

MNB-SZEMLE  
2013. január



MAGYAR NEMZETI BANK



**MNB-SZEMLE**  
2013. január

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, közreműködői: Brosch Judit, Csermely Ágnes, Divéki Éva, Erhart Szilárd, Felcser Dániel, Harald Uhlig, Helmeczi István, Kónya István, Ligeti Imre, Martonosi Ádám, Molnár Zoltán, Szilágyi Katalin, Véber Zita

A kiadványt jóváhagyta: Bartha Lajos, Benczúr Péter, Csermely Ágnes, Gereben Áron, Simon Katalin

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

Összefoglaló	5
Csermely Ágnes: Ki fizeti a révést? Az eurozóna útja a recessziótól a politikai válságon át az intézményi struktúra újratervezéséig	7
Divéki Éva–Helmeczi István: A napközbeni átutalás bevezetésének hatásai	14
Erhart Szilárd–Ligeti Imre–Molnár Zoltán: A LIBOR-átvilágítás okai és hatásai a nemzetközi bankközi referenciakamat-jegyzésekre	22
Felcser Dániel: Hogyan reagáljon a jegybank az áfaemelésre?	33
Martonosi Ádám: Tényezők az alacsony hazai beruházás hátterében	40
Véber Zita–Brosch Judit: Korlátozható-e a készpénzes fizetés a modern fizetési rendszerben?	49
Interjú Harald Uhliggal	59
Függelék	66
A Magyar Nemzeti Bank kiadványai	70



# Összefoglaló

## TISZTELT OLVASÓ!

A Magyar Nemzeti Bank nagy jelentőséget tulajdonít annak, hogy széles körben ismertté váljanak azok a jegybanki elemzések, amelyek különböző időszerű, közérdeklődésre számot tartó gazdasági és pénzügyi folyamatokkal foglalkoznak. Az MNB-szemle 2013. januári száma áttekinti az eurozóna válságának állomásait, beszámol a napközi átutalás hatásairól, vizsgálja a LIBOR-átvilágítást, szól az áfemeléssel kapcsolatos jegybanki dilemmákról, foglalkozik az alacsony beruházási rátával, illetve összefoglalja a készpénzkorlátozás kapcsán felvetődő kérdéseket. Továbbá a szemle egy újabb interjút is közöl, ezúttal Harald Uhliggal, a University of Chicago egyetemi tanárával.

Csermely Ágnes cikke áttekinti az eurozóna útját a recessziótól a politikai válságon át az intézményi struktúra újratervezéséig. Az adósságválság felszínre hozta az Európai Unió intézményi struktúrájának gyengeségeit. Kiderült, hogy végső hitelező nélkül az egyes országok állampapírpiacai ugyanúgy spekulatív támadásoknak lehetnek kitéve, mint a rögzített árfolyamok. Kezelhetetlen problémát jelent, hogy miközben a kormányzatok maguk is az adósság fenntarthatóságával küzdenek, az integrált pénz- és tőkepiacokon aktív bankokat a nemzeti kormányoknak kell szanálniuk. A kilábalást az is megnehezíti, hogy az eurozóna intézményi alapját képező szigorú költségvetési politikát akkor kell helyreállítani, amikor a magángazdaság is adósságleépítési folyamatban van, és a monetáris politika sem képes további kamatcsökkentéssel támogatni a növekedést. Az eskaláló válság lecsillapításához gyors válságkezelő intézkedésekre lett volna szükség. De a közgazdasági racionalitás és a politikai realitás közötti kompromisszumok eredményeként megszületett intézkedések sokáig nem bizonyultak hatékonyak. Az intézményi vákuum öngerjesztő negatív spirálok kialakulásának adott teret. Mára nyilvánvalóvá vált, hogy a valutaunió intézményi újragondolására van szükség, amelyben nagyobb mértékű kockázatközösséget kell kialakítani a tagországok között, és több fiskális és felügyeleti funkciót kell közösségi szintre helyezni. A körvonalazódó intézményi struktúrájának ma még nincs teljes körű politikai támogatottsága, hosszabb távú stratégiai célnak tekinthető.

Divéki Éva és Helmeczi István a 2012 júliusától működő napközi átutalás bevezetésének hatásait járja körül. Az új rendszer az elmúlt félévben megbízható módon, hiba nélkül működött. A tranzakciók központi elszámolása jellemzően 10 percen belül megtörténik, és szinte mindegyik tranzakció 2 órán belül teljesül, vagyis ennyi idő alatt jóváírásra kerül az átutalt összeg a kedvezményezett számláján. Az első félév tapasztalatai alapján a napközi átutalások teljesítéséhez szükséges likviditás menedzselése sem okoz gondot a bankok számára. Számításaik szerint a napközi átutalás bevezetéséhez kapcsolódóan a bankok az előzetes várakozásoknak megfelelően csak elhanyagolható mértékben emelték díjaikat. Az új rendszer olyan előnyöket is kínál, amelyek optimális esetben közép- és hosszabb távon szintén éreztetni fogják kedvező hatásukat: ilyen a bankok közötti verseny várható növekedése és az ügyféltől ügyfélig történő automatizáció remélt széles körű elterjedése.

Erhart Szilárd, Ligeti Imre és Molnár Zoltán tanulmánya a LIBOR-átvilágítás okait és hatásait vizsgálja. 2012-ben a LIBOR manipulációjával kapcsolatos hírek a bankközi referenciakamatokra irányították a hatóságok és a közvélemény figyelmét. A nemzetközi átvilágítások alapján nyilvánvalóvá vált, hogy szükség van a LIBOR, illetve a LIBOR módszertanát követő számos referenciakamat reformjára, mert a referenciakamatok alakulása sok ezermilliárdnyi hitel- és egyéb pénzügyi szerződés fizetési feltételeit befolyásolja. Gyors és egyszerre mélyreható változtatásokra rövid távon nem lehet számítani, mert a változások előkészítése komplex és nemzetközi együttműködést igénylő szabályozási kihívást jelent. A brit hatóságok a bizalom visszaállítása érdekében 2013-tól a LIBOR-t törvényi szabályozás bevezetésével kívánják megerősíteni, illetve egy új, független árjegyző intézmény kinevezését és az árjegyzések számának drasztikus csökkentését tervezik. A szerzők vizsgálata összességében megerősíti a Magyar Nemzeti Bank korábbi elemzési eredményeit, amelyek alapján a BUBOR hosszabb időszakok átlagában a valós piaci kondíciókat mutatja, ugyanakkor jelenleg csak korlátozottan képes a kamatlépek rövid távú előrejelzésére.

Felcser Dániel cikkében arra a kérdésre keresi a választ, hogy a jegybank hogyan reagáljon az áfaemelésre. Áfaemelésnél emelkedik a gazdaságban az árszint, ahogy a vállalatok áthárítják az adóemelés hatását. Ez technikai értelemben azt jelenti, hogy a fogyasztóiár-index egy évig megemelkedik, ez az első körös hatás. Amennyiben azonban a gazdasági szereplők várakozásai nem tökéletesen racionálisak, vagy nem hiteles a jegybank inflációs célja, fennáll annak a veszélye, hogy a szereplők az áfaemelés miatti emelkedést az inflációban tartósnak vélik, és hosszabb távon is az áfaemelés előttinél magasabb jövőbeli inflációra számítanak. Ebben az esetben a bérek és a várakozások emelkedésében is megjelenhet az adóemelés hatása, ez utóbbi, áttételes folyamat a másodkörös hatás. A legjobbnak tekinthető nemzetközi jegybanki gyakorlat szerint a monetáris politika átnéz az egyszeri árszintemelő sokkokon, de törekszik a másodkörös inflációs hatások semlegesítésére. Azonban azokban az országokban, ahol az áfaemelés megelőzően nem teljesült az inflációs cél, a jegybankok inkább reagálnak a közvetlen árszintemelő intézkedésekre is, illetve a várakozások horgonyozottságával kapcsolatos kockázatok hangsúlyosan megjelennek a jegybanki kommunikációban. Mivel Magyarországon az infláció tartósan meghaladta a célt, fennáll annak a lehetősége, hogy a folyamatosan érkező költségsokkok beépültek az inflációs várakozásokba, és erősebb másodkörös hatásokat okozhatnak.

