. 21.	305,30	305,50	135
2011. 11. 28.	308,10	308,25	75
2011. 12. 05.	301,05	301,30	170
2011. 12. 12.	303,90	304,20	35
2011. 12. 19.	303,52	303,75	30
2011. 12. 27.	306,55	306,90	155
2012. 01. 02.	314,90	315,20	289
2012. 01. 09.	313,60	313,85	235
2012. 01. 16.	309,90	310,40	55
2012. 01. 23.	302,90	303,30	165
2012. 01. 30.	295,51	295,80	215
2012. 02. 06.	292,60	293,05	90
2012. 02. 13.	292,60	-	0
2012. 02. 20.	288,00	288,35	5
2012. 02. 27.	291,90	292,30	25

**2. táblázat**  
**A tendereken elfogadott ajánlatok és a tényleges kifizetések összege havi bontásban**

	Euroeladási tenderen elfogadott ajánlatok összege		Megvalósult végtörlesztések alapján ténylegesen kifizetett deviza összege	
	millió euróban	milliárd forintban	millió euróban	milliárd forintban
2011. október	890	262	235	69
2011. november	320	98	291	86
2011. december	390	119	336	101
2012. január	744	232	707	216
2012. február	335	99	921	279
2012. március	0	0	97	29
<b>Összesen</b>	<b>2679</b>	<b>810</b>	<b>2586</b>	<b>781</b>

Forrás: Az MNB márciusi előzetes statisztikai mérlegéről szóló sajtóanyag.

**1. ábra**  
**A tendereken allokált összeg, valamint a bejelentett és megvalósult végtörlesztések összege heti bontásban**



devizából összesen 2586 millió euro került ténylegesen kifizetésre, vagyis az MNB eszköze a teljes devizaigény mintegy 60 százalékát fedte le. A fennmaradó 40 százalékot a hitelintézetek anyabankjaiktól, illetve a devizapiacra vásárolták meg – az ezzel járó forinteladások szerepet játszhattak a hazai deviza 2011 őszi látott számottevő gyengülésében. Az összes tényleges kifizetés átlagárfolyama 302,05 forint/euro volt.

A program végén 3 partnernél maradt összesen 93 millió eurónyi allokált összeg, amelyet nem tudtak felhasználni, mivel a tendereken vásárolt devizánál kevesebb végtörlesztésre került sor ügyfelek körében. Ezt az összeget az MNB – az előre meghirdetett feltételek szerint – visszavásárolta azon az euro/forint árfolyamon, amelyen azt a partnerek a

– FIFO-elvnek megfelelően a legutolsó – tender(ek)en vásárolták.

Ami a program MNB számviteli eredményére – és így a költségvetésre – gyakorolt közvetlen hatásokat illeti (túlmenően tehát a korábban tárgyalt makrogazdasági és sérülékenységi szempontokon), érdemes külön említeni a paraméterek megválasztásával közvetlenül befolyásolható hatást, és a paraméterektől nem függő, az eladott deviza bekerülési árfolyamától függő hatást:

1. A paraméterek fentiekben bemutatott kialakításából (tender árfolyam, FX-swapok árazása, visszaváltási árfolyam stb.) adódóan közvetlenül nem keletkezhetett veszteség, a piacinál – bankok számára – kedvezőtlenebb árazás némi nyereséget kellett eredményezzen az MNB számára.
2. A program során eladott devizán számottevő árfolyamnyereség keletkezett, mivel annak bekerülési árfolyama az eladási árfolyamnál lényegesen alacsonyabb volt. Ez azonban független a program kialakításától, nem is játszott szerepet a program bevezetésében, továbbá nem alkalmas a program sikerességének megítéléséhez.

Összességében kedvezően fogadták és pozitívan értékelték a programot a piaci szereplők. Tekintettel a program sikerességére, később, 2012 májusában az MNB újabb deviza-eladási programot indított el a késedelmes devizahitel-tartozások konvertálásához kapcsolódó fedezéshez szükséges deviza biztosítása céljából. Ezek volumene azonban, és így a program devizatartalékokra gyakorolt potenciális hatása is lényegesen kisebb az itt tárgyalt, végtörlesztésekhez kapcsolódó programénál.



## FÜGGELÉK

Az alábbiakban bemutatjuk az eszköz kidolgozása során végzett modellszámítás legfontosabb elemeit.

Az MNB-ügylet feltételei (egyszerűsítve) az alábbiak:

- korábbi tendereken a bank az MNB-nél lefedezte a teljes devizahitel-állományának  $d_0$  százalékát, átlagosan  $S_*$  árfolyamon és  $r_*$  kamatkülönbözet mellett;
- $t = 0$ -ban a bank további  $d$  százalékot kíván fedezni  $S$  árfolyamon;
- ezt azonnal elswapolja az MNB-vel  $r$  kamatkülönbözet mellett;
- $t = 1$ -ben beérkezik a teljes végtörlesztésre kerülő devizahitel-állomány  $X$  százaléka törleszteni;
- $t = 1$ -ben a bank megkapja az MNB-től a devizát;
- ha ez túl sok ( $d_0 + d > X$ ), akkor a felesleget az eredeti árfolyamon az MNB-nél visszaváltja, FIFO-elv alapján;
- ha túl kevés ( $d_0 + d < X$ ), akkor a bank a hiányzó részt a spotpiacon pótolja  $S_1$  árfolyam mellett.

A kiírás szerint a kamatkülönbözeteket az MNB határozza meg, a bankok pedig a tendereken ajánlatot tesznek az árfolyammennyiség párokra. A valódi ügylet ennél azért bonyolultabb, mert a tenderekre több időpontban is sor kerülhet, és a törlesztések is folyamatosan történnek. A lényegyet azonban minden bizonnyal az egyszerűbb modell is jól megragadja.

A  $t=1$ -ben megvalósuló pénzáramlást az alábbi formula adja meg (pozitív érték a bank kiadása):

$$\Phi = d_0 S_*(1 + r_*) + dS(1 + r) + \Phi_X,$$

ahol  $\Phi_X$  a pénzáramlás azon része, ami függ az  $X$ -től:

$$\Phi_X = \begin{cases} (X - d_0)S_* - dS, & \text{ha } X < d_0, \\ (X - d_0 - d)S, & \text{ha } d_0 < X < d, \\ (X - d_0 - d)S_1, & \text{ha } d_0 + d < X. \end{cases}$$

A  $\Phi$  első két tagja jelöli az MNB-nél elhelyezett swap utáni kamatkiadást; ezt úgy is értelmezhetjük, hogy a bank az MNB-vel forwardügyletet köt, de a határidős árat a piaci

árfolyam és kamat helyett az  $S$  és az  $r$  határozza meg. A  $\Phi_X$  magyarázata pedig a következő:

- Az első esetben már a  $d_0$  is túlfedezést eredményezett volna. Ekkor a felesleges  $d_0 - X$  és  $d$  mennyiségek visszaváltása az  $S_*$  és  $S$  árfolyamokon történik, ami a banknak bevétel, tehát a pénzáramlás  $-(d_0 - X)S_* - dS$ .
- A második esetben összességében túlfedezés van, de a kiinduló  $d_0$  mennyiség önmagában még kevés lett volna. Ekkor a felesleges mennyiség  $d_0 + d - X$ , ami a FIFO-elv miatt  $S$  árfolyamon kerül visszaváltásra, a pénzáramlás tehát  $-(d_0 + d - X)S$ .
- Az utolsó esetben a teljes lekötött mennyiség kevés, és a bank a hiányzó részt a spotpiacon pótolja (kiadás),  $S_1$  árfolyam mellett.

Mivel a kifizetés függ az  $X$  értékétől, és erre a bizonytalanságra a piacon nem lehet fedezést találni, a nem teljesség miatt a termék árát nem lehet arbitrázsmentességi megfontolásokból levezetni. Ilyen esetekben az árazás csak úgy lehetséges, hogy feltevéseket teszünk a bankok kockázatkerülésének mértékére, vagyis a kockázat-hozam preferenciáikra. Ezt legegyszerűbben az alábbi módon lehet kivitelezni:

- megnézzük, hogy a termék szórása mennyivel tér el egy alternatív lehetőség szórásától;
- meghatározzuk, hogy adott mértékű szórásbeli eltérést a piac általában mekkora várható hozambeli eltéréssel társít;
- a termék valamelyik paraméterét úgy állítjuk be, hogy az alternatívához képest a fenti várható értékbeli különbség meglegyen.

Esetünkben az alternatív lehetőség természetesen a piaci forwardügylettel történő fedezés, aminek költségfüggvénye a fentitől két okból tér el. Egyrészt más a forwardárfolyam, mivel az nem az MNB-ügyletnél alkalmazott ( $S, r$ ) árfolyamtól és kamattól, hanem a megfelelő ( $S_0, r_0$ ) piaci értékektől függ. Másrészt az  $X$ -től függő tagokban az  $S$  helyett  $S_1$ -et kell használni, hiszen ez felel meg annak, hogy a bank a  $d$  mennyiséget az MNB helyett a piacon fedezte, tehát a zárásnak is a piaci árfolyamon kell megtörténnie. Ha a piaci forwardügylettel történő fedezés pénzáramlása  $\Phi_p$ , akkor tehát

$$\Phi_p = d_0 S_*(1 + r_*) + d S_0(1 + r_0) + \Phi_X,$$

és most

$$\Phi_X = \begin{cases} (X - d_0)S_* - dS_1, & \text{ha } X < d_0, \\ (X - d_0 - d)S_1, & \text{ha } d_0 < X < d, \\ (X - d_0 - d)S_1, & \text{ha } d_0 + d < X. \end{cases}$$

Egy egység kockázatcsökkenés várható értékben kifejezett hasznát a Sharpe-ráta mutatja. Mivel az MNB-termék szórá-

sa kisebb, ezért a várható értéknek nagyobbak kell lennie (hiszen ez költség). Ha  $\rho$  jelöli a Sharpe-rátát, akkor eszerint a következő egyenletnek kell teljesülnie:

$$\rho(D\Phi_p - D\Phi) = E\Phi - E\Phi_p,$$

ahol  $D$  a szórást,  $E$  a várható értéket jelöli. Az egyensúlyi tenderárfolyam ennek az egyenletnek az  $S$ -ben vett megoldása.<sup>17</sup>

<sup>17</sup> Ez egy másodfokú egyenlet, aminek nem túl extrém paraméterértékek mellett egyértelmű pozitív megoldása van.

# Rácz Olivér Miklós: A gazdaság ciklikus pozíciójának megítélése bizalmi indikátorok segítségével

*Egy inflációs célkövetéses rendszerben a monetáris politika számára kiemelt fontosságú a keresletoldali inflációs nyomás minél pontosabb ismerete, amelyet az alkalmazott makroökonómiai modellekben hagyományosan a GDP ciklikus komponensének – az úgynevezett kibocsátási résnek – az aktuális helyzete jelenít meg. Tanulmányom célja egy olyan új kibocsátásirés-mutató meghatározása, amely – szemben a hagyományosan alkalmazott módszerekkel – a gazdasági erőforrások aktuális kihasználtságára vonatkozó közvetlen információkat is felhasznál.*

*Az ilyen információk kiaknázása érdemben javítja a kibocsátásirés-bebecslés valós idejű stabilitását. A módszerem által előállított kibocsátásirés- (erőforrás-kihasználtság rés) mutató meggyőző előrejelző erővel bír, tehát érvényes jelzést ad a reálgazdaságban fellépő keresletoldali inflációs nyomásról. Ezek fényében az itt bemutatott módszer a jövőben hasznos kiegészítője lesz a hazai monetáris politikai döntéstámogatásnak.*

## MOTIVÁCIÓ

A Magyar Nemzeti Bank elsődleges célja az árstabilitás elérése és fenntartása. A hazai infláció alakulását döntően három tényező határozza meg: az importált termékek áralakulása, az inflációs várakozások, valamint a reálgazdasági kereslet. Az MNB az árstabilitást az inflációs várakozások horgonyzásával, valamint a kamatpolitikáján keresztül a forint árfolyamának és a magyar gazdaság belső keresletének befolyásolásával éri el.

A monetáris politikai döntéshozatal szempontjából a reálgazdasági kereslet oldaláról érkező inflációs nyomás méréséhez kulcsfontosságú annak minél pontosabb ismerete. Az elégtelen vagy éppen túlfűtött keresleti környezetet az alkalmazott makroökonómiai modellekben a kibocsátási rés ragadja meg. Amikor például a kibocsátási rés pozitív, a gazdaság növekedése meghaladja a potenciális kibocsátás növekedési ütemét, így a túlfűtött kereslet felfelé hajtja az árakat.

A kibocsátás hosszú távon elérhető szintje – más szóval a potenciális kibocsátás – illetve a kibocsátási rés azonban nem megfigyelhető változók. Meghatározásuk általában valamilyen statisztikai becslési eljárás segítségével történik. Az itt bemutatott módszer újdonsága, hogy a gazdaság

erőforrásainak kihasználtságára vonatkozó információkat is felhasznál a statisztikai jellemzőkön túl.

Mivel a monetáris politikai döntéshozatal számára kiemelt fontosságú az aktuális ciklikus helyzetből fakadó inflációs nyomások minél pontosabb azonosítása, ezért természetes elvárás egy kibocsátásirés-bebecslés során, hogy annak kicsi legyen az érzékenysége a bejövő adatokra. Ezen túlmenően egy ciklikus mutatót akkor tekinthetünk érvényesnek, ha irányában és mértékében is pontosan jelzi a keresletoldali inflációs nyomást. Másként megfogalmazva: az inflációs előrejelző képessége legalább olyan jó, mint egy egyváltozós előrejelzésnek, amely a reálgazdasági hatásokat nem tudja figyelembe venni.

A ciklikus helyzet azonosítása az itt leírt módszerrel – szemben a hagyományos eljárásokkal – nagy végponti stabilitást mutat, így a kibocsátási rés aktuális helyzetéről robusztusabb képet ad, valamint inflációs előrejelző képessége is meggyőző.

## MILYEN MÓDSZEREKKEL HATÁROZHATÓ MEG A CIKLIKUS POZÍCIÓ?

A kibocsátási rés meghatározására számos módszer létezik. A klasszikus növekedésmélet szerint a kibocsátás hosszú

távú szintje meghatározható a termeléshez felhasznált, potenciálisan rendelkezésre álló tőke és munka mennyisége, a termelékenység potenciális szintje, valamint a gazdaság egészét jellemző termelési függvény ismeretében. A kibocsátási rés ebben az eljárásban az aktuálisan megfigyelt kibocsátás és a potenciális kibocsátás eltéréseként adódik. A termelési tényezők és termelékenység hosszú távú trendjét általában egyváltozós statisztikai filterekkel határozzák meg, amelyek közül legelterjedtebb a Hodrick és Prescott által kifejlesztett HP-filter (Hodrick–Prescott, 1997).

Az ilyen egyváltozós módszerek előnye, hogy könnyen előállíthatók. Ha azonban a gazdaság aktuális ciklikus helyzete vagyunk kíváncsiak, ez a szűrőeljárás korlátokba ütközik. A HP-filter – és a legtöbb egyváltozós filterezés – azzal a feltételezéssel működik, hogy a megfigyelt adatok teljes ciklusokat tartalmaznak. Kellően hosszú idősor múltjára így megbízható eredménnyel különítik el a ciklikus és trendkomponenseket, az idősorok végpontjain azonban csak nagy bizonytalansággal. Ez a végponti változékonyság különösen olyan gazdasági helyzetekben lehet erős, amikor a gazdaság teljesítménye hosszabb ideig és érdemben tér el a potenciális szintektől. Ennek következtében az aktuális ciklikus helyzet megítéléséhez az ilyen eljárások meglehetősen pontatlan iránymutatást nyújtanak. Erről bővebben lásd Orphanides és van Norden (2002) munkáját.

Léteznek ezenkívül többváltozós statisztikai filterek, amelyek más elméleti összefüggéseket használnak ki. Tóth (2010) például egy olyan szűrő eljárást alkalmaz, amely a ciklus azonosításához túlfűtöttségre utaló makrogazdasági statisztikákat használ fel. Ilyenek például a folyó fizetési mérleg egyenlege, vagy az infláció céltól vett eltérése. Ezek a változók valamelyest segíthetik a ciklikus helyzet aktuális megítélését. Mivel azonban valamennyi változót ciklusra és trendre bontja, az egyváltozós filterek esetén fellépő konstrukciós probléma ebben az esetben sem kerülhető meg teljesen. Ekkor sincs olyan segédváltozó, amely stabilan jelzi a gazdaság aktuális túlfűtöttségét, vagy éppen annak ellenkezőjét.

## A CIKLIKUS INFORMÁCIÓ EGYÉB FORRÁSAI

Annak érdekében tehát, hogy javítsunk a fent bemutatott eljárások végponti stabilitásán, érdemes olyan segédindikátorokat keresni, amelyek érdemben javíthatják az aktuális

ciklikus helyzet azonosítását. Léteznek indikátorok, amelyek tartalmazhatnak a kibocsátási résre nézve releváns információkat. Ezek lehetnek egyrészt kérdőíves felmérésen alapuló mutatók, valamint jellemzően munkapiaci statisztikai mutatók. A magyar gazdaság vonatkozásában a Gazdaságkutató Intézet (GKI) készít az előbbieknél megfelelő felméréseket az Európai Bizottság megbízásából. A felmérések kérdései például a különböző szektorok aktuális rendelkezésszáma vagy termelési kapacitásának aktuális kihasználtságára vonatkoznak, vagy azoknak a szokásostól vett eltérésére. Az statisztikai mutatókra példa lehet a munkanélküliségi ráta, a különböző szektorokban ledolgozott túlórák száma vagy különböző feszességmutatók.<sup>1</sup> A becslésem során felhasznált változók összefoglalója megtalálható a függelékben.

Az említett változók döntő többségének a kitűzött cél szempontjából hasznos tulajdonsága, hogy az adatközlést követően nem revideálódnak. Ezenkívül további előnyös jellemzőjük, hogy a GDP adatközléséhez képest hamar rendelkezésre állnak, és esetenként úgynevezett *leading*<sup>2</sup> indikátorai a kibocsátási résnek. Végül a becslési eljárás szempontjából kedvező jellegzetességük, hogy a változókészlet majdnem minden tagja stacionernek tekinthető, azaz nem követnek trendet, hanem időben stabil átlaggal és szórással rendelkeznek.

Hasonló indikátorok az európai országok többségére rendelkezésre állnak. Az ilyen jellegű indikátorok ciklikus információinak kiaknázásában úttörőnek Nyman (2010) tanulmánya számít, amelyet a svéd jegybank számára készített. Tanulmányom az ő módszerét követi. További hasonló célkitűzésű munka még Aastveit és Trovik (2008) tanulmánya.

Nyman módszerének lényeges eleme, hogy az említett változókból rejlő információkat egyetlen indikátorba sűríti a lehető legkisebb információvesztéssel. Ennek érdekében a statikus főkomponens elemzés eljárását alkalmazza, majd az előállított főkomponenst segédváltozóként használja fel egy többváltozós filterezési eljárásban, amellyel a GDP-t ciklikus és trendkomponensekre bontja. A főkomponens a filterezés során a ciklikus komponens azonosításában játszik szerepet. Nyman az így megbecsült ciklikus komponenszt nevezi *erőforrás-kihasználtság indikátornak*.

Mivel az általa is felhasznált mutatócsalád összességében a termeléshez használt erőforrások aktuális kihasználtságát jeleníti meg, az ezek felhasználásán alapuló módszer a

<sup>1</sup> A feszességmutatók a bejelentett új álláshelyek állományának és a munkanélküliek számának a hányadosaként definiált mutatók.

<sup>2</sup> A *leading* tulajdonság esetünkben azt jelenti, hogy a kibocsátási résben megfigyelt fordulópontokat ezen indikátorok egy része már korábbi negyedévekben is jelezhetik.

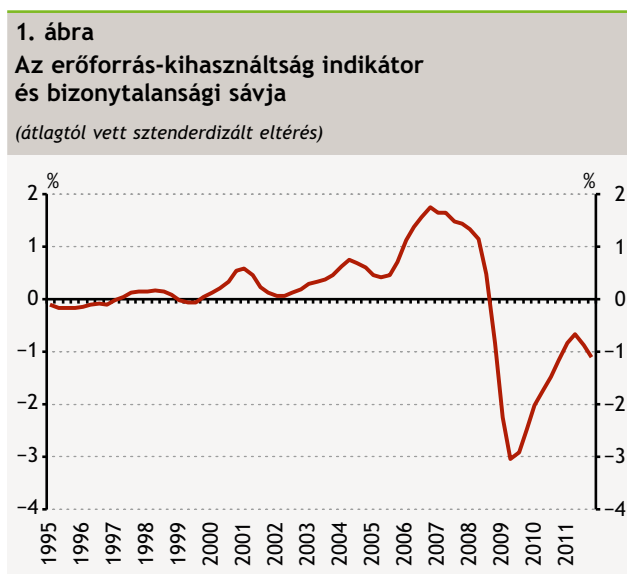
korábban említettek közül a termelési függvény alapú módszerekkel mutat rokonságot. Lényeges különbség azonban a két eljárás között, hogy míg a termelési függvényen alapuló módszer fókuszában a potenciális kibocsátás becslése áll, addig Nyman stratégiája – már a felhasznált indikátorok természetéből fakadóan is – elsősorban a kibocsátási szint potenciáljától vett eltéréseinek mértékét célozza meghatározni.

## A BIZALMI INDIKÁTOROKON ALAPULÓ ERŐFORRÁS-KIHASZNÁLTSÁG INDIKÁTOR ÉS KIBOCSÁTÁSI RÉS MEGHATÁROZÁSA

Nyman módszerét követve az első lépés a számos ciklikus indikátorban rejlő közös információ kinyerése. Ennek eszköze a statikus főkomponens-elemzés módszere, amely azzal a feltételezéssel él, hogy az indikátorok időbeli változatosságának van egy közös meghatározó faktora, ezt nevezzük az első statikus főkomponensnek.

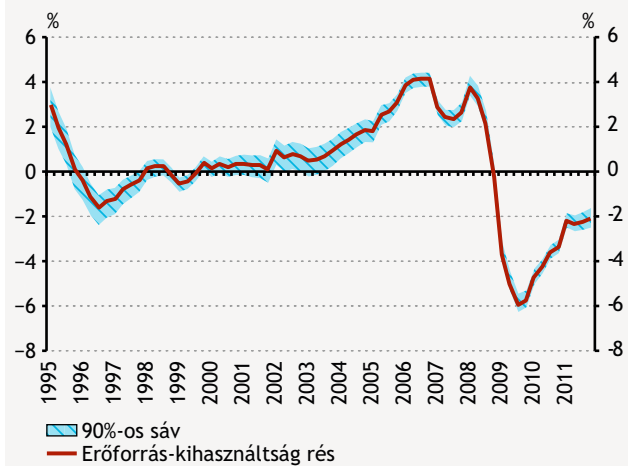
A módszer lényegében egy súlyvektort határoz meg, amelyvel összesúlyozva a változókészlet minden tagját, a főkomponens egyetlen időszorként áll elő. Az első statikus főkomponenshez tartó súlyvektor úgy határozódik meg, hogy az adatok közös varianciájának legnagyobb részét fedje le az első főkomponens, így az információvesztés minimális lesz. Az így létrehozott első statikus főkomponens nevezem Nyman nyomán a továbbiakban erőforrás-kihasználtság indikátornak (rövidebben EK-indikátor, 1. ábra).

Az erőforrás-kihasználtság alapú kibocsátási rés becsléséhez a GDP-t trend és ciklikus komponensekre bontom. A módszer alapja a már bemutatott HP-filter, azzal a módosítással, hogy a ciklus azonosításához segédváltozónak az



**2. ábra**  
Az erőforrás-kihasználtság rés és bizonytalansági sávja

(trend százalékában)



EK-indikátort használom. Ennél a módszernél tehát nem kell feltevessel élni az aktuális ciklikus helyzetről, mivel azt az EK-indikátor végpontja jelzi.

Mivel a kibocsátásirés-mutatók nem megfigyelt változók, az előállításukhoz használt becslési módszerek csak egy adott bizonytalansági tartományban értelmezhetők. A bizonytalanság megjelenítéséhez a már meglévő változókészletemből 1000 véletlenszerű mintát képeztem, majd valamennyi mintán előállítottam az EK-rést. Az EK-rést és bizonytalansági sávját mutatja a 2. ábra. Az ábráról leolvasható, hogy a becslés viszonylag szűk sávban mozog, így az érdemi túlfűtöttséggel, illetve elégtelen kereslettel jellemezhető időszakokat szignifikánsan jelzi.