Martonosi Ádám az alacsony hazai beruházási aktivitás okait és következményeit vizsgálja. A gazdasági válság kitörését követően az elmúlt négy évben korábban sosem látott mértékű visszaesés volt a nemzetgazdasági beruházásokban. Az erőteljes csökkenés a gazdaság minden szektorában és ágazatában egyaránt jelentkezett, és a trendforduló jelei továbbra sem láthatók. A beruházások alakulása kulcsfontosságú a magyar gazdaság felzárkózásában, mivel a tőkeállomány megújulása és bővülése meghatározza a termelői kapacitások nagyságát, ezen keresztül pedig a gazdasági kibocsátás mértékét. Az állami szektor és a háztartások beruházásainak elmaradása elsősorban rövid távon mérsékli a bruttó hazai termék alakulását, míg a vállalati beruházások csökkenése, az aggregált kereslet közvetlen csökkenésén túl a közép- és hosszú távú potenciális növekedési lehetőségeket is visszaveti. Régiós összehasonlításban már a válság kitörését megelőzően is kedvezőtlen irányba haladtak a hazai beruházási folyamatok, a beruházási ráta a bruttó hazai termék arányában fokozatosan mérséklődött. A 2006-os kiigazítás jelentősen visszafogta a

kormányzati beruházásokat, ezzel párhuzamosan a kedvezőtlenebbé váló keresleti feltételek a vállalati beruházások csökkenését eredményezték. Mindezek következtében a válság kitörésekor, régiós összehasonlításban a legalacsonyabb beruházási rátával rendelkező Magyarország. A hazai beruházási aktivitás alakulása 2008 után mértékében megfelelt a régióban látott folyamatoknak, ám a kedvezőtlen kiinduló pozíció és az egyes szektorokat jellemző negatív kilátások és kockázatok együttesen tartós beruházási problémára utalnak. Előre tekintve, a beruházások elmaradása lassíthatja az ország felzárkózását Európához, és régiós szomszédainkhoz képest lemaradhatunk a gazdasági növekedésben.

Véber Zita és Brosch Judit a készpénzes fizetés korlátozásáról ír. A bankjegyek és érmék törvényes fizetőeszköz státuszának értelmezésével kapcsolatban ugyanis az elmúlt években eltérő vélemények fogalmazódtak meg a következő kérdésekre: visszautasítható-e termékek és szolgáltatások vásárlásakor a készpénz, illetve egyes bankjegy- és érmecímletek; megengedhető-e, hogy termékért, szolgáltatásért csak elektronikus fizetési eszközzel lehet fizetni; terhelhető-e díjjal a készpénzzel történő vásárlás. A Magyar Nemzeti Bank – mint a forintbankjegyek és érmék kibocsátásáért felelős szerv – véleménye szerint a bankjegyek és érmék törvényes fizetőeszköz státusza nem jelenti azt, hogy azokat minden körülmények között el kell fogadni. A szerzők áttekintik a törvényes fizetőeszköz státusszal kapcsolatos különböző megközelítéseket, és bemutatják azokat a szakmai érveket, amelyek véleményük szerint az MNB álláspontját alátámasztják.

Végezetül a szemle interjút közöl Harald Uhliggal, a University of Chicago egyetemi tanárával. Harald Uhlig korábban a Princeton Egyetemen, a Tilburg Egyetemen, valamint a berlini Humboldt Egyetemen tanított. Kutatásokat folytat a makroökonómia, pénzügyi piacok és Bayes-i ökonometria területein, különös tekintettel ezek találkozási pontjaira. 2006 és 2010 között az *Econometrica* társszerkesztője volt. Tanácsadóként segíti a Bundesbank és a Federal Reserve Bank of Chicago munkáját. Jelenleg a CEPR üzleti ciklusokat dátumozó bizottságának elnöke. Kutatási munkatárs a CEPR-ban, az NBER-ban, valamint választott tag az Econometric Society-ben. 2003-ban megkapta a német „Verein für Socialpolitik” Nagydíját.

a szerkesztőbizottság



# Csermely Ágnes: Ki fizeti a révészt? Az eurozóna útja a recessziótól a politikai válságon át az intézményi struktúra újratervezéséig<sup>1</sup>

*Az adósságválság felszínre hozta az EU intézményi struktúrájának gyengeségeit. Kiderült, hogy végső hitelező nélkül az egyes országok állampapírpiacai ugyanúgy spekulatív támadásoknak lehetnek kitéve, mint a rögzített árfolyamok. Kezelhetetlen problémát jelent, hogy miközben a kormányzatok maguk is az adósság fenntarthatóságával küzdenek, az integrált pénz- és tőkepiacokon aktív bankokat a nemzeti kormányoknak kell szanálniuk. A kilábalást az is megnehezíti, hogy az eurozóna intézményi alapját képező szigorú költségvetési politikát akkor kell helyreállítani, amikor a magángazdaság is adósságleépítési folyamatban van, és a monetáris politika sem képes további kamatcsökkentéssel támogatni a növekedést. Az eszkalálódó válság lecsillapításához gyors válságkezelő intézkedésekre lett volna szükség. De a közgazdasági racionalitás és a politikai realitás közötti kompromisszumok eredményeként megszületett intézkedések sokáig nem bizonyultak hatékonyak. Az intézményi vákuum öngerjesztő negatív spirálok kialakulásának adott teret. Mára nyilvánvalóvá vált, hogy a valutaunió intézményi újragondolására van szükség, amelyben nagyobb mértékű kockázatközösséget kell kialakítani a tagországok között, és több fiskális és felügyeleti funkciót kell közösségi szintre helyezni. A körvonalazódó intézményi struktúrának ma még nincs teljes körű politikai támogatottsága, hosszabb távú stratégiai célnak tekinthető.*

## AZ EUROZÓNA ALAPKONCEPCIÓJA: MONETÁRIS UNIÓ FISKÁLIS UNIÓ NÉLKÜL

A közös valuta bevezetését megelőzően az eurozóna országai a német márkához rögzített árfolyamrendszerben működtek (ERM, ERM-II). Ezt az időszakot gyakori valuta-válságok jellemezték, többször került sor valamely részt vevő valuta árfolyamának piac által kikényszerített leértékelésére. A tőkeáramlások liberalizálásával ezek a spekulatív támadások egyre kiterjedtebbé és költségesebbé váltak. A fix árfolyamrendszerek egyre nagyobb sebezhetősége a világ más részein is megmutatkozott, és a közgazdasági gondolkodás kezdte átértékelni a szigorúan menedzselt árfolyamok előnyeit és költségeit. A '90-es évek elejére az úgynevezett sarokmegoldások, azaz az árfolyam visszavonhatatlan rögzítése és a szabad lebegtetés váltak a közgazdasági szakma által javasolt árfolyamrendszerekké.

Az Európai Unió tagországai – az egyre szorosabbá váló gazdasági integrációval nagyobb összhangban – a közös

valuta bevezetése mellett döntöttek, amit elősegített, hogy a Bundesbankon kívül már a megelőző évtizedekben sem folytattak önálló monetáris politikát. Ugyanakkor a fiskális politikák centralizálásának, sőt még harmonizálásának sem volt meg a politikai támogatottsága. Ezért egy olyan intézményi konstrukciót hoztak létre, amelynek stabilitását a tagországok egyéni szinten fegyelmetlen költségvetési politikája biztosítja. Ez az elképzelés összhangban volt a kilencvenes évek elejének közgazdasági gondolkodásával, hiszen ez időben a fix árfolyamrendszer hitelességét leggyakrabban a fegyelmetlen költségvetés ásta alá.

Ennek megfelelően a Maastrichti Szerződésbe számos intézményi biztosítékot építettek be, melyek garantálják a tagállamok fiskális fegyelmét. Először is törvénybe foglalták, hogy sem a tagállamok, sem az EKB nem adhat pénzügyi segítséget semelyik tagországnak (tilos a bail-out, monetáris finanszírozás tilalma). A tagországok költségvetési politikáját a konvergencia- és stabilitási programok közös megvitatásával folyamatosan ellenőrizték, a fiskális fegyelmet be nem tartó országok pedig túlzottdeficit-eljárás alá kerültek.

<sup>1</sup> A Magyar Közgazdasági Társaság 20. vándorgyűlésén, 2012. szeptember 28-án Egerben elhangzott előadás alapján.

## A PERIFÉRIAORSZÁGOK TÖBBSÉGE NEM A FISKÁLIS FEGYELMEZETLENSÉG MIATT KERÜLT BAJBA

Bár a válság előtt is voltak repedések az eurozóna architektúráján, előfordult, hogy a tagállamok fele túlzottdeficit-eljárás alatt állt, de a fiskális fegyelemző erő többé-kevésbé működött. Görögország kivételével a bajba került országok teljesítették az elvárt fiskális kritériumokat. A válság kezdetén Spanyolországban és Írországban volt a legalacsonyabb az államadósság. Olaszország és Portugália az eladósodottabb országok közé tartoztak ugyan, de a költségvetési deficitük elfogadható szintre mérséklődtek, így a válság kitörésekor nem álltak túlzottdeficit-eljárás alatt.

A kisebb országok alapvető problémája a magánszektor gyors eladósodásában rejlett. Az eurozónába való belépés után jelentős tőkebeáramlás indult meg ezekbe az országokba, a kialakult alacsony kamatszint és az eurozónabeli tagsághoz kapcsolódó „euroforikus” jövedelemvárakozások pedig gyors eladósodásra ösztönözték a magánszektor. Hitelbuborék és ingatlanár-buborék keletkezett, ami sérülékennyé tette a bankrendszert. A külföld felé való gyors eladósodás nem váltott ki gazdaságpolitikai választ, hiszen az akkori felfogás szerint a valutaunió határain belül nem számítottak az egymással szemben felhalmozott adósságok.

A magánszektor túlfűtöttsége a fiskális mutatókat is szebbnek láttatta, az emelkedő foglalkoztatásból az ingatlanadókból, extraprofitokból származó bevétel éveken keresztül javította a költségvetés pozícióját. Így sem a brüsszeli, sem a helyi hatóságok nem számítottak arra, hogy milyen gyorsan tűnnek el e bevételek a válság kitörése után, és milyen nagymértékű romlást okoznak a költségvetési helyzetben. A túlfűtöttség okozta átmeneti bevételek kiesése és a mély recesszió gyorsan növekvő pályára állította az államadósságot. A helyzet kezelhetetlenségéhez azonban nagymértékben járult hozzá a bankszektorban jelentkező problémák eszkalálódása. Ez egyrészt közvetlen fiskális költséget is okozott, de közvetett módon – a hitelszűke miatti tartósan romló gazdasági teljesítmény miatt – is rontotta az államadósság fenntarthatóságának megítélését.

## AZ EUROZÓNA INTÉZMÉNYI PROBLÉMÁI HOZZÁJÁRULTAK A VÁLSÁG ELMÉLYÍTÉSÉHEZ

A gazdaságtörténet számos korábbi adósságválságot<sup>2</sup> dokumentál, melyek jellemzően sokkal súlyosabb és tartósabb gazdasági visszaeséssel jártak, mint az árfolyamválságok. A mostani adósságválság még ezek közül is kiemelkedő,

mivel a világ számos fejlett országa egyidejűleg érintett, így a belföldi keresletük visszafogására kényszerülő országok nem tudnak az exportjuk bővítésére alapozva kilábalni a recesszióból.

Az adósságválság elhúzódása részben abból fakad, hogy a hagyományos gazdaságpolitikai stabilizációs eszközök hatása ilyenkor nagyon alacsony, mivel nem a profitmaximalizálás, hanem az adósságcsökkentés áll a gazdasági döntések középpontjában. Az adósságválságban kialakuló ördögi körök miatt nagyon nehezen tud növekedési pályára állni a gazdaság. A negatív spirált a pénzügyi szektor és a reálgazdasági szereplők közötti egymásra hatások fűtik. A magánszektor viselkedésére a kedvezőtlenebbé váló jövedelemvárakozások, az emelkedő kamatköltségek, az elértéktelenedő ingatlan- és értékpapírvagyomány van a legnagyobb hatással, ami a fogyasztási hajlandóság nagyfokú visszaesésével, a foglalkoztatás csökkenésével és a beruházások elhalasztásával jár együtt. A bankrendszer aktivitását a romló portfólióminőség, az elértéktelenedő fedezetek, a forrásbevonás megdrágulása és beszűkülése befolyásolja, ami jellemzően a hitelezés visszafogását eredményezi. Mindez az ún. pénzügyi akcelerátor hatáson keresztül visszahat a nem banki szereplők mérlegeire is. A hitelszűke visszafogja a termelést, még nagyobb lesz a gazdaság visszaesése, a kockázati megítélés tovább romlik, azaz eszközárak csökkennek, a kamatköltségek emelkednek. Mindez még borúsabbá teszi a reálgazdasági szereplők kilátásait, így még nagyobbá válik az alkalmazkodási kényszer.

Az adósságválság ördögi körébe került országokban mind a kormánzatnak, mind a jegybanknak kulcsszerepe van a helyzet stabilizálásában – de nem a hagyományos stabilizációs eszközök bevetése a legfontosabb a válságból való kilábalás elősegítésében.

### Monetáris politika

Az adósságválságba került országok monetáris politikája a kamatok csökkentésével reagál a növekedés nagyfokú visszaesésére és a deflációs kockázatok fokozódására. De ennek kicsi a háztartások hitelkeresletére és ezen keresztül a fogyasztásra gyakorolt hatása, mivel az elsődleges cél az adósság leépítése. A bizonytalan piaci kilátások miatt az alacsony kamatszint beruházásokat ösztönző szerepe sem erős. Mivel a hatások kicsi, a jegybankok jellemzően maximálisan kihasználják a mozgásterüket a monetáris kondíciók javítására. De az ilyen típusú válságokban a jegybankok legfontosabb feladata az, hogy a pénzügyi közvetítőrendszer működésében jelentkező akadályokat elhárítsák. Ennek érdekében új likviditásbővítő eszközökkel segítik a banki

<sup>2</sup> IMF (2009): *World Economic Outlook*, April, Chapter 2.

forrásszűke feloldását, és igyekeznek a lefagyott tőkepiaci szegmensek működését minél előbb helyreállítani, amihez az ún. nem szokványos eszközök széles tárházát veszik igénybe.

A válság kitörése utáni első időszakban az EKB más fejlett országok jegybankjaihoz hasonló monetáris politikát folytatott. Több lépésben gyakorlatilag nullára csökkentette az irányadó kamatozatot, a bankok számára új likviditásbővítő lehetőségeket teremtett, és a lefagyott pénzpiacok működőképességének helyreállítása érdekében eszközvásárlási programot is hirdetett. A válságnak az európai szuverénekre való áttérjésével azonban előtérbe kerültek az intézményi korlátok. Míg a válságot megelőző időszakban az eltérő mértékben eladósodott tagállamok által kibocsátott állampapírok befektetési szempontból nagyon közeli helyettesítői voltak egymásnak, 2009-től ezek a monetáris politika transzmissziójában kulcsszerepet játszó részpiacok egyre szegmentáltabbá váltak. Az is vélelmezhető volt, hogy a szélsőséges árazás alakításában gyakran az eurozóna jövőjével kapcsolatos kételyek miatti kockázatkerülés, illetve spekulatív szándékok is szerepet játszottak. Bár a pénzügyi közvetítőrendszer működőképességének megőrzése szempontjából az állampapírpiacok kulcsfontosságúak, az EKB ezen piacok stabilizálásában nem tudott aktív szerepet vállalni, mert kötötte a monetáris finanszírozás tilalma.