## AZ ERŐFORRÁS-KIHASZNÁLTSÁG ALAPÚ KIBOCSÁTÁSI RÉS ÉRVÉNYSÉGE ÉS ÉRZÉKENYSÉGE

Egy kibocsátásirés-mutató érvényessége – azaz, hogy a keresletoldali inflációs nyomás mértékét és irányát megfelelően mutatja – az inflációs előrejelző képessége alapján értékelhető. A gazdasági ciklus és infláció közötti kapcsolatot az úgynevezett *Philips-görbe* jeleníti meg, amely matematikailag felírva az alábbi formát öltheti:

$$p_t = E(p_{t+1}) + (y_t^{\text{aktuális}} - y_t^{\text{potenciális}}) + \varepsilon_t$$

A kifejezés bal oldalán az infláció aktuális értéke áll, amely a következő időszak inflációjára vonatkozó várakozástól (a jobb oldal első tagja), a gazdaság aktuális ciklikus pozíciójától (második tag), valamint az előző két tag által nem megmagyarázott sokktól ( $\varepsilon_t$ , például olajársokkok) függ.

1. táblázat

A különböző előrejelzések átlagos négyzetes hibái

	(1)	(2)	(3)
AR(1)	0,0069	0,0083	0,0071
HP	0,0040	0,0050	0,0052
EK	0,0038	0,0031	0,0037

Bal oldali változók: (1) adószűrt maginfláció negyedéves változása; (2) trend és adószűrt maginfláció negyedéves változása; (3) keresletérékeny tétel inflációjának negyedéves változása.

A Phillips-görbe alapján éves, mintán kívüli előrejelzéseket készítettem. A becslések során a kibocsátási rés helyén az EK-rés és a HP-filter valós idejű ciklusát szerepeltettem. Az előrejelzésekben három lehetséges inflációs mutatót használtam bal oldali változóként: az adószűrt maginflációt, annak trendszűrt változatát, valamint a keresleti sokkokra érzékeny termékcsoport inflációját.

Az előrejelzések teljesítményét az előrejelzések átlagos négyzetes hiba mutatói alapján hasonlítom össze az 1. táblázatban. Viszonyítási pontként, a két Phillips-görbés előrejelzés mellett, az adott bal oldali változó egyváltozós AR(1) modelljének az előrejelzési hibáit is feltüntettem. Utóbbi a fenti egyenletből a második jobb oldali tag elhagyásával kapható *üres modellnek* felel meg. Ezek alapján az EK-rést tartalmazó modellek mindhárom inflációs változó esetében kisebb hibával jeleztek előre, mint az egyváltozós modellek és legalább olyan jól, sőt két esetben pontosabban, mint a valós idejű HP-ciklus modellje.

Egy másik fontos elvárás egy ilyen mutatóval szemben, hogy az új adatok beérkezésével a ciklikus helyzetre

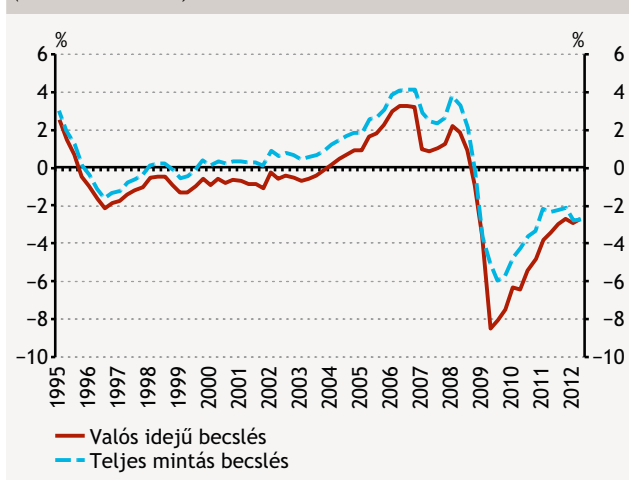
vonatkozó jelzései minél kisebb mértékben változzanak. Ennek érdekében az EK-rést és a HP-rést 2006 első negyedével kezdődő, negyedévenként folyamatosan bővített mintákon<sup>3</sup> állítom elő. A mutatók végponti stabilitását a változó mintákon becsült mutatók végpontjainak (valós idejű becslés), valamint a teljes mintás becslések összehasonlításával lehet szemléltetni. Az új adatok beérkezésével az indikátor 2006-tól kezdődően már valós időben is a gazdaság erőforrásainak átlag feletti kihasználtságát jelezte. Ennek megfelelően az EK-rés-mutató is túlfűtöttséget jelzett (3. ábra).

Az EK-indikátor végponti változékonysága stabilnak mondható, mivel a valós idejű és a teljes mintás becslések 2006-tól kezdődően kis eltéréseket mutatnak. Ezzel szemben a HP-rés valós idejű és teljes mintás becslései jelentős különbséget mutatnak, különösen a 2006 és 2008 közötti időszakban. Így az EK-rés-mutató valós idejű ciklikus pozíciót jelző teljesítménye a legmegfelelőbb a fellelhető módszerek közül a monetáris politikai döntéshozatal kívánalmának (4. ábra).

3. ábra

Az EK-rés-mutató valós idejű teljesítménye

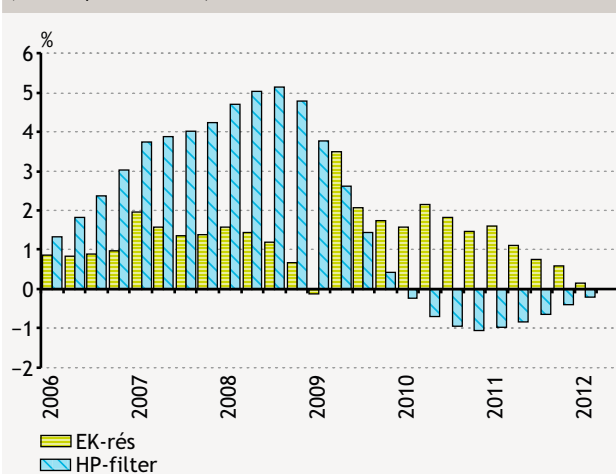
(trend százalékában)



4. ábra

Az EK-rés és a HP-filter valós idejű és teljes mintás becslésének különbsége a mintaidőszakon

(százalékpontos eltérés)



<sup>3</sup> Ezzel a GDP adatok valós idejű beérkezését imitálom.



## KÖVETKEZTETÉSEK

Tanulmányomban egy erőforrás-kihasználtságon alapuló kibocsátásirés-mutató becslését írtam le, amely egy széles körű változókészlet információit kiaknázva javítja a magyar gazdaság aktuális ciklikus helyzetének megítélését. Az itt bemutatott módszer során sikerült előállítani egy olyan kibocsátásirés-indikátort, amelynek előrejelző képessége vetekszik a viszonyítási pontként bemutatott előrejelző modellekével, tehát érvényes jelzést ad a reálgazdasági kereslet oldaláról érkező inflációs nyomásról. Ráadásul erre annak ellenére képes, hogy a mutató az inflációs adatoktól független változókészlet felhasználásával áll elő. Másrészt a hagyományos filterező eljárásoknál lényegesen robusztusabb képet ad a gazdaság aktuális ciklikus helyzetéről. Az erőforrás-kihasználtság rés tehát hasznos kiegészítője lesz a hazai monetáris politikai döntéstámogatásnak a jövőben.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

AASTVEIT, K. A.–T. TROVIK (2008): Estimating the output gap in real time: A factor model approach. *Working Paper*, 2008/23. Norges Bank.

HODRICK, R.–E. C. PRESCOTT (1997): Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 29 (1), pp. 1–16.

HORNOK C.–JAKAB M. Z.–P. KISS G. (2008): Tükör által homályosan: fiskális expanzió és makrogazdasági folyamatok, 2001–2006. *MNB-szemle*, április.

NYMAN, C. (2010): An indicator of resource utilisation. *Economic Commentaries*, no. 4. Sveriges Bank.

ORPHANIDES, A.–S. VAN NORDEN (2002): The Unreliability of Output-Gap Estimates in Real Time. *The Review of Economics and Statistics*, vol. 84 no. 4.

STOCK, J. H.–M. W. WATSON (2002): Forecasting Using Principal Components from a Large Number of Predictors. *Journal of American Statistical Association*.

TÓTH, M. B. (2010): *Measuring the Cyclical Position of the Hungarian Economy: a Multivariate Unobserved Components Model*. Kézirat.

## FÜGGELÉK

Felhasznált változók listája		
Változó neve / tartalma	Szektor	Forrás
Termelést elsődlegesen korlátozó tényező: nincs	szolgáltatások	GKI: ESI-felmérés
Termelést elsődlegesen korlátozó tényező: kereslet	szolgáltatások	GKI: ESI-felmérés
Termelést elsődlegesen korlátozó tényező: munka	szolgáltatások	GKI: ESI-felmérés
Termelést elsődlegesen korlátozó tényező: felszerelés	szolgáltatások	GKI: ESI-felmérés
Termelést elsődlegesen korlátozó tényező: egyéb	szolgáltatások	GKI: ESI-felmérés
Aktuális készletállomány a szokásos szinthez képest	kereskedelem	GKI: ESI-felmérés
Aktuális rendelésállomány a szokásos szinthez képest	ipar	GKI: ESI-felmérés
Aktuális export-rendelésállomány a szokásos szinthez képest	ipar	GKI: ESI-felmérés
Aktuális készletállomány a szokásos szinthez képest	ipar	GKI: ESI-felmérés
Termelést elsődlegesen korlátozó tényező: kereslet	építőipar	GKI: ESI-felmérés
Termelést elsődlegesen korlátozó tényező: munka	építőipar	GKI: ESI-felmérés
Termelést elsődlegesen korlátozó tényező: anyag	építőipar	GKI: ESI-felmérés
Termelést elsődlegesen korlátozó tényező: egyéb	építőipar	GKI: ESI-felmérés
Háztartások aktuális vásárlási szándéka	–	GKI: ESI-felmérés
Háztartások aktuális megtakarítási szándéka	–	GKI: ESI-felmérés
Háztartások aktuális pénzügyi helyzete	–	GKI: ESI-felmérés
Kapacitáskihasználtság	ipar	GKI: ESI-felmérés
Termelést elsődlegesen korlátozó tényező: nincs	ipar	GKI: ESI-felmérés
Termelést elsődlegesen korlátozó tényező: kereslet	ipar	GKI: ESI-felmérés
Termelést elsődlegesen korlátozó tényező: munka	ipar	GKI: ESI-felmérés
Termelést elsődlegesen korlátozó tényező: felszerelés	ipar	GKI: ESI-felmérés
Termelést elsődlegesen korlátozó tényező: egyéb	ipar	GKI: ESI-felmérés

Felhasznált változók listája (folyt.)		
Változó neve / tartalma	Szektor	Forrás
Havonta ledolgozott túlórák száma	szolgáltatások	KSH: intézményi statisztika
Havonta ledolgozott túlórák száma	versenyszektor	KSH: intézményi statisztika
Havonta ledolgozott túlórák száma	feldolgozóipar	KSH: intézményi statisztika
Foglalkoztatási ráta	teljes gazdaság	KSH: munkaerő-felmérés
Munkanélküliségi ráta	teljes gazdaság	KSH: munkaerő-felmérés
Üres álláshelyek száma	szolgáltatások	KSH: üres álláshelyek statisztikája
Üres álláshelyek száma	kereskedelem	KSH: üres álláshelyek statisztikája
Üres álláshelyek száma	szállítás	KSH: üres álláshelyek statisztikája
Üres álláshelyek száma	vendéglátás	KSH: üres álláshelyek statisztikája
Üres álláshelyek száma	pénzügyi szolgáltatás	KSH: üres álláshelyek statisztikája
Üres álláshelyek száma	ingatlan szolgáltatás	KSH: üres álláshelyek statisztikája
Üres álláshelyek száma	versenyszektor	KSH: üres álláshelyek statisztikája
Üres álláshelyek száma	feldolgozóipar	KSH: üres álláshelyek statisztikája
Üres álláshelyek száma	építőipar	KSH: üres álláshelyek statisztikája
Feszességi mutató	versenyszektor	KSH: üres álláshelyek statisztikája
Munkanélküliség, kiáramlás	teljes gazdaság	Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat
Feszességi mutató (nem támogatott üres álláshellyel)	teljes gazdaság	Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat
Feszességi mutató (összes üres álláshellyel)	teljes gazdaság	Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat
Nem támogatott üres álláshelyek száma	teljes gazdaság	Nemzeti Foglalkoztatási Szolgálat