### Fiskális politikai mozgástér

Az adósságválság stabilizálásában a fiskális politika is fontos szerepet játszik. A fiskális lazításnak elsősorban azon formái tudnak segíteni, amelyek közvetlenül keresletet teremtenek a gazdaságban (pl. a roncsautóprogram, állami foglalkoztatási programok, infrastrukturális beruházások). A kormányzat másik kulcsfontosságú feladata a bankrendszer hitelezési képességének mielőbbi helyreállítása, hiszen hitelezés nélkül nem tud újraindulni az erőforrások allokációja, nem tud beindulni a növekedés. Azon adósságválságokban, melyek kezelését sikeresnek tekinthetjük, a bankrendszer mérlegeinek megtisztítása mindig prioritása volt a gazdaságpolitikának (pl. Svédország 1992–1993, USA 2007–2009), míg ott, ahol a politika szemet hunyt a bankok mérlegében felhalmozódott rossz hitelek felett, elhúzódott a növekedés újraindítása (pl. Japán 1992-ben kitört válságát követő ún. „elvesztegetett évtized”).

A monetáris politikához hasonlóan az európai fiskális stabilizáció is két időszakra osztható. A válság első szakaszában,

amikor a válság gócpontja még az Egyesült Államok volt, az Európai Unió összehangolt fiskális élénkítő csomagot jelentett be. Az Európai Helyreállítási Program gyors, de átmeneti költségvetési lazítást engedélyezett minden országnak, ahol a fiskális fenntarthatósággal kapcsolatban – az akkori megítélés szerint – nem voltak aggályok. A nemzetközi szinten is összehangolt akció eredményes volt, 2009-ben úgy látszott, mind az USA, mind Európa képes újra növekedési pályára állni. A stabilizáció első eredményeit látva azonban elvált az Amerikában és az Európában folytatott fiskális politika. Míg a tengerentúlon folytatódott a költségvetési élénkítés, az EU a túlzott deficitet fokozatos megszüntetése mellett tette le a voksát, a 2011–2012-es költségvetések a legtöbb országban jelentős szigorítást hoztak. Ebben szerepe lehetett annak is, hogy a görög adósságválság nyilván kérdőjelezte meg az eurozóna intézményi alapjait, egyre több spekuláció látott napvilágot a zóna esetleges felbomlásával kapcsolatban. Így több európai gazdaságpolitikus is arra a következtetésre jutott, hogy a kialakult helyzetben a legfontosabb teendő az eurozóna legfontosabb intézményi alapjának, a tagországok fegyelmezett költségvetési politikájának mielőbbi helyreállítása. A gyors fiskális konszolidáció az adósságválság fertőző hatásaival szemben is megfelelő gyógyírnak látszott.

Az európai fiskális politika fordulata komoly vitákat váltott ki mind a zónán belül, mind a nemzetközi fórumokon. Az Európa magját jelentő, kedvező kockázati megítélést élvező országokat azért kritizálták,<sup>3</sup> mert azzal, hogy túl gyorsan fordítottak a fiskális politikán, kihúzták a növekedés egyetlen támaszát, és ezzel hozzájárultak ahhoz, hogy Európa visszasüllyedjen a recesszióba. A perifériaországok növekedése csak exportból fakadhat, ezért szükség van arra, hogy azok az országok, amelyek korábban a hiteleket nyújtották a túlzott eladósodáshoz, most belső keresletüket bővítve támogassák a perifériaországok gazdasági alkalmazkodását.

Még komolyabb polémia alakult ki a bajba került tagországokban folytatandó fiskális politikával kapcsolatban. Míg az európai főáram egy reformokkal kísért többéves dinamikus fiskális konszolidációs programot tartott szükségesnek, a gazdasági növekedés beindulásának késlekedése egyre több kételyt ébresztett a gyors fiskális konszolidáció célszerűségével kapcsolatban. A költségvetési mozgástér növelése mellett kiállók<sup>4</sup> fő érve az volt, hogy ezekben az országokban olyan körülmények alakultak ki, amikor a fiskális multiplikátor a szokásosnál jóval nagyobb,<sup>5</sup> így a kiigazítás oly

<sup>3</sup> IMF (2012): World Economic Outlook, April, Chapter 2.

<sup>4</sup> Gros, D.-R. Maurer (2012): Can Austerity Be Defeating?. *Intereconomics*, 3.

<sup>5</sup> Normál esetben a monetáris politika képes lazítással ellensúlyozni a fiskális kiigazítás hatását, a gazdaság szereplői pedig töreksenek fogyasztásuk simítására – most ezek az ellensúlyozó mechanizmusok nem működnek.

mértékben veti vissza a növekedést, hogy az adóalapok elolvadása és a csökkenő foglalkoztatásból fakadó többletkiadások miatt a kitűzött költségvetésihiány-cél elérhetlenné válik. Szélsőséges esetben a kiigazítás önmegsemmisítővé válhat: azaz hiába születnek intézkedések, a növekedés visszaesése, és ennek piaci hozamokra gyakorolt kedvezőtlen hatása miatt egyáltalán nem javul a fiskális fenntarthatóság megítélése.

A lassabb fiskális konszolidáció csak akkor kivitelezhető, ha van, aki hajlandó elfogadható kamatszinten megfinanszírozni. A gyors fiskális konszolidációt támogatók azzal érvelnek, hogy a helyzet megoldásának kulcsa a piaci bizalom mielőbbi helyreállítása, ami egyetlen módon érhető el: egy fenntartható költségvetési pozíció mielőbbi megteremtésével. Amíg ez nem valósul meg, a magas kamatfelárak és az eszközárak további romlása csak súlyosbítja a magánszektor mérlegpozícióját. Így e tábor szerint a konszolidáció lelassítása vezet a tartós recesszió állapotához.

### Állam és bank végzetének összefonódása

Végül a bankrendszeri problémák kezeléséhez is más volt az európai államok hozzáállása, mint az USA-é. Míg a tengerentúlon már 2009-től sor került egy jelentős portfóliótisztításra és a nagybankok állam általi feltőkésítésére, Európában 2009-ben szintén megindult ugyan a feltőkésítési hullám, a portfóliók szisztematikus átvilágítása azonban máig várat magára. Ráadásul az európai hatóságok sokkal nagyobb teret adtak arra, hogy a bankok mérlegalkalmazkodással, azaz eszközállományuk leépítésével javítsanak a tőkehelyzetükön.

A lassú bankrendszeri konszolidációnak számos magyarázata lehet. Egyrészt a banki tevékenységek határokon átnyúlóak voltak, de Európában nem volt egységes felügyelet, sem olyan intézmény, amely át tudta volna látni a bankok közötti kapcsolatokat, a lehetséges fertőzési csatornákat. A potenciális tovagyűrűző hatásokkal kapcsolatos aggodalom késleltette a veszteségek leírását. Másrészt a banki portfóliótisztítás jellemzően az állam jelentős kötelezettségvállalásával megy végbe, így a meggyengült költségvetési helyzetű kormányok ódzkodtak újabb terhek átvállalásától. Különös óvatosságra intette a kormányokat Írország példája, ahol a bedőlt bankok állami kézbe vételét rendkívül gyors államadósság-növekedés követte.

A bankkonszolidáció halogatása azonban tovább rontott a helyzeten. Ha egy bank portfólióminősége romlott, a befektetők azonnal rontották a székhelye szerinti kormány koc-

kázati megítélését is – hiszen ha a bank bedől, végső soron az államnak kell jótállnia a betétesek pénzéért. Mivel számos bank mérlegfőösszege igen nagy volt a költségvetés teherviselő képességéhez viszonyítva, a befektetők a fiskális fenntarthatóságról alkotott vélekedésüket is rontották. Ez azonban visszahatott a bank megítélésére is, hiszen az jelentős mértékben tartott állampapírokat. Ördögi kör alakult ki, bank és kormány befektetői megítélése egyre jobban romlott, és az így kialakult bizonytalanság mind a banki hitelezés visszafogásán, mind a kialakult rendkívül magas forrásköltségeken keresztül fékezte a gazdaság teljesítményét. A visszaesés pedig mind a bankrendszeri, mind az államháztartási problémákat súlyosbította.