# Dr. Turján Anikó–Brosch Judit: Egységes eurofizetési övezet (SEPA): Teljes gőzzel előre!

2001-ben az Európai Bizottság felkérésére 40 magánszemély Európai Unió belüli határon átnyúló átutalását vizsgálták meg, amelyek egyenkénti értéke euróra átszámítva 100 euro volt. A vizsgált 1473 darab átutalás átlagosan 3 munkanap alatt jutott el a kedvezményezetthez. Akadt olyan művelet is, ahol a pénz 43 munkanapig utazott, míg 2 átutalás hónapokon át „úton levő tétel” maradt. Az átutalások költsége olyan magas volt, amely kétségessé tette a művelet célszerűségét. A sikeresen teljesült átutalási megbízások átlagos összköltsége meghaladta ugyanis a 23 eurót, míg a legköltségesebb átutalásé közel 61 euro volt.<sup>1</sup> Mindeközben az egyes tagállamok belföldi fizetési forgalmában a megbízások túlnyomórészt maximum 1 nap alatt teljesültek, a lebonyolítás költsége pedig jellemzően eurocentekben vagy legfeljebb néhány euróban volt mérhető. Ez a helyzet az egységes belső piac kialakítása és az euro bevezetése miatt fenntarthatatlan volt, ezért a helyzet megváltoztatására megszületett az egységes eurofizetési övezet (SEPA) jövőképe. Az lett a cél, hogy a lehető leghatékonyabban, legolcsóbban lehessen euróban fizetéseket teljesíteni úgy, hogy országhatároktól függetlenül azonos jogok, kötelezettségek, azonos alapfeltételek érvényesüljenek, és az unió belüli eurofizetések végrehajtásához elegendő legyen egyetlen, az unió bármely tagállamában vezetett fizetési számla.

Először az MNB-szemle 2008. szeptemberi számában jelent meg cikk a SEPA-ról. Az azóta eltelt közel négy év alatt különösen jelentős előrehaladás következett be két fő termék, az euroátutalások és -beszedések ügyében. Az alapvetően piacvezérelt folyamatot és piaci önszabályozást követően 2012-ben végül az Európai Parlament és a Tanács rendelete<sup>2</sup> állapította meg az euroátutalásokra és -beszedésekre vonatkozó egységes szabályokat és követelményeket, valamint azt a határidőt is, amikor az ilyen átutalások és beszedések használatára át kell térni a korábbi sokféle, hagyományos nemzeti termékekről. Az euroövezetben a főszabály szerint 2014. február 1-jéig, míg az euroövezeten kívül 2016. október 31-ig kell az áttérést végrehajtani.

Most már nincs egymásra mutogatás, egymásra várás, mindenki teljes gőzzel haladhat előre. Az EU-rendelet kényszerítő hatása alatt még több pénzforgalmi szolgáltató (bank, takarékszövetkezet és a pénzforgalomban részt vevő egyéb intézmény) fogja ajánlani a SEPA-termékeket, újabb tájékoztatási kampányok gerjesztik majd az ügyféligényeket, a kiszélesedő verseny javíthatja a feltételeket, a nemzeti átállási tervek sulykolni fogják az áttérést, így minden remény megvan arra, hogy az euroövezetbeli 2012. áprilisi 27,3 százalékról még gyorsabban fog emelkedni a SEPA-szabványon alapuló euroátutalások aránya. Magyarországon már a 2012. július 1-je is kitüntetett időpont e folyamat szempontjából, hiszen a SEPA-szabványon nyugszik a most bevezetett hazai napközi forint alapú átutalási rendszer.

## BEVEZETÉS

Az Európai Bizottság 2010. decemberi javaslatát követően a 2011 első félévi magyar EU-elnökség – a tanácsi szakaszban elért általános megközelítéssel – nagymértékben hozzájárult az EU-rendelet véglegesítéséhez, és így első kézből származó információkkal szeretnénk gazdagítani a téma szakirodalmát is. Cikkünkben kitérünk az EU-rendelet hazai hatásaira is.

Az euro bevezetésével egyrészt lehetőség nyílt rá, másrészt szükségessé vált, hogy az addig elszigetelten, nemzeti keretek között kialakult kis értékű fizetési rendszerek integrálódjanak. Az eurokészpénz megjelenésével különösen szembeűnővé vált, hogy a kis értékű, készpénzmentes fizetések esetén országonként eltérő szabványokat, adattartalmakat, teljesítési határidőket használtak. Az egységes belső piac ellenére a határon átnyúló átutalási műveletek díja magasabb, a teljesítés ideje pedig hosszabb volt, mint

<sup>1</sup> Európai Bizottság (2001), Retail Banking Research (2001).

<sup>2</sup> Európai Parlament és Tanács (2012).

## 1. táblázat

## A cikkben használt rövidítések összefoglalása

Rövidítés	Fogalom angolul	Fogalom magyarul	Kiegészítő magyarázat
BIC	Business Identifier Code	Üzleti azonosító kód	A pénzforgalmi szolgáltatók azonosítására használt kód.
EPC	European Payments Council	Európai Pénzforgalmi Tanács	Európai bankok önszerveződésének eredményeként, a SEPA támogatására és elősegítésére alakult szervezet, jelenleg 74 tagja van.
HCT	Hungarian credit transfer	SEPA-szabványon nyugvó magyar, forint alapú átutalás	A 2012. július 1-jén elindult magyar napközbeni elszámolási rendszerben használt szabvány.
IBAN	International payment account number identifier	Fizetési számla nemzetközi azonosító száma	Bárhol használható.
MIF	Multilateral interchange fee	Multilaterális bankközi jutalék	Egyes tagállamokban a beszedéseknél alkalmazott jövedelem-átcsoportosítás a beszedő pénzforgalmi szolgáltatójától a fizető fél pénzforgalmi szolgáltatójához.
PSD	Payment service directive	Belső piaci pénzforgalmi szolgáltatásokról szóló irányelv	Az Európai Gazdasági Térség egészében átültetett irányelv.
SCT	SEPA credit transfer	SEPA-átutalás	Az EPC által kialakított fizetési modell, amely az IBAN, a BIC, az egységes üzenetszabvány (UNIFI ISO 20022 XML) használatán alapul.
SDD	SEPA direct debit	SEPA-beszedés	Az EPC által kialakított fizetési modell, amely az IBAN, a BIC, az UNIFI ISO 20022 XML szabvány használatán és a beszedői felhatalmazás kezelésén alapul.

Forrás: MNB.

belföldön. Az egységes valuta és a valódi közös piac előnye-it csak akkor lehet teljes mértékben élvezni, ha egy olyan egységes eurofizetési övezet (SEPA) is kialakul, amelyen belül a gazdasági szereplők egyetlen fizetési számla használatával bárhon ugyanúgy teljesíthetnek és fogadhatnak euróban fizetéseket, mint saját országukban.

Ezt a konkrét jövőképet, elérendő állapotot vázolták fel az európai bankközösség képviselői 2002-ben, akik aztán a meglévő technikai akadályok lebontására és az egységes páneurópai fizetési modellek kidolgozására megalapították az Európai Pénzforgalmi Tanácsot (European Payments Council, EPC). Az Európai Bizottság (Bizottság) a jogi akadályok lebontására irányuló szabályozási tevékenységre koncentrált, és – az ő közreműködése mellett – az Európai Parlament és a Tanács fogadta el a vonatkozó jogszabályokat. Az Európai Központi Bank (EKB) túl azon, hogy a vonatkozó jogszabályok tervezetere is jogi véleményt adott, az egész SEPA-folyamatban aktívan részt vett katalizátorként. A pénzforgalmi szolgáltatók és az infrastruktúrák (elszámolóházak) közreműködtek a fizetési modellek, illetve az elszámolóházakra vonatkozó keretszabályok kidolgozásában, és átültették azokat a gyakorlatba a szükség szerinti fejlesztésekkel. Az ügyfelek pedig megkezdték az így kialakított fizetési modellek használatát.

A SEPA földrajzilag jelenleg a 27 EU-tagállamot, Izlandot, Liechtensteint, Norvégiát, Svájcot és Monacót fedi le.

A SEPA-folyamat az euróban denominált pénzforgalom egészét átfogja, de a továbbiakban csak a választott témánk szempontjából lényeges két fizetési módra, az átutalásra és a beszedésre fókuszálunk.

## ELŐZMÉNYEK

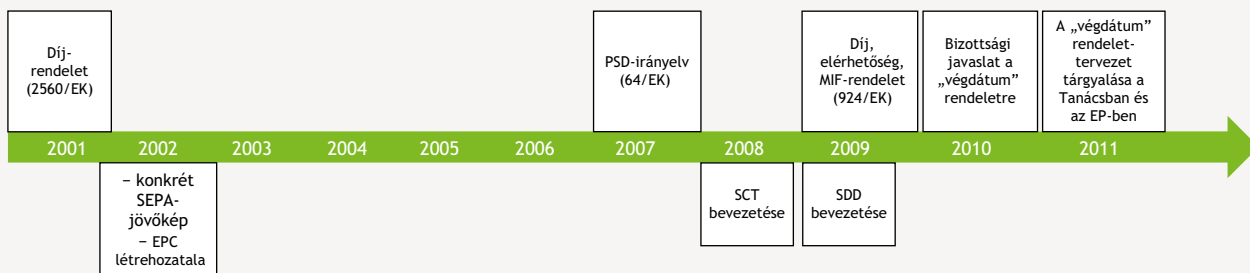
A SEPA-folyamat legfontosabb mérföldköveit az átutalások és a beszedések szempontjából az 1. ábrán mutatjuk be. Az időtengely felett a közszereplők, míg az időtengely alatt a piaci szereplők legfontosabb lépéseit jelenítettük meg 2011 végéig.

- A 2560/2001/EK európai parlamenti és tanácsi rendelet tekinthető a SEPA-folyamat előfutárának annak előírásával, hogy a határon átnyúló – egy meghatározott értékhatár alatti<sup>3</sup> – elektronikus, euróban denominált fizetésekre, átutalásokra ugyanakkora díjat lehet felszámítani, mint a hasonló belföldi fizetési műveletekre.
- 2002-ben piaci kezdeményezésre született meg a SEPA konkrét jövőképe, és ennek kialakításának és megvalósításának elősegítésére létrejött az EPC.
- 2007-ben elfogadásra került a belső piaci pénzforgalmi szolgáltatásokról szóló 2007/64/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv (PSD), amely egységes keretet állapított meg az Európai Gazdasági Térség egészében az euróban

<sup>3</sup> Kezdetben 12 500 euro, majd 2006. január 1-jétől 50 000 euro.

## 1. ábra

## A SEPA-folyamat főbb mérföldkövei



Forrás: MNB.

vagy egy euroövezeten kívüli tagállam pénznemében nyújtott pénzforgalmi szolgáltatásokra. Az irányelv számos olyan akadályt lebontott, amely gátolta a kis értékű fizetési forgalom egységesülését, és egyúttal szabályozta a teljesítési határidőt.