### Az államnak nincs végső hitelezője

Végül az intézményi problémák további aspektusaként meg kell említenünk az állam végső hitelezői funkciójának hiányát. A válság felszínre hozta, hogy likviditási problémák esetén a tagországok kormányai nem tudnak finanszírozási lehetőséghez jutni, mivel a jegybanknak nem szabad monetáris finanszírozást biztosítania a tagországoknak. Ezzel ezek az államok hasonló helyzetbe jutottak, mintha devizában adósdottak volna el. A problémát Paul de Grauwe<sup>6</sup> a spanyol és az angol gazdaság összevetésével szemlélteti. A két ország hasonló fundamentumai ellenére az állampapírpiacon nagy hozamkülönbséget figyelhetünk meg. Ez összefügghet azzal a piaci vélekedéssel, mely szerint: ha a kormánynak likviditási nehézségei támadnának, akkor a Bank of England képes és hajlandó is lenne átmeneti finanszírozási segítséget adni, míg az EKB esetében ezt nem tartják valószínűnek.<sup>7</sup> Ha valóban van ilyen viselkedésbeli különbség, az egy szélsőséges forgatókönyv bekövetkezése esetén megnövelheti az államcsőd kockázatát az eurozóna-tagországokban. Így a válságban elharapózott, a szélsőséges forgatókönyvekre adandó gazdaságpolitikai válaszokat tesztelő piaci magatartás mellett a végső hitelezési funkció megoldatlansága is táptalajt adhatott a perifériaországok állampapírpiacon kialakult spekulációnak. Az, hogy a tagországok állampapírpiacon spekulációs támadás veszélyének vannak kitéve, súlyos rendszerkockázatnak tekinthető. Az átmeneti likviditási probléma ugyanis szolvenciaválsággá válhat, a kialakult kamatok és a gyenge gazdasági teljesítmény mellett ugyanis romlanak a fenntarthatósági mutatók.

## GAZDASÁGPOLITIKAI VÁLASZOK

A válságnak az európai szuverénekre való áttérjedése felkészületlenül érte az eurozónát. A fiskális önfegyelemre épülő monetáris unióban nem voltak válságkezelő intézmé-

<sup>6</sup> DE GRAUWE, PAUL (2011): Managing a fragile Eurozone. *Vox.Eu blog*.

<sup>7</sup> A Maastrichti Szerződés mindkét országban tiltja a monetáris finanszírozást.

nyek, ezért a szükségessé váló intézkedéseket csak a tagállamok közötti egyeztetési procedúrát követően sikerült meghozni. Ez a politikai döntéshozatali mechanizmus természeténél fogva lényegesen lassabb, mint például az Egyesült Államokban, ahol a központi kormányzat és a Fed teljes felhatalmazással tudott rendkívüli intézkedésekről, a költségvetés terhére nyújtott likviditási gyorssegélyekről dönteni. A válságkezelő intézkedések meghozatalának elhúzódása, az ellentétes nézőpontokról és érdekekről a sajtónyilvánosság előtt folytatott diszkusszió és a végső döntéssel kapcsolatos bizonytalanság nagymértékben hozzájárult a válság eszkalálódásához és a régió több országára való áttérjedéséhez.

A válságban megszületett intézményi reformok két kategóriába sorolhatók. Az elsőbe tartoznak azok a lépések, amelyek elsősorban a jövőbeli válságszituációk kialakulását hivatottak megakadályozni, a másodikba pedig a válságkezelő intézmények. Mivel a második kategóriába tartozó intézkedések közvetlen pénzügyi transzferekkel és jövőbeli fizetési kötelezettségek felvállalásával is együttjárnak, az előrehaladás itt volt a lassabb, még ma is formálódnak a jövőbeli európai kockázatközösség keretei.

### Megelőző intézkedések

A jövőbeli válságok megelőzése érdekében több lépésben és több jogszabályi csomagban (hatos csomag, kettes csomag, fiskális kompakt) megerősítették a fiskális fegyelem betartására szolgáló intézményeket. Ezzel pontosabbá vált a túlzott deficit és túlzott adósság állapotának megszüntetése érdekében a tagországoktól elvárható alkalmazkodás mértéke. Az alkalmazkodás elmaradásához pénzügyi szankciók kötődnek, és az eljárásrend megváltoztatásával az is sokkal nehezebbé vált, hogy a tagországok politikai kompromisszumok révén elszabotálják a fiskális fegyelemre vonatkozó szabályok betartását.

Mivel a jelenlegi válság kialakulásában nem csak és nem elsősorban a költségvetési fegyelmezetlenség játszotta a kulcsszerepet, a makrogazdasági egyensúlytalanságok kialakulásának monitorozására és a gazdaságpolitikai válaszok koordinálására új intézmény jött létre, a „túlzott egyensúlytalansági eljárás”. Ennek keretében a Bizottság folyamatosan vizsgálja a tagországok egyensúlyi és eladósodottsági helyzetét jellemző mutatók alakulását, és ha pénzügyi egyensúlytalanságok felépülését látja, ajánlásokat fogalmaz meg a korrekcióra vonatkozóan. Az európai szemeszter teremti meg az intézményi kereteket ahhoz, hogy a Bizottság még a költségvetési tervezési folyamat korai szakaszában kifejtthesse álláspontját az általa szükségesnek tartott strukturális és stabilizációs intézkedésekről, gazdaságpolitikai intézkedésekről.

Végül a pénzügyi egyensúlytalanság kialakulásában kulcsszerepet betöltő hitelezési folyamatok figyelemmel kísérése érdekében is létrejöttek új európai testületek. Az Európai Bankhatóság (EBH – European Banking Authority, EBA) feladata a felügyeleti munka összehangolása, a bankrendszeri folyamatok mikroprudenciális szempontú értékelése és ajánlások megfogalmazása, míg az Európai Rendszerkockázati Testület (ERKT – European Systemic Risk Board, ESRB) kapta a makroprudenciális elemző feladatkört. A válság kitörésekor azonban ezek az intézmények még fel sem álltak, ám ha működtek volna, akkor sem feltétlenül lett volna lehetőségük a folyamatok érdemi befolyásolására, mert ezek az új testületek alig rendelkeznek tényleges döntéshozatali jogkörrel. A bankrendszeri beavatkozások lehetősége és a bankrendszeri problémák kezelésének felelőssége továbbra is nemzeti szinten maradt.

### Válságkezelő intézkedések az adósságválság megfékezéséért

Az adósságválság megfékezése akkor lehetséges, ha egy kellően nagy tűzerőű végső hitelező színre lépése miatt a piaci szereplők nagyon kicsi valószínűséget tulajdonítanak annak, hogy az államnak csődöt kell jelentenie, és nem lesz képes lejáró államkötvényeit visszafizetni. Az eurozónában azonban a válság kitörésekor nem volt intézményesítve az állam végső hitelezője funkció, sőt a no-bail-out és a monetáris finanszírozás tilalma akadályozta is a megoldás kialakítását. A legsúlyosabb korlátok azonban politikai jellegűek voltak. Mivel ez az eshetőség az unió létrehozásakor nem szerepelt a játékszabályok között, az EU-adófizetők igen limitált hajlandóságot mutatnak más országok támogatására. Míg kisebb transzferekhez sikerült megfelelő politikai támogatást szerezni, ez a válság eszkalálódásával egyre komolyabb problémát jelentett, hiszen egyre nehezebbé vált annak a megítélése, hogy mekkora lesz a végösszeg.

Az első tűzoltó intézkedést a Pénzügyi Felügyeleték Európai Rendszere (EFSF – European System of Financial Supervision) felállítása jelentette. Ennek keretében az uniós tagországok nem közvetlenül nyújtottak hitelt, hanem hozzájárultak egy válságkezelő alap felállításához, amely szigorú makrogazdasági feltételek mellett biztosított pénzügyi segítséget a likviditási problémákkal küzdő tagországoknak. Később a tagországok döntöttek a véglegesnek szánt Európai Stabilitási Mechanizmus (ESM – European Stability Mechanism) felállításáról is, amely a tagországok által vállalt garancia mellett már pénzügyi forrásokat is képes bevonni a konszolidációs programok finanszírozására. Emellett 2010-ben az EKB is meghirdette ún. SMP (Securities Market Programme) programját, melynek keretében 217 milliárd euro értékben vásárolt államkötvényeket. Az EKB intervenciói azt a célt szolgálták, hogy helyreállítsák a monetáris transzmissziót,



azaz a bajba került tagországok állampapírpiacain is alacsony kamatszint alakuljon ki. A beavatkozás volumene azonban nem volt jelentős, így számottevően nem tudott hozzájárulni a kockázati felárak megtöréséhez. Később, 2011–2012 fordulóján az EKB indirekt módon is segítette a perifériaországok állampapírpiacainak helyreállítását. Az LTRO- (Long Term Refinancing Operation) program keretében többéves forrásokat biztosított a bankok számára, amit elsősorban a problémás országok kereskedelmi bankjai vettek igénybe, és egy részét saját országuk állampapírjainak megvásárlására fordították.