- 2008. január 28-án elindult a SEPA-átutalás (SCT), amely olyan euroátutalást jelent, ahol kötelező a fizetési számla nemzetközi azonosító számának (IBAN), a pénzforgalmi szolgáltatók üzleti azonosító kódjának (BIC) és az egységes (UNIFI ISO 20022 XML) nemzetközi üzenet szabványának a használata. Az adatszabványok révén megteremtődött az ügyféltől ügyfélig terjedő teljesen automatizált feldolgozás lehetősége az egész SEPA-n belül. A fizetési modellt önszabályozással, széles körű nyilvános konzultáció figyelembevételével – a PSD rendelkezéseinek betartásával – az EPC dolgozta ki, és a pénzforgalmi szolgáltatók önként csatlakoztak (és csatlakozhatnak folyamatosan) a fizetési modellhez a feltételek betartásának vállalására vonatkozó szerződés aláírásával. A modellt alátámasztó szabálykönyvek és végrehajtási irányelvek évről évre frissülhetnek.
- 2009-ben elfogadásra került a 924/2009/EK európai parlamenti és tanácsi rendelet, amely megtartva a belföldi és a határon átnyúló euróban denominált fizetési műveletekre vonatkozó egyenlő díjazás elvét, az eurobeszedések esetében állapított meg elérhetőségi követelményt és határidőt a (fogyasztókat jelentő) fizető fél pénzforgalmi szolgáltatójára nézve. Ez utóbbi azt jelenti, hogy ha egy pénzforgalmi szolgáltató belföldön nyújt beszedési szolgáltatást, tehát lehetővé teszi a belföldi kedvezményezett javára a beszedést, akkor ugyanezt a szolgáltatást külföldi kedvezményezett javára is lehetővé kell tennie. A rendelet továbbá azt is szabályozta, hogy a pénzforgalmi szolgáltatók 2012. november 1-jéig továbbra is felszámíthatnak multilaterális bankközi díjat (MIF)-et.
- 2009. november 2-án elindult a SEPA-beszedés (SDD), amely a tagállamok egy részében alkalmazott beszedői

felhatalmazás kezelésén alapult, és a szabványokat (IBAN, BIC és az üzenetszabvány), valamint a kidolgozás menetét tekintve az SCT által kijelölt irányokat követte. A fizetési modell alapváltozata a fogyasztóktól történő beszedésre (jellegében tehát a hazai csoportos beszedéshez hasonlítható), a másik változat pedig a vállalkozói beszedésre irányul (jellegében tehát a hazai felhatalmazólevélen alapuló beszedéshez hasonlítható).

A Bizottság 2010 decemberében hozta nyilvánosságra a „végdátum” rendeletre vonatkozó javaslatát, amelyet a rá következő évben mind az Európai Parlamentben, mind a Tanácsban megtárgyaltak. A politikai egyetértés 2011. év végére létrejött az EU-rendelet ügyében, és ekkor meg is kezdődött az elfogadott végső áttérési határidő kommunikálása. Az EU-rendeletet 2012 márciusában hirdették ki.

## ÁTVÁLTÁS AZ ALAPVETŐEN PIACVEZÉRELT FOLYAMATRÓL A JOGI SZABÁLYOZÁSRA

Az SCT és az SDD piaci kezdeményezésre, önszerveződés eredményeként jött létre, mégis jogi szabályozás készült. A következőkben ennek a változásnak az okait vizsgáljuk meg.

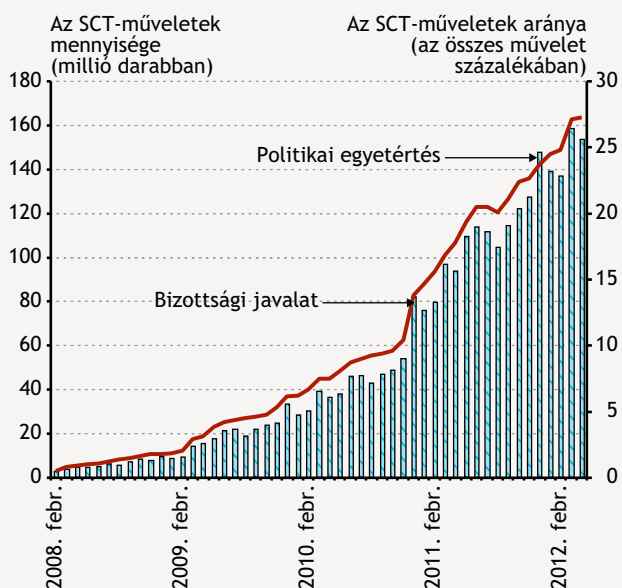
Az SCT és még inkább az SDD használatára való áttérés rendkívül lassan haladt előre. Az ún. SCT-mutató (a SEPA-tranzakcióknak az összes euroátutaláshoz mennyiségi alapon mért aránya) az euroövezetben először 2010 novemberében haladta meg a 10 százalékot, majd 2011 júniusában a 20 százalékot. A 2. ábrából látható, hogy az uniós „végdátum” rendeletre irányuló bizottsági javaslatot, majd a politikai egyetértést követő kommunikáció gyorsította az SCT-re való átállást.

Az SDD-mutató (a SEPA tranzakcióknak az összes eurobeszedéshez mennyiségi alapon mért aránya) az euroövezetben még mindig nem éri el a 1 százalékot sem. A 3. ábra mutatja, hogy a kommunikáció sem módosította érdemben az SDD-átállás ütemét.

**2. ábra**

**Az SCT-formátumban feldolgozott műveletek száma és aránya az euroövezetben**

(2008. február és 2012. április között)

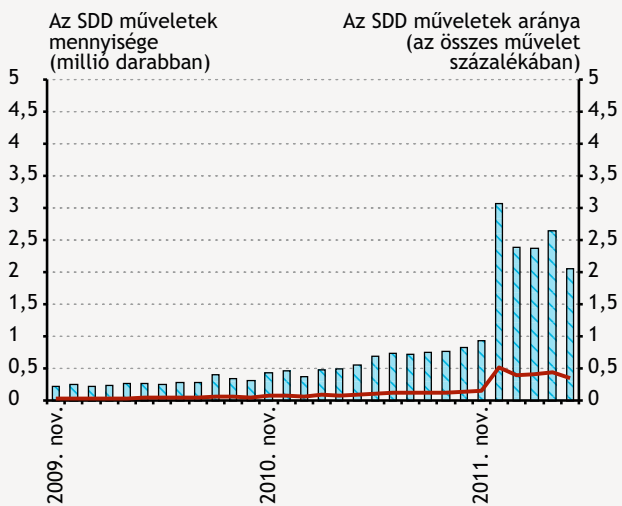


Forrás: MNB az EKB adatainak felhasználásával.

**3. ábra**

**Az SDD-formátumban feldolgozott műveletek száma és aránya az euróövezetben**

(2009. november és 2012. április között)



Forrás: MNB az EKB adatainak felhasználásával.

A SEPA-formátumú tranzakciók használatára való lassú áttérést a hatóságok (EKB,<sup>4</sup> Bizottság<sup>5</sup>) a következő főbb tényezőkkel magyarázták.

– Bizonytalanság volt a SEPA-folyamat befejezésének és a hagyományos termékek kivezetésének időzítésében, valamint a bankközi jutalék beszedésekben való hosszabb távú alkalmazhatóságában. Csak egyes országokban tűztek ki konkrét céldátumot a SEPA-termékekre való áttérésre, az EPC a bankközösségen belül csak olyan megállapodást tudott elérni, hogy a kritikus tömeget 2010 végére kellene elérni. Még nagyobb bizonytalanság uralkodott a bankközi jutalék alkalmazhatóságát illetően, egyes tagállamokban (Belgiumban, Franciaországban, Olaszországban, Portugáliában, Spanyolországban, illetve Svédországban) ugyanis a beszedő pénzforgalmi szolgáltatója bankközi jutalékot fizet a fizető fél pénzforgalmi szolgáltatójának. 2009 márciusában viszont a Bizottság és az EKB olyan közös nyilatkozatot adott ki, amely világossá tette azt, hogy egyfelől mindketten a hatékonyság elősegítésének eszközeként tekintik a pénzforgalmi szolgáltatások átlátható árazását, másfelől a Bizottság – a versenyjogi kérdésekben illetékes hatóságként – 2012 után már nem tartja indokoltnak és az EU-s versenyjogi szabályokkal összeegyeztethetőnek a bankközi jutalék fenntartását.

– A SEPA-termékekhez kapcsolódó beruházásokat mind a pénzforgalmi szolgáltatók, mind az üzleti vállalkozások elhalasztották az áttérés végső határidejének bizonytalansága miatt.

– A SEPA-termékfejlesztés iránti ösztönzők hiányoztak a pénzforgalmi szolgáltatóknál, mivel azok továbbra is kínálják a hagyományos termékeiket.

– A keresleti oldalon alacsony fokú volt a SEPA-ismeret. A fogyasztók esetében külön kell az SDD-ről szólni, amely annak ellenére, hogy a sikeres nemzeti beszédési modellekből építkezett, teljesen új fizetési modell lett még azon országokban is, ahol 2009 előtt is a beszedők kezelték a felhatalmazásokat. Az új fizetési modellhez kapcsolódó fogyasztóvédelem és biztonság tényleges megteremtése, valamint még inkább az azoknak megfelelő érzet kialakítása nagyon fontos lett volna.

– Egyértelművé vált, hogy a tömeges áttéréshez nem elegendő az, ha a pénzforgalmi szolgáltatók csatlakoznak a SEPA fizetési módokhoz, sőt az sem, hogy a 924/2009/EK rendelet már elérhetőségi követelményt is bevezetett rájuk nézve a nagy tételszámú forgalmat jelentő beszédésekre (ún. alapbeszedésre, amely Magyarországon – a pénznemtől eltekintve – a csoportos beszedésnek felel meg).

<sup>4</sup> Forrás: EKB (2010).

<sup>5</sup> Forrás: Bizottság (2010b).



– Patthelyzet alakult ki: amíg a hagyományos termékek kínálata rendelkezésre áll, és a pénzforgalmi szolgáltatók nem folytatnak aktív SEPA-kommunikációt, az ügyfelek is halogatják a SEPA-termékek használatba vételét. A kínálati és a keresleti oldal tehát leginkább egymásra várt.

A hagyományos termékekről a SEPA-termékekre való áttérés hatását a Bizottság hatéves időszakra számszerűsítette lassú, illetve gyors áttérés esetén. A lassú áttérés feltételezése azon alapult, hogy sem a szabályozás, sem a kommunikáció terén nem történik változás, míg a gyors áttérésnél a végső áttérési határidőre vonatkozó jogi szabályozás hatása lett megbecsülve. A Bizottság az EU gazdaságára kivetítve lassú áttérés esetén 42 milliárd eurónyi veszteséggel, míg gyors áttérés esetén 123 milliárd eurónyi haszonnal számolt. Lásd erről bővebben Dávid (2008).

## A SZABÁLYOZÁS SÚLYPONTI KÉRDÉSEI ÉS MEGOLDÁSUK

Elemzésünkben a nyilvánosan elérhető információkra támaszkodtunk, de közvetve egy-egy témánál megvilágítjuk a magyar elnökség ideje alatt kialakult politikai kompromisszumok hátterét is. Az egyes súlyponti kérdések kapcsán fontos volt mindvégig szem előtt tartani az EU-rendeletalkotás alapvető célját: egységesen és senki által nem megkérdőjelezhetően, konkrét határidőre (a „végdátum”-ra) kikényszeríteni az egységes fizetési módok használatát, ami eloszlatja a kétségeket a piaci szereplőkben az átállás tényleges bekövetkezéséről.

– **Hogyan lehet meghatározni a célállapotot jelentő páneurópai, euróban denominált átutalásokat és beszédéseket? Nevesíthető-e (nevesítendő-e) az SCT és az SDD?**

Miközben az EU-rendelet a SEPA-ra való áttérésre irányul, a „SEPA” szó kizárólag a rendelet indoklást tartalmazó részében (preambulumban) fordul elő. A jogalkotók a célállapotot jelentő páneurópai euroátutalásokat és -beszédéseket olyan technikai és üzleti követelményekkel (pl. IBAN, ISO 20022 XML üzenetközvetítési szabvány használata) határozták meg, amelyek ráillenek az SCT-re és az SDD-re, de nem szűkítették le a megfelelőséget kizárólagosan az SCT-re, illetve a SDD-re vagy azok jelenlegi változatára. Meghagyták tehát a lehetőséget a versenyre, az innovációra, a fejlesztésre. Az SCT és az SDD megnevezése ellen szólt az is, hogy e fizetési modellek tulajdonosa és gazdája az EPC, így a jogalkotók az SCT- és az SDD-szabálykönyvek rendszeres felülvizsgálata és az azzal együttjáró kisebb-nagyobb módosítása miatt azzal szembesülhettek volna, hogy a szabályozásuk alapjául szolgáló termék, szabvány is módosul az

EU-rendelet megalkotása alatt vagy alkalmazása során. Ez de facto jogalkotási szerepkörrel ruházta volna fel az EPC-t, ettől az európai jogalkotók érthető módon tartózkodni kívántak.