Születtek tehát válságkezelő intézkedések, de e beavatkozásoknak nem volt elég tűzerejük ahhoz, hogy megállítsák a válság terjedését. Ellenkezőleg, a „mire elég a pénz és mire nem” típusú piaci hangulatkeltés végigkísérte az adósságválság eszkalálódását. Emellett ezek a megoldások nem kezelték a bank és állam megítélésének összefonódásából adódó problémát, sőt az LTRO – bár a banki likviditási válságot hatékonyan csillapította – a kockázatok összefonódásából fakadó problémát talán még súlyosbította is. Számos javaslat látott napvilágot arra vonatkozóan, hogy miképp lehetne növelni a közösségi szintű állampapír-piaci intervenciók nagyságrendjét azon túlmenően, amire a tagországok az EFSF-hozzájárulás és az ESM alaptőkéjének befizetésével kötelezettséget vállaltak. Ezen javaslatok közül azonban egy sem kapta meg a szükséges politikai támogatást, hiszen mind az egyszerű, mind a bonyolult konstrukciók implicit módon magukban foglalták a költségek közösségi szintű megosztását. Ezek nemcsak azért nem tudtak széles körű politikai támogatást szerezni, mert előre látható volt, hogy rövid távon kik lesznek a befizetők és a haszonélvezők. Az is fontos szerepet játszott az elhúzódozó tárgyalási folyamatban, hogy egy ilyen kockázatközösség létrehozása messze túlmutat a Maastrichti Szerződésben kialakított együttműködés keretein.

A „lesz e végső hitelező” típusú piaci spekulációk letörésében 2012 nyara hozta meg az áttörést. Egyrészt elhárultak a jogi aggályok az ESM működése körül, sőt sikerült a tagországi hozzájárulást megemelni. De talán még ennél is fontosabb, hogy az EKB meghirdette OMT- (Outright Monetary Transaction) programját. Ennek keretében az EKB hajlandó azon országok rövid állampapírjait mennyiségi korlát nélkül vásárolni a másodpiacon, amelyek ESM-program alatt állnak, és teljesítik a programban megszabott feltételeket. A mennyiségi korlát nélküli beavatkozás lehetősége – bár egyelőre csak verbális intervenció történt – jelentős hozamcsökkenést okozott a bajba került országok állampapírpiacain, annak ellenére, hogy a programban való részvétel feltételei szigorúbbnak bizonyultak, mint azt a piacok először gondolták. Sajnos ez nem jelentette az adósságvál-

ság végét. Továbbra is megkérdőjeleződik, hogy a romló gazdasági körülmények és a fokozódó szociális feszültségek mellett képesek/hajlandók lesznek-e a pénzügyi segítségre szoruló országok végigvinni a szigorú fiskális konszolidációs programokat, vagy eljön az a pont, ahol már kisebb költséggel jár a valutaunióból való kilépés.

### Bank és állam kockázatainak szétválasztása

A válság eszkalálódásában fontos szerepe volt annak, hogy a multinacionális keretben működő bankok és a tagállami szintre delegált bankmentő funkciók miatt a bankok és a szuverének kockázatai összekapcsolódtak és egymást erősítették. A válság kitöréséig nem alakult ki intézményi megoldás sem a tagállamok fölötti bankfelügyeletre, sem pedig a banki válságkezelés költségeinek érintett országok közötti megosztására. Ha a válság tanulságaként a jövőben olyan bankrendszernek kell létrejönnie, amelyben a bankok tevékenysége és a válságkezelési kapacitások nagysága között összhang van, két lehetséges úton indulhat el az eurozóna. Vagy a bankoknak kell visszatérnie a tagállami keretek közé, vagy ha szeretnénk megőrizni az egységes pénzügyi piacból fakadó hatékonysági előnyöket, meg kell teremteni a közösségi szintű bankmentő eszközök és közösségi szintű betétbiztosítás intézményeit. A bankrendszerben rejlő kockázatok nagyobb mértékű megosztásának azonban előfeltétele, hogy a prevenció, a bankok felügyelete is közösségi szintre kerüljön, ezzel kizárható legyen a potyautas probléma. Ez az új intézményi felállás körvonalazódik a bankunióra vonatkozó javaslatban.

A bankunió négy pillérre épülne. Az első a közös szabályozási háttér, az egységes prudenciális szabályok gyűjteménye, a „single rulebook”. Az ellenőrzés és prevenció egy, az EKB vezette központi felügyeleti szervhez kerülne, amely alapvetően mikroprudenciális hatóság lenne, de a jelenlegi elképzelések szerint makroprudenciális jogkörökkel is felruháznák. Hosszabb távon elképzelhető, hogy a közösen ellenőrzött bankrendszer biztonságos működését egy közös bankmentő alap támogatná, amely elsősorban a bankszektor hozzájárulásával jönne létre, de végső esetben az ESM pénzügyi eszközeit használná. Annak azonban nincs politikai támogatása, hogy a jelenlegi banki konszolidációs költségek is megosztásra kerüljenek. Végül tárgyalások folynak a bankok befizetéseiből működtetett betétbiztosítási alap felállításáról is, de egy ilyen intézmény is csak akkor tudja hatékonyan befolyásolni a banki betétesek viselkedését, ha közösségi szintű pénzügyi forrás is áll mögötte. Egyelőre a közös felügyelet megvalósítása tekintetében látszik jelentősebb előrehaladás, míg a közös kockázatviselés kereteinek kialakítása tekintetében még nem körvonalazódik politikai konszenzus.

### Quo Vadis, Eurozóna?

A válság megmutatta, hogy az eurozóna intézményi alapját jelentő „monetáris unió fiskális unió nélkül” koncepció a pénzügyi stabilitást veszélyeztető helyzetekben nem működőképes, szükség van közösségi szintű válságkezelő intézményekre. A pénzügyi stabilitási kockázatok közös viselésének azonban előfeltétele, hogy e kockázatok felépülését megelőző funkciók tekintetében is közös intézmények jöjjenek létre. Ez a helyzet több szempontból is szükségessé teszi a tagállamok közötti szerződés újragondolását. Egyrészt több, ma még tagállami kompetenciát jelentő funkciót kellene központosítani, másrészt egy sokkal mélyebb

kockázatközösséget kell létrehozni az európai országok között. Ez minőségileg más együttműködési kereteket jelent, ami nem hozható létre az intézményi reformok apró technikai lépéseiből, csak egy megerősített politikai felhatalmazás révén. 2012 nyaratól több európai vezető hozta napvilágra az eurozóna jövőjére vonatkozó elképzeléseit, melyeknek központi eleme egy korlátozott fiskális föderáció és az azt legitimáló politikai unió megteremtése. Bár annak nincs politikai realitása, hogy ezen elképzelések rövid távon megvalósuljanak, mégis az eurozóna jövőjére vonatkozó vízió fontos szerepet tölthet be abban, hogy a közösség az integráció elmélyítése irányába mutató megoldásokat válasszon a válságkezelésben.

# Divéki Éva–Helmeczi István: A napközbeni átutalás bevezetésének hatásai

2012 júliusa óta Magyarországon az átutalások túlnyomó többsége napközben teljesül. Az új rendszer az elmúlt félévben megbízható módon, hiba nélkül működött. A tranzakciók központi elszámolása jellemzően 10 percen belül megtörténik, és szinte mindegyik tranzakció 2 órán belül teljesül, vagyis ennyi idő alatt jóváírásra kerül az átutalt összeg a kedvezményezett számláján. Az első félév tapasztalatai alapján a napközbeni átutalások teljesítéséhez szükséges likviditás menedzselése sem okoz gondot a bankok számára. Számításaink szerint a napközbeni átutalás bevezetéséhez kapcsolódóan a bankok az előzetes várakozásainknak megfelelően csak elhanyagolható mértékben emelték díjaikat.