Mindazonáltal a SEPA-átállítás támogatása érdekében a pénzforgalmi szolgáltatók által átutalási és beszédési műveletekre használható fizetési modellekre olyan kölcsönös átjárhatósági követelményt is tartalmaz az EU-rendelet, amely a fizetési modellekhez csatlakozott résztvevők szám(arány)ára vonatkozik. Ez a követelmény alapesetben azt jelenti, hogy a fizetési modellhez a tagállamok többségében működő pénzforgalmi szolgáltatók többségének és ezzel egyidejűleg az unió egészében működő pénzforgalmi szolgáltatók többségének kell csatlakozni. Nyilvánvalóan ezt jelenleg csak az SCT és az SDD képes teljesíteni, hiszen az azokhoz csatlakozottak száma nagyságrendileg 3500 és 4500 között van. Ugyanakkor a jogalkotók e téren zárják ki bármely új fizetési modell kialakulásának a lehetőségét, és átmeneti időre adható mentesítésről rendelkeznek, feltéve, ha az új fizetési modellhez legalább 8 tagállamból csatlakoztak pénzforgalmi szolgáltatók.

Az SCT és az SDD minél szélesebb körű használata ugyanakkor javítaná a méretgazdaságosságot, növelné a hatékonyságot is, így a jogalkotók az innováció, a verseny és a fejlődés lehetőségének megőrzése mellett az SCT-hez és az SDD-hez igazodóan határozták meg a technikai és az üzleti követelményeket.

A rugalmasság érdekében a jogalkotók azt a megoldást választották, hogy az EU-rendelet normaszövegének törzsrészében csak fizetésiszámla-azonosítót és üzenetformátumot határoznak meg, és a konkrét azonosítót és üzenetformátumot a mellékletben nevezik meg. (Ugyanez a módszer vonatkozik a fizetési műveletekkel kapcsolatos üzenetek adatalemeinek meghatározására is.) A melléklet felhatalmazáson alapuló jogi aktus keretében a Bizottság által is módosítható megfelelő konzultációs eljárás után, ami gyorsabban és egyszerűbben segítheti elő a technikai fejlődés és a piaci fejlemények figyelembevételét.

*A célállapotot jelentő páneurópai euroátutalásokat és -beszédéseket tehát olyan technikai és üzleti követelményekkel (pl. IBAN, ISO 20022 XML üzenetközvetítési szabvány használata) határozza meg az EU-rendelet, amelyek ráillenek az SCT-re és az SDD-re, de a megfelelőséget nem szűkítették le kizárólagosan az SCT-re, illetve a SDD-re. Az alkalmazandó fizetési modellekre a pénzforgalmi szolgáltatók számarányában meghatározott csatlakozási követelmények állnak fenn. (Az EU-rendelet 4. és 5. cikke, valamint melléklete.)*

**– Mi legyen a végső határidő? Egyetlen vagy többféle végső határidő legyen? Hogyan legyen(ek) meghatározva a végső határidő(k)?**

A végső határidő meghatározásánál az volt a szempont, hogy az a megfelelő előkészítési időt megadva, a lehető legkorábbi legyen. Az volt ugyanis a cél, hogy mielőbb lehessen egyrészt elkerülni a hagyományos és a SEPA-termékek párhuzamos használatával járó magas költségeket, másrészt elérni a SEPA-termékek használatából származó előnyöket. Azaz mielőbb lehessen az egész övezeten belül egységes szabványt használni, és elkerülni azok megbüntetését, akik már áttértek a SEPA használatára, de az áttérésben késlekedők miatt kénytelenek a hagyományos termékek kezelésére alkalmas eljárásokat is fenntartani.

A forgalom túlnyomó részét képező euroövezeti fizetési műveleteken belül a jogalkotók megkülönböztették az alaptermékeket és a viszonylag kisebb forgalmat mutató réstermékeket (egyreszt helyi piacok kis tételszámú speciális művelet típusait), valamint az egyéb speciális, helyi igényeket kielégítő, kártyával kezdeményezett beszedési műveleteket. Az összes euróban denominált átutalási és beszedési műveleten belül szétválasztották az euroövezeten belüli és azon kívüli műveleteket. Mindezekkel az volt a cél, hogy a forgalom meghatározó részét jelentő euroövezeti alaptermékekre lehessen minél korábbi végső határidőt meghatározni.

Ugyanakkor az is fontos volt, hogy a megállapított végső határidő a lehető leghamarabb és a legegyszerűbben kommunikálható legyen, eloszlatva az eddigi lassú áttérést okozó bizonytalanságot. Így konkrét naptári napban van meghatározva az áttérés befejezése, amelynek kommunikálása már 2011 decemberében – tehát az EU-rendelet formális elfogadása előtt – megkezdődött. Az egyszerűség érdekében a végső határidő nem különbözik az átutalások és a beszedések SEPA-ra való átváltásánál, ugyanakkor egyrészt a réstermékek és a kártyával kezdeményezett beszedési műveletek esetében, másrészt az euroövezeten kívüli országokban valamivel későbbi lett, mint az euroövezeti alaptermékekénél.

*Az euroövezetben a főszabály szerint 2014. február 1-jéig, míg az euroövezeten kívül 2016. október 31-ig kell az áttérést végrehajtani. A konkrét végső határidőket az EU-rendelet 6. és 16. cikke tartalmazza, amelyeket az egyéb határidőkkel együtt a 2. táblázatban és a 4. sz. ábrában foglaltunk össze.*

**– Milyen eszközökkel lehet tovább fokozni az EU-n belüli belső piac egységességét?**

A pénzforgalmi szolgáltatók elérhetőségére és az ügyfélmobilitás teljes körű biztosítására vonatkozó rendelkezések mind azt szolgálják, hogy az unión belül az átutalási és a beszedési szolgáltatások terén se lehessen állampolgárság vagy székhely szerint diszkriminációt alkalmazni. Sok pénzforgalmi szolgáltatónál fordult ugyanis elő olyan eset, hogy külföldi állampolgároknak vagy vállalkozásoknak nem nyitottak fizetési számlát, így az ügyfél pénzforgalmi-szolgáltató-választási szabadsága leszűkült, és nem élhetett a belső piac adta elvi lehetőségekkel. (Az EU-rendelet 3. és 9. cikke).

A fizetési modellek közötti kölcsönös átjárhatóságra vonatkozó szabályok sem különbözhetnek a belföldi és a határon átnyúló műveletek esetében, ami szintén hozzájárul az EU-n belüli belső piac egységességének fokozásához (az EU-rendelet 4. cikke).

**– Kell-e szabályozni a beszedési műveleteknél felszámítható bankközi jutalékot, és ha igen, hogyan?**

A bankközi jutalék olyan közösen (multilaterálisan) megállapított jutalék, amelyet a beszedők (kedvezményezett) pénzforgalmi szolgáltatói fizetnek a fizető fél (a fogyasztó) pénzforgalmi szolgáltatójának a beszedési műveletek után. A díjfizetési gyakorlat nem általános, mert az EU-n belül – Svédország mellett – mindössze 5 euroövezeti tagállamban van érvényben, ezekben az érintett országokban viszont minden egyes beszedési művelet után fizetendő. A jogalkotók a bankközi jutalékot különösen a felszámítás módja miatt tekintették a verseny korlátozásának, a díjakat ugyanis a bankok együttesen állapítják meg, annak mértékében nincs verseny. A beszedő pénzforgalmi szolgáltatója, miközben fizeti a bankközi jutalékot a fizető fél pénzforgalmi szolgáltatójának, valójában azt áthárítja az ügyfelére, tehát a beszedőre. A beszedő pedig beépíti annak a közmű- vagy egyéb szolgáltatásnak az árába, amelyre a beszedési művelet irányul – így végül a fogyasztó fizeti meg a jutalékot anélkül, hogy látná és ismerné a mértékét. A fogyasztó viszont közvetlen díjfizetés nélkül vagy szerény díjazás mellett használhatja ezt a fizetési módot, mert a pénzforgalmi szolgáltatója megkapja a bankközi jutalékot, és így nem szükséges, hogy (költségarányos) díjat számoljon fel közvetlenül a fogyasztónak.

Mivel a beszedés a bankközi jutalék nélkül is hatékonyan működik az összes többi tagállamban, ráadásul a bankközi jutalékot alkalmazó országokban sem alacsonyabbak összességükben a banki díjak, a beszedők átlátható díjazási politika mellett árengedménnyel vagy egyéb módon közvetlenül is ösztönözhetnék az ügyfeleiket arra, hogy fizetési módként a beszedést válasszák.

*Az EU-rendelet egy átmeneti idő után mind a belföldi (2017. február 1-je után), mind a határon átnyúló műveletek (2012. november 1-je után) esetében egyértelműen megtiltja a bankközi jutalék használatát (lásd a 2. táblázatot és a 4. sz. ábrát is). Ugyanakkor az eredménytelen beszédési műveleteknél szigorúan költség-alapon lehet bankközi jutalékat alkalmazni azt a felet terhelve, amelynek a hibájából meghiúsult a beszédés. Ez utóbbi mértékét a leghatékonyabban működő olyan pénzforgalmi szolgáltató közvetlen költségéhez kell igazítani, amely a műveletek számát és a szolgáltatások jellegét tekintve a multilaterális megállapodás jellegzetes szereplője. (Az EU-rendelet 8. cikke.)*

**– Hogyan lehet növelni a fogyasztók bizalmát a beszédések iránt?**

Az SDD és így ez az EU-rendelet is azon alapul, hogy a beszédő (vagy megbízásából egy harmadik személy) őrzi és tárolja a beszédésre való felhatalmazást. Ugyanakkor Magyarországhoz hasonlóan számos tagállamban a felhatalmazást nem a beszédő, hanem a fizető fél (a fogyasztó) pénzforgalmi szolgáltatója őrzi és tárolja. Az érintett országokban tehát segíteni kell a fogyasztókat abban, hogy eurobeszédések esetében megszokják és elfogadják a változást.

*A jogalkotók ezért jogot biztosítottak arra, hogy a fogyasztók meghatározott összegre és/vagy gyakoriságra korlátozhatók a beszédéseket, bizonyos kedvezményezett(ek) által indított beszédéseket letilt-hassanak, illetve kizárólag egy vagy több meghatározott kedvezményezett által kezdeményezett beszédést engedélyezzének. Sőt rögzítették a fizető felek jogát arra is, hogy megköveteljék pénzforgalmi szolgáltatójuktól a beszédés felhatalmazásnak való megfeleléségének – teljesítés előtti – ellenőrzését mindazon esetekben, amikor a fizető félnek nincs joga a visszatérítésre.<sup>6</sup> (Az EU-rendelet 5. cikke.)*

Ez azért lényeges változás, mert az EPC által kialakított SDD-modellben még nincs meg a fogyasztók nagyobb biztonságát garantáló összes elem, így az EU-rendelet hatálybalépése után – a jogalkotók elvárásának megfelelően – módosítani kell az SDD-modellt és -termékeket.

**– Milyen kötelező érvényű jogi eszközzel lehet a legjobban elérni a fentiekben felvázolt szándékokat?**

A jogalkotók a lehető legszélesebb körű technikai szabványosítás igénye miatt a kötelező érvényű európai parlamenti és tanácsi rendeletet választották. A rendelet általános hatállyal bír, teljes egészében és közvetlenül alkalmazandó valamennyi tagállamban, így hamarabb fejtheti ki hatását, mint egy irányelv, amelyet elfogadás után külön-külön minden tagállamban át kell ültetni az érintett tagállam nemzeti jogába az irányelvben meghatározott határidőig. Az EKB is jogosult az elszámolási és fizetési rendszerekkel kapcsolatban kötelező érvényű rendeletet kiadni. Az szólt mégis az európai parlamenti és tanácsi rendelet mellett, hogy a jogalkotók a fizetési lánc egészére vonatkozóan kívántak szabályokat megfogalmazni, hiszen a gyors áttéréstől fakadó előnyök leginkább a keresleti oldalon jelentkeznek, és a pénzforgalmi szolgáltatások igénybevevőire (az ügyfelekre) vonatkozóan így lehet követelményeket meghatározni.