Az új rendszer olyan előnyöket is kínál, amelyek optimális esetben közép- és hosszabb távon szintén éreztetni fogják kedvező hatásukat: ilyen a bankok közötti verseny várható növekedése és az ügyféltől ügyfélig történő automatizáció remélt széles körű elterjedése.

## BEVEZETÉS

Hazánkban a Magyar Nemzeti Bank (MNB) feladatkörébe tartozik a pénzforgalom lebonyolításának szabályozása. Ennek során az MNB a közjó érdekében folyamatosan monitorozza a reálgazdasági ügyfelek által igénybe vehető szolgáltatások minőségét és a technológia fejlődését. A fejlesztési javaslatok az ügyfelek érdekeire fókuszálva, de a technológiai realitások figyelembevételével születnek meg.

Az MNB 2010 júniusában döntött a pénzforgalom lebonyolításáról szóló 18/2009. (VIII. 6.) MNB rendelet (a továbbiakban: rendelet) módosításáról, amelyet az érintettekkel történő egyeztetés után 2010. októberben hirdetett ki – igazodva a napközbeni átutalási rendszer tervezett indulásához – 2012. július 1-jei hatálybalépéssel. A rendelet módosításának célja annak jogi eszközökkel való biztosítása volt, hogy hazánkban az ügyfelek korszerű pénzforgalmi szolgáltatást kapjanak elfogadható áron. A rendelet előírása – az ún. 4 órás szabály – szerint a hitelintézeteknek (a továbbiakban: bankok) el kell juttatniuk az ügyfelek által nem papír alapon benyújtott, forintátutalási megbízások összegét az ügyfél bankszámlájának megterhelésétől számított 4 órán belül a címzett (kedvezményezett) számlavezető bankjához. Az pedig már több éve hatályos előírás, hogy a címzett bankjának haladéktalanul jóvá kell írnia az ügyfelei javára érkezett fizetési megbízások összegét.

Cikkünkben bemutatjuk a napközbeni átutalási rendszer első fél éves működésének tapasztalatait, különös tekintettel a banki díjaknak az új rendszer bevezetéséhez köthető változására.

## A NAPKÖZBENI ÁTUTALÁS PROJEKT

A hazai pénzforgalmat korábban két elszámolásforgalmi rendszer szolgálta ki:

- Az MNB által (1999 óta) üzemeltetett VIBER (Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszer), amelyben a fizetési megbízások néhány perc alatt célba érhetnek, és amelynek elsődleges funkciója a nagyon nagy értékű, bankok közötti pénzügyi tranzakciók kockázatmentes lebonyolítása.
- A GIRO Zrt. által (1994 óta) üzemeltetett BKR (Bankközi Klíring Rendszer) éjszakai platformja, amely a reálgazdaság (lakosság, vállalat) pénzforgalmát hivatott elszámolni, és amely másnapra biztosítja az átutalt összeg megérkezését a címzetthez.

Bár a VIBER-ben is van lehetőség a reálgazdasági tranzakciók elszámolására, a gyakorlatban abban viszonylag kevés ilyen tétel mozog. Ez elsősorban a magas, gyakran 10 ezer forintnál kezdődő banki díjaknak tulajdonítható, amelyek miatt az ügyfelek számára a rendszer használata rendkívül gazdaságtalan (kivéve azokban az esetekben, ahol a magas



banki díj még mindig jobb, mint a fizetési késedelemből származó következmények hatása). A BKR éjszakai platformjába a bankok délután, este küldik be a tételeket nagy tömegben, amelyeket az azokat fogadó bankok már másnap kora hajnalban átvésznek, és tipikusan a reggeli fióknyitásra jóváírnak az ügyfél bankszámláján. Ez a szolgáltatási szint 1994-ben élvonalbelinek számított, az MNB azonban úgy gondolta, hogy a mai kor technológiája mellett már nem nyújt elfogadható szintű szolgáltatást. Ezért megvizsgálta, hogy vannak-e a reálgazdasági tranzakciók napközbeni elszámolásának olyan pénzügyi kockázatai, amelyek miatt mégis indokolható lenne az akkori elszámolásforgalmi struktúra fenntartása. A vizsgálat eredményeképpen az derült ki, hogy a banki likviditás bőségesen elegendő a reálgazdasági tételek napközbeni elszámolásának a lebonyolításához.<sup>1</sup>

Ezen túlmenően az elmúlt évtizedben a nyugat- és kelet-európai országok többségében is az aznap teljesített átutalás vált alapszolgáltatássá, ami szintén a hazai szolgáltatási szint emelésének szükségességére mutatott rá. Ez a bankok közötti versenyre is hatással van, hiszen korábban a nagyobb ügyfélkörű bankok könnyebben tudtak ügyfeleket szerezni, hiszen jó eséllyel az ügyfél partnerei is náluk vezetik a bankszámlájukat (így olcsóbban és gyorsabban teljesülhetnek a feljükk indított átutalások).

Az MNB a 4 órás szabály bevezetésével azt kívánta elérni, hogy a bankok közösen hozzanak létre egy olyan, rugalmasan paraméterezhető elszámolási rendszert, amelyben egy adott pénzösszeg naponta akár többször is meg tud fordulni (A fizet B-nek, aki ebből kifizeti C-t), és, hogy ez legyen a hazai minimum alapszolgáltatás (vagyis a bankok ne prémium szolgáltatásként nyújtsák ezt ügyfeleiknek, a VIBER-hez hasonló árazással). A 4 órás szabály biztosítja azt, hogy az ügyfélmegbízások túlnyomó része hozzájáruljon a fejlesztés megtérüléséhez, így a beruházás banki költségei nagy mennyiségű tranzakciószámra osztódjanak szét, ezáltal az egy tranzakcióra jutó önköltség növekedése is alacsony lehet.

A hazai ügyfelek aktivitását megvizsgálva, a 2007. márciusi, percnkénti adatok alapján az látszik, hogy az ügyfelek elsősorban napközben adnak átutalási megbízást a bankjaiknak, elsősorban munkaidőben. Ezt figyelembe véve kerültek kialakításra az elszámolási ciklusok időpontjai (lásd 1. táblázat). A rendelet módosítása mellett az MNB más módon is elősegítette a napközbeni átutalás megvalósítá-

sát. Amellett, hogy a bankrendszer felkészülését koordináló országos projektet kezdeményezett, a saját valós idejű rendszerének üzemidejét is meghosszabbította annak érdekében, hogy az elszámolásforgalmi rendszerek azon időszakban lehessenek nyitva, amikor az ügyfelek a legnagyobb aktivitást mutatják.

A rendeletben előírt 4 óra az MNB minimumelvárása, amely a kétóránkénti elszámolással akkor is teljesíthető, ha valamelyik banknak napközben kisebb üzemzavara keletkezik, vagy az elszámolási ciklus időpontjában épp nincs az MNB-nél vezetett számláján elegendő fedezet.

Az MNB még 2008-ban felkérte a forgalom túlnyomó részét adó bankokat arra, hogy a napközbeni átutalási rendszer előzetes koncepciója alapján becsüeljék meg a projekt várható költségeit. A bankok becslései igen nagy szórást mutattak: hasonló méretű és forgalmú nagyobb bankok becslései között akár tízszeres különbség is előfordult. Mivel azonban a kis összegű pénzforgalom nagyon nagyszámú átutalást jelent, ezért a beruházás költségét óriási mennyiségű tranzakcióra lehet szétosztani. Így az MNB kalkulációja alapján a bankrendszer beruházásait 5 év alatt értékcsökkenésként leírva (ötévi tranzakcióforgalomra elosztva) a tranzakciónkénti banki önköltség növekedése 3,40 forinttra volt becsülhető.

### A PÉNZFORGALMI BEVÉTELEK ALAKULÁSA ÉS A BANKI DÍJAK, JUTALÉKOK SZOKÁSOS MÉRTÉKEI

A napközbeni átutalás bevezetése kapcsán az MNB számára a leginkább bizonytalan kérdés az volt, hogy a bankok ténylegesen hogyan fogják az átutalások díjait és jutalékait (a továbbiakban együtt: díjak) alakítani. Mielőtt azonban erre konkrétan is rátérünk, érdemes megvizsgálni azt, hogy a bankok pénzforgalmi bevételei miből származnak, valamint az átutalások árazásakor a bankok milyen díjtípusokat alkalmaznak.