*A követelmények a pénzforgalmi szolgáltatókat és/vagy az ügyfeleket (az utóbbiakat részben közvetlenül, részben a pénzforgalmi szolgáltatókon keresztül) érintik. Az ügyfelek esetében hosszabb távon csak az IBAN és meghatározott adatelemek használata kötelező. Az XML-üzenetszabvány használata csak a pénzforgalmi szolgáltatók és azon ügyfelek körében kötelező, amelyek kötegelve egyszeri átutalásokat vagy beszédéseket kezdeményeznek, illetve fogadnak, és nem fogyasztók vagy mikrovállalkozások. (Az EU-rendelet 5. cikke és melléklete.)*

Az EU-rendelet számos egyéb fontos rendelkezést tartalmaz, de a jelen cikk szöveges részében – terjedelmi korlátok miatt – csak a legfontosabbakra koncentrálnak, ugyanakkor a határidők szempontjából a 2. táblázatban és a 4. ábrában ennél szélesebb kört céloztunk meg.

Az ábrán jól látható, hogy az euróban denominált átutalások és beszédések esetében nagyrészt 2014. február 1-jére, míg teljes körűen legkésőbb 2017. február 1-jére megtörténik az átállítás, valamint a fizetési modellek és rendszerek közötti kölcsönös átjárhatóság biztosítása. Az euroövezeten kívül 2016. október 31-e a végső határidő. Megvalósul tehát az, hogy a nemzeti határokon belül és azokon kívül egyaránt azonos alapfeltételek, szabványok, jogok és kötelezettségek érvényesülnek az unió egészében tartózkodási helytől függetlenül az érintett pénzforgalmi szolgáltatásokra.

<sup>6</sup> A rendelet rögzíti a beszédési felhatalmazások érvényességét és a visszatérítéshez való jog fenntartását is (a rendelet 7. cikke).

**2. táblázat**  
**Az áttéréssel összefüggő határidők**

Témakör	Kiegészítés	Határidő
Elérhetőség megteremtése	euroövezeti tagállamok	2012. március 31.
	euroövezeten kívüli tagállamok	2016. október 31.*
Az áttérés teljesítésének végső határideje	euroövezeti tagállamok: alaptermékek	2014. február 1.
	euroövezeti tagállamok: réstermékek*** egyéb speciális, helyi igényeket kielégítő, kártyával kezdeményezett beszedési műveletek	2016. február 1.
	euroövezeten kívüli tagállamok	2016. október 31.*
MIF eltörlése a beszedési műveleteknél	határon átnyúló műveletekre	2012. november 1.
	belföldi műveletekre	2017. február 1.
Kölcsönös átjárhatóság megteremtése	euroövezeti tagállamok	2014. február 1.
	euroövezeten kívüli tagállamok	2016. október 31.*
Ügyfelek felmentése a BIC közlése alól	belföldi műveletekre (euroövezeti tagállamokban)	2014. február 1.***
	határon átnyúló műveletekre (euroövezeti tagállamokban)	2016. február 1.
	euroövezeten kívüli tagállamokban	2016. október 31.*
A fogyasztóknak biztosított fizetési számlaszám (belföldi számlaszámról IBAN-ra való) konvertálási lehetőség megszűnte	euroövezeti tagállamok	2016. február 1.
	euroövezeten kívüli tagállamok	2016. október 31.*
ISO 20022 XML-szabvány használata alóli felmentés lejárta a kötegelt fizetési műveleteket kezdeményezők, ill. fogadók esetében (feltéve, hogy nem fogyasztók és mikrovállalkozások)	euroövezeti tagállamok	2016. február 1.
	euroövezeten kívüli tagállamok	2016. október 31.*

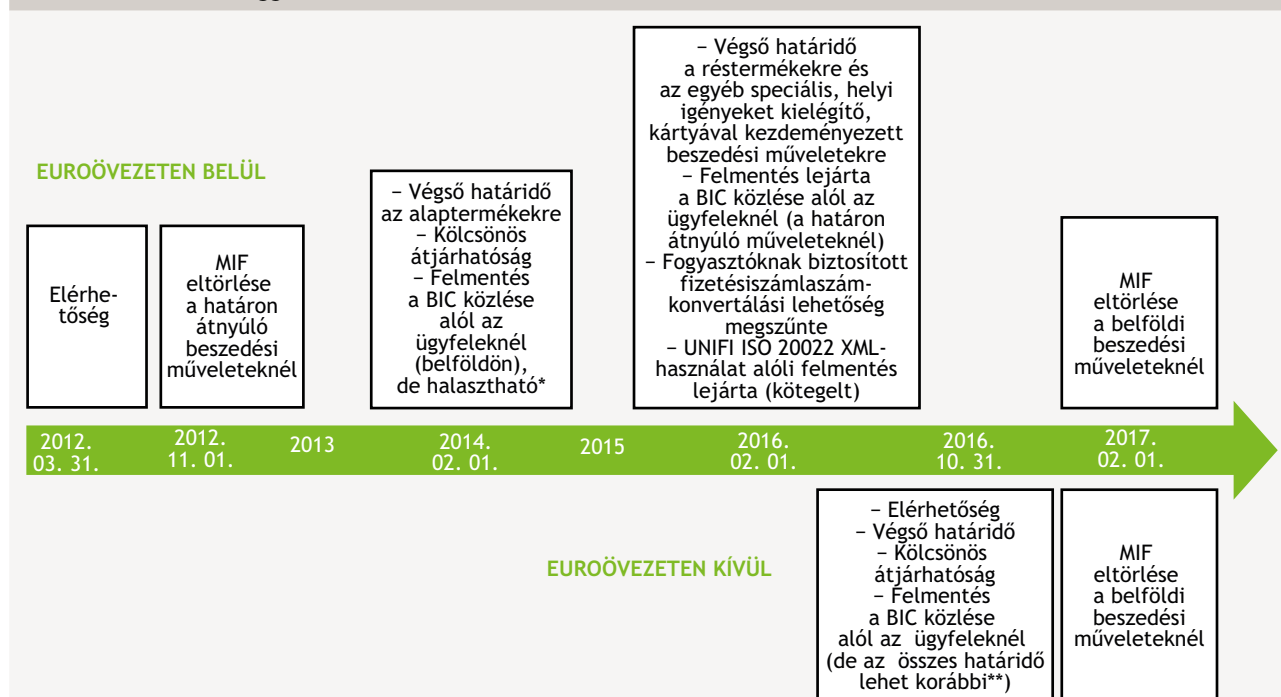
\* Vagy 1 évvel az euro bevezetése után, ha a tagállam 2015. október 31-e előtt bevezeti az eurót, de nem korábban, mint az euroövezeti tagállamokban.

\*\* A tagállambeli átutalási, ill. beszedési forgalom mennyiségi alapon számított 10 százaléka maximum.

\*\*\* Halasztható 2016. február 1-jéig.

Forrás: MNB.

**4. ábra**  
**Az áttéréssel összefüggő határidők euroövezeten belül és azon kívül**



\* 2016. február 1-jéig halasztható.

\*\* 1 évvel az euro bevezetése után, ha a tagállam 2015. október 31-e előtt bevezeti az eurót, de nem korábban, mint az euroövezeti tagállamokban.

Forrás: MNB.

## HAZAI HATÁSOK

### – Milyen feladatokkal jár az EU-rendelet megjelenése a hazai jogalkotók számára?

Az európai parlamenti és tanácsi rendeletek kötelező érvénnyel, normaszöveggként hatályosulnak a tagállamok jogrendjében. A tagállami jogalkotóknak szükség szerint a saját jogszabályaik módosításával (ellentétes szabályok hatályon kívül helyezésével) kell megteremteniük a hazai és az európai uniós jogrend közötti összhangot, ha a saját jogszabályaik valamely európai uniós rendelettel össze nem egyeztethető rendelkezéseket tartalmaznának.

A jelen EU-rendelet nem módosítja a PSD-t,<sup>7</sup> ezért nincs szükség a hazai pénzforgalmi jogszabályok<sup>8</sup> PSD-t átültető rendelkezéseinek a módosítására. Hazai viszonylatban a csoportos beszedési konstrukció tekinthető az EU-rendelet szerinti alapbeszedési modellnek, de – az SDD-moddal ellentétben – Magyarországon nem a beszedő, hanem a fizető fél pénzforgalmi szolgáltatója őrzi a felhatalmazást. Tekintettel arra, hogy az EU-rendelet kizárólag az euróban denominált beszedésre vonatkozik, csak az euro bevezetésekor kell módosítani az MNB-rendelet csoportos beszedéssel kapcsolatos előírásait.

Jogalkotói feladatot jelent viszont az EU-rendelet azon előírása, amely szerint a tagállamoknak ki kell jelölniük az EU-rendeletnek való megfelelés biztosításáért felelős hatóságot, továbbá meg kell határozniuk az EU-rendelet megsértésének szankcionálási szabályait (a Bizottság 2013. évi értesítése mellett).

### – Milyen feladatokkal jár az EU-rendelet megjelenése a hazai pénzforgalmi szolgáltatók számára?

Az EU-rendelet megjelenésének nincs közvetlen hatása a hazai pénzforgalmi szolgáltatók tevékenységére a hazai

pénzforgalom döntő (forintban lebonyolódó) hányada tekintetében, és az euro magyarországi bevezetéséig nem is lesz, mivel az EU-rendelet csak az euróban denominált átutalási és beszedési műveletekre terjed ki. Természetesen az – akár határon átnyúló, akár belföldi – euroátutalások esetében a hazai pénzforgalmi szolgáltatóknak – mind küldő, mind fogadó minőségükben – már az euro magyarországi bevezetése előtt is biztosítaniuk kell az EU-rendeletben foglalt követelményeknek való megfelelést 2016. október 31-re, tehát az euroövezeten kívüli tagállamok részére előírt végső határidőre.<sup>9</sup> (Ugyanezt a lépést meg kell tenni – a jelenleg elhanyagolható mértékű – határon átnyúló, euróban denominált beszedési forgalom esetében is.)

A hazai pénzforgalmi szolgáltatóknak azonban figyelemmel kell lenniük arra is, hogy az euroövezeti tagállamokban a főszabály szerint a fentieknél sokkal korábban kell áttérni az EU-rendelet szerinti követelmények teljesítésére. Így 2014. február 1-je után az euroövezeti tagállamokból beérkező legtöbb euroátutalás formátuma és adattartalma már az EU-rendeletben előírt követelményeknek fog megfelelni. Ezért a hazai pénzforgalmi szolgáltatóknak időben kell felkészülniük ezen euroátutalások fogadására, hiszen enélkül 2014. február 1-je után már nem tudnának részt venni a magyarországi ügyfelek javára irányuló, határon átnyúló eurofizetési forgalomban.

A hazai hitelintézeti szektor időbeni felkészülését két tényező is nagymértékben elősegíti. Az egyik ilyen tényező az, hogy 24 hazai hitelintézet már csatlakozott az SCT-hez, egy pedig az SDD-hez is, sőt az SCT alapú euroátutalások aránya már 2011 második felében 40 százalék felett volt. A másik tényező az, hogy 2012. július 1-jét követően Magyarországon elindult a kis értékű forintátutalásokra a napközbeni elszámolás. Az átutalás az SCT-szabványhoz nagyon hasonló HCT-szabványon alapul, és bevezetése – a piaci szereplők széles körével több évig folytatott közös előkészítő munkán túlmenően – a jegybanki szabályozáshoz kapcsolódik.

### A magyar napközbeni elszámolás jogszabályi kerete

Az MNB rendelete szerinti úgynevezett „4 órás szabály”-nak megfelelően a fizető fél pénzforgalmi szolgáltatójának 2012. július 1-jétől azt kell biztosítania, hogy az ügyfelei által az ún. tárgynapi (vagyis aznapi) teljesítésre meghatározott időszak alatt (a végső benyújtási határidőig) elektronikus úton indított belföldi forintátutalások a befogadástól számított 4 órán belül eljussanak a kedvezményezett ügyfelek pénzforgalmi szolgáltatójához. (A belföldi fizetési rendszerhez csak közvetve kapcsolódó pénzforgalmi szolgáltatók esetében

<sup>7</sup> Ugyanakkor a rendelet a preambulumban felhívja a figyelmet arra, hogy az EPC által kidolgozott jelenlegi egyetlen páneurópai beszedési modell, az SDD a fizető felet megillető visszatérítési jogosultság tekintetében nincs összhangban a PSD vonatkozó előírásával. Ezért a magas szintű fogyasztóvédelem biztosítása érdekében a Bizottságnak foglalkoznia kell e kérdéskörrel a PSD hatásait elemző, 2012. november 1-jéig elkészítendő jelentésében, és indokolt esetben felülvizsgálati javaslattal kell élnie.

<sup>8</sup> A pénzforgalmi szolgáltatás nyújtásáról szóló 2009. évi LXXXV. törvény és a pénzforgalom lebonyolításáról szóló 18/2009. (VIII. 6.) MNB rendelet (MNB-rendelet).

<sup>9</sup> Feltételezve, hogy az euro 2015. október 31-ig nem lesz Magyarországon bevezetve.



az előírt legfeljebb 4 órás teljesítési határidő 2 órával meghosszabbodik.) A kedvezményezett pénzforgalmi szolgáltatójának a kedvezményezett fizetési számláján „haladéktalanul” kell jóváírnia az összeget, aminek az időigénye azonban már kívül esik az indító pénzforgalmi szolgáltató felelősségi körén.

A HCT az UNIFI ISO 20022 XML-formátumú SCT-szabványon nyugszik, és annak magyar sajátosságokkal módosított változata. A devizanem a forint, a nullától eltérő fillér érték használata tilos, a számlaszámok nemzeti része megfelel a magyar előírásoknak. A HCT-szabvány használata egyelőre csak a bankközi térben, tehát a pénzforgalmi szolgáltatók egymás közötti kommunikációjában lesz kötelező. Elkészült az ügyfél és pénzforgalmi szolgáltató közötti térre az UNIFI XML-formában adható megbízásokra vonatkozó szabványalkalmazási útmutató is, amelyet a fizető felek alkalmazhatnak a pénzforgalmi szolgáltatók által közzétett feltételrendszer függvényében. A HCT szélesebb körű alkalmazásának előkészítése mellett folyik a SEPA alapú, forintra vonatkozó beszedési szabvány előkészítése is, a HDD megalkotása. A 2012. július 1-jét követően elindult napközbeni átutalási rendszer a hazai napközbeni elszámolási rendszer bevezetésének első állomása volt, a folytatásra vonatkozó lépések között egyaránt szerepel a ciklusszám növelése és beszedési módokra való kiterjesztése is.

Mindez lehetővé teszi, hogy a magyar üzleti vállalkozások – függetlenül attól, hogy az euro Magyarországon még nem került bevezetésre – a SEPA-hoz hasonló szabványt használhassanak, és realizálhassák az ügyféltől ügyfélig terjedő automatikus feldolgozásból adódó előnyöket.

## KÖVETKEZTETÉSEK

Az alapvetően piacvezérelt folyamatként elindult SEPA megvalósítása – a végső határidőre vonatkozó szabályozással, a kínálati oldal mellett a keresleti oldalt is egyre inkább bevonva – az átutalások és a beszedések terén 2014. február 1-jéig nagyrészt megtörténik.

Az euróban denominált átutalásokra és beszedésekre rögzítésre kerültek a szabványok, követelmények, szabályok, amelyek az azonos jogok és kötelezettségek mellett az övezet egészében – nemzeti kereteken belül és azokon túlmenően is – fokozzák a versenyt a kínálati oldalon a pénzforgalmi szolgáltatók között. A keresleti oldalról nézve mindez azt jelenti, hogy a pénzforgalmi szolgáltatást igénybe vevő ügyfelek a teljessé váló belső piacon választhatják ki a számukra legkedvezőbb pénzforgalmi szolgáltatót, és megnőtt annak a lehetősége, hogy ezt a választást a SEPA egészét nézve a határon átnyúlva is megtegyék. Magánszemélyek esetében ez különösen a rövidebb-hosszabb ideig

külföldön élők számára lehet fontos, mert élvezhetik az egy fizetési számla adta egyszerűbb likviditásgazdálkodás előnyeit. A többi ügyfél (elsősorban üzleti vállalkozások, közhivatalok stb.) esetében ehhez hozzájárul a követelmények alapjául szolgáló UNIFI üzenetszabvány, amely tovább javítja a teljes pénzforgalom és az a mögött húzódó számlázási tevékenység közötti összhangot (ideértve a bejövő és kimenő számlák kezelését is). Mindez azt jelenti, hogy nemcsak földrajzi értelemben, hanem a belső működést tekintve is kibővíthet a folyamatok automatizálásának és a tevékenységek centralizálásának lehetősége egy korszerű, felhasználóbarát szabvány alapján.

A nagyobb verseny a kínálati oldalon a méretgazdaságosságot és a hatékonyságot növeli, és mivel a szabályozás nem zárja ki az új fizetési modellek kialakulását, bizhatunk abban, hogy az innováció nem áll meg. A nagyobb verseny a méretgazdaságosságon keresztül a felhasználókat a pénzforgalomhoz kapcsolódó díjak szempontjából is kedvezőbb helyzetbe hozhatja.

Az a tény, hogy a magyar napközbeni elszámolási rendszer fejlesztése a SEPA-szabványon alapul, javítja a Magyarországon működő hitelintézetek és vállalatok esélyét arra, hogy nemzetközi szinten pénzforgalmi, követeléskezelési megbízásokat elnyerhessenek, és így csoportjukon belül akár regionális pénzforgalmi alközponttá is válhassanak.

A SEPA-folyamat az átutalások és beszedések páneurópai követelmények szerinti megvalósításával nem fejeződik be, mert a harmonizációt más pénzforgalmi termékek (például fizetési kártyák) esetében is növelni kell.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

DÁVID SÁNDOR (2008): Az egységes euro pénzforgalmi térség, a SEPA. *MNB-szemle*, szeptember, pp. 11–19.

„Euroland: Our Single Payment Area!”. *White Paper. Summary*. May 2002. [URL](#).

EURÓPAI BIZOTTSÁG (2001): *Bank charges: Key findings of a new Commission study*, Memo 01/294.

EURÓPAI BIZOTTSÁG (2010a): Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing



technical requirements for credit transfers and direct debits in euros and amending Regulation (EC) No 924/2009 SEC. 2010/0373 (COD).

EURÓPAI BIZOTTSÁG (2010b): Impact assessment accompanying document to the proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing technical requirements for credit transfers and direct debits in euros and amending Regulation (EC) No 924/2009. SEC (2010)1584.

EURÓPAI BIZOTTSÁG ÉS EURÓPAI KÖZPONTI BANK (2009): Joint Statement by the European Commission and the European Central Bank clarifying certain principles underlying a future SEPA direct debit (SDD) business model. [URL](#).

EURÓPAI KÖZPONTI BANK (2001): Towards a uniform service level for retail payments in the euro area. *ECB Monthly Bulletin*, February.

EURÓPAI KÖZPONTI BANK (2010): Seventh single euro payments area (SEPA) progress report. Beyond theory into practice.

EURÓPAI KÖZPONTI BANK (2011): Opinion of the European Central Bank of 7 April 2011 on a proposal for a Regulation establishing technical requirements for credit transfers and direct debits in euro (CON/2011/32).

EURÓPAI PARLAMENT ÉS TANÁCS (2001): Az Európai Parlament és a Tanács 2560/2001/EK rendelete (2001. december 19.) a határokon átnyúló, euróban történő fizetésekről. *HL L*, 344.

EURÓPAI PARLAMENT ÉS TANÁCS (2007): Az Európai Parlament és a Tanács 2007/64/EK irányelve (2007. november 13.) a belső piaci pénzforgalmi szolgáltatásokról és a 97/7/EK, a 2002/65/EK, a 2005/60/EK és a 2006/48/EK irányelv módosításáról és a 97/5/EK irányelv hatályon kívül helyezéséről (EGT-vonatkozású szöveg). *HL L*, 319., 2007. 12. 5., pp. 1–36.

EURÓPAI PARLAMENT ÉS TANÁCS (2009): Az Európai Parlament és a Tanács 924/2009/EK rendelete (2009. szeptember 16.) a Közösségben történő határokon átnyúló fizetésekről és a 2560/2001/EK rendelet hatályon kívül helyezéséről (EGT-vonatkozású szöveg). *HL L*, 266., 2009. 10. 9.

EURÓPAI PARLAMENT ÉS TANÁCS (2012): Az Európai Parlament és a Tanács 260/2012/EU rendelete (2012. március 14.) az euroátutalások és -beszedések technikai és üzleti követelményeinek megállapításáról és a 924/2009/EK rendelet módosításáról (EGT-vonatkozású szöveg). *HL L*, 94/22.

EUROPEAN PAYMENTS COUNCIL (2012): *SEPA for billers. The time to act is now (extended version)*. [Videó]. [URL](#).

RETAIL BANKING RESEARCH (2001): Study on the Verification of a Common and Coherent Application of Directive 97/5/EC on Cross-Border Credit Transfers in the 15 Member States. Transfer Exercise. Report for the Commission of the European Communities (DG Markt).

# A Magyar Nemzeti Bank kiadványai

A Magyar Nemzeti Bank valamennyi gazdasági, pénzügyi kiadványa letölthető az MNB honlapjáról. A kiadványok 2009-től csak elektronikus formában jelennek meg: <http://www.mnb.hu/Kiadvanyok>.

## Tanulmányok

### MNB-szemle / MNB Bulletin

[http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu\\_mnbszemle](http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle)

[http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu\\_mnbszemle/mnbhu\\_szemle\\_cikkek](http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu_szemle_cikkek)

Magyarul és angolul, évente három-négy alkalommal.

A kiadványban megjelenő rövid cikkek célja az, hogy közérthető formában, rendszeresen tájékoztassák a szakmai és a szélesebb közvéleményt a gazdaságban végbemenő folyamatokról, aktuális kérdésekről és a jegybanki kutatómunka közérdeklődésre számot tartó eredményeiről. A kiadvány elsősorban az üzleti szféra szereplőinek, egyetemi oktatóknak és hallgatóknak, elemzőknek és a más jegybankokban, nemzetközi intézményekben dolgozóknak az érdeklődésére tarthat számot.

### MNB-tanulmányok / MNB Occasional Papers

[http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu\\_mnbtanulmanyok](http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_mnbtanulmanyok)

Magyarul és/vagy angolul, rendszertelen.

A sorozatban a Magyar Nemzeti Bank monetáris döntéshozatalához kapcsolódó közgazdasági elemzések kerülnek nyilvánosságra. A sorozat célja a monetáris politika átláthatóságának növelése. A tanulmányok jellemzően alkalmazott, gyakorlati jellegű kutatások eredményeit mutatják be, ismertetik az előrejelzési tevékenység technikai részleteit, és közzéteszik a döntés-előkészítés során felmerülő közgazdasági kérdéseket is.

### MNB Working Papers (MNB-füzetek)

[http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu\\_mnbfuzetek](http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_mnbfuzetek)

Csak angolul, rendszertelen.

A kiadványsorozat a jegybankban készült elemzési és kutatási munkák eredményeit tartalmazza. A sorozatban megjelenő tanulmányok elsősorban az akadémiai, jegybanki és egyéb kutatók érdeklődésére tarthatnak számot, és céljuk, hogy az olvasókat olyan észrevételekre ösztönözzék, amelyeket a szerzők felhasználhatnak további kutatásaikban.

## Rendszeresen megjelenő kiadványok

### Jelentés az infláció alakulásáról / Quarterly report on inflation

Magyarul és angolul, évente négy alkalommal.

### Jelentés a pénzügyi stabilitásról / Report on financial stability

Magyarul és angolul, évente két alkalommal.

### Éves jelentés: A Magyar Nemzeti Bank adott évről szóló üzleti jelentése és beszámolója / Annual report: Business report and financial statements of the Magyar Nemzeti Bank

Magyarul és angolul, évente egy alkalommal.

### Féléves jelentés: Beszámoló az MNB adott félévi tevékenységéről

Csak magyarul, évente egy alkalommal.

**Időközi jelentés: Beszámoló az MNB adott negyedévi tevékenységéről**

Csak magyarul, évente két alkalommal.

**Elemzés a konvergenciafolyamatokról / Analysis of the convergence process**

Magyarul és angolul, évente-kétévente.

**Felmérés a hitelezési vezetők körében a bankok hitelezési gyakorlatának vizsgálatára / Senior loan officer opinion survey on bank lending practices**

Magyarul és angolul, évente négy alkalommal.

**Elemzés az államháztartásról / Public finance review**

Magyarul és angolul, évente három-négy alkalommal.

A jegybank alkalmanként a felsoroltakon kívüli kiadványokat is megjelentet.



**MNB-SZEMLE, VII. ÉVFOLYAM, 2. SZÁM**

2012. június

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