A pénzforgalmi szolgáltatásokhoz köthető bevételek:<sup>2</sup>

- a pénzforgalmi szolgáltatások díjaiból,
- a bankszámlákon tartott egyenlegekből származó kamat-bevételből, valamint
- a floatból<sup>3</sup>

származhatnak.

<sup>1</sup> Ez egyben azt is jelenti, hogy a VIBER-tételek magas árának indoklása sem fogadható el minden esetben.

<sup>2</sup> Forrás: Divéki-Olasz (2012).

<sup>3</sup> A float az a kamatjövdelem, amely a bankoknál az úton lévő, napon túl teljesülő átutalásokon képződik.

Az MNB rendelkezésére álló statisztikák alapján a bankok pénzforgalmi díjbevételének értéke a 2005–2011 közötti időszakban évente 147–247 milliárd forint volt (lásd 2. ábra). Ez a bevétel azokból a díjakból származik, amelyeket az ügyfelek a pénzforgalmi szolgáltatások igénybevétele után a bankoknak fizetnek. A díjakat megvizsgálva külön is érdemes elemezni a belföldi forintátutalások díjait, hiszen az ügyfelek által indított legtöbb tranzakció ebbe a körbe tartozik.

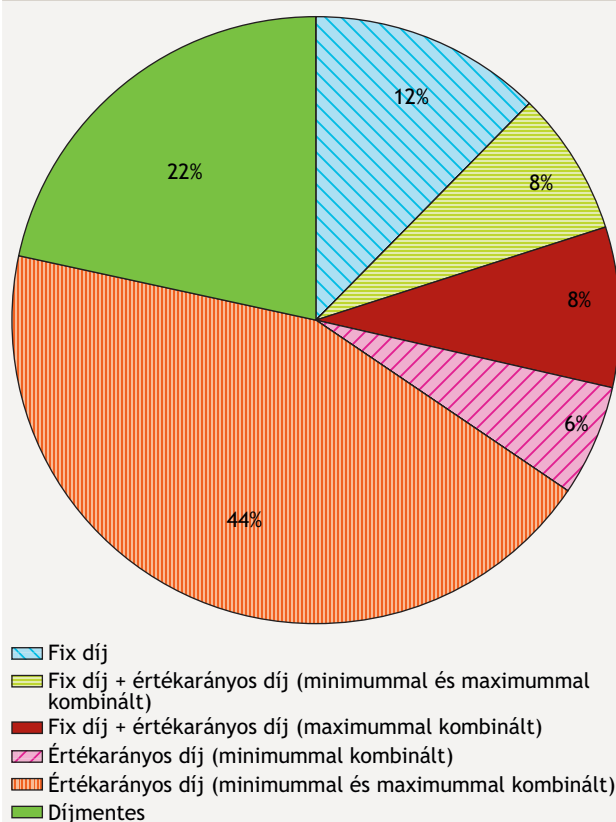
A belföldi forintátutalások árazását nézve meg kell különböztetni a lakossági és a vállalati átutalások esetében alkalmazott díjakat. Tekintettel arra, hogy az átutalások árazása kombinált és nem azonos a különféle számlacsomagok esetében, fontosnak tartjuk, hogy az átutalások díjtípusait megvizsgáljuk. Elsősorban az elektronikusan benyújtott átutalásoknál alkalmazott díjtípusokra fókuszálunk, mert a rendelet 4 órás szabálya is az elektronikusan benyújtott átutalásokra vonatkozik.

A lakosság esetében a bankok forgalomarányos (százalékos, ezrelékes), valamint minimum, maximum és fix díjakat vagy díjmentességet is alkalmaznak, akár ezeket kombinálva, bankonként eltérő módokon. Jellemző árazási mód az értékarányos díjak alkalmazása, minimum és maximum értékkel kombinálva. Az értékarányos díjakat az átutalások esetében a bankok évek óta használják, így az ügyfélkör számára nem szokatlan díjtípusról van szó. A lakossági számlacsomagokat<sup>4</sup> nézve a forgalomarányos díjak (minimum és maximum értékekkel kombinálva) 44 százalékban fordulnak elő az elektronikus átutalásoknál. Az elektronikus átutalásoknál a második leggyakoribb típus a díjmentesség (22 százalék), majd megjelenik a fix díjas kategória (12 százalék) is.

A vállalati átutalások árazása a lakosságitól főként abban különbözik, hogy a közép- és nagyvállalati szegmensben vannak ugyan meghirdetett publikus kondíciók, de ezen ügyfelek (elsősorban a nagyvállalatok) többnyire egyedi árakat kapnak a bankoktól, amelyekről nehéz információkat szerezni. Így a nagyvállalati átutalások díjtípusait ebben a cikkben nem részletezzük. Kisvállalatok esetében az elektronikus csatornán keresztül indított, bankon kívülre irányuló átutalások árazásánál a bankok jellemzően értékarányos minimum díjjal kombinált díjtípust alkalmaznak (78 százalék), melyet a fix díj és az értékarányos díj együttes alkalmazása (10 százalék) követ.

A pénzforgalmi szolgáltatásokból származó díj- és jutalék-bevételen felül a pénzforgalomból származó bevételnek

1. ábra  
Az elektronikus átutalások díjtípusai a lakossági számlacsomagokban



Megjegyzés: Az ábrát úgy készítettük el, hogy a bankok internetről kigyűjtött díjsomagjait vettük alapul a vizsgált időszakban. Minden díjsomagnál megnéztük, hogy melyik díjtípus jellemző az elektronikus átutalásra, így soroltuk be az egyes számlacsomagokat a díjtípusnak megfelelő kategóriákba.

Forrás: Pénzforgalmi szolgáltatói kondíciós listák.

tekintjük továbbá azt a kamatbevételt, amely abból származik, hogy a pénzforgalmi szolgáltatók a bankszámlák látra szóló egyenlegére jellemzően a BUBOR-nál alacsonyabb kamatot fizetnek, ugyanakkor ezt az összeget kihelezve magasabb hozamot érhetnek el. Ez a bevételtípus a 2005–2011 közötti időszakban becsléseink szerint évente 147–224 milliárd forint közötti összeget ért el (lásd 2. ábra).

A napközbeni átutalás bevezetéséig a bankrendszernek létezett egy másik kamattípusú jövedelme is a pénzforgalomból, amelyet floatnak nevezünk. A float az úton lévő pénzből származó kamatjövedelmet jelentette, amely abból származott, hogy a bankok az ügyfelek bankszámláit a fizetési megbízás megadásának vagy esedékességének a napján megterhelték, de ez a pénz még náluk maradt, és

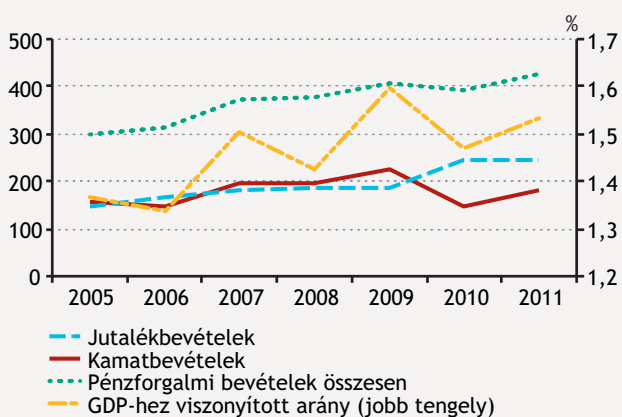
<sup>4</sup> A számlacsomagok vizsgálata 2011. április–október között az internetről kigyűjtött kondíciós listák alapján készült. Arra nem volt lehetőség, hogy az egyes típusokat az ügyfélszámmal súlyozzuk, mert nem volt információk arról, hogy az egyes számlacsomagokat a bankokban hány ügyfél használja.

csak egy későbbi napon kellett a címzett bankszámláját vezető bank részére átadni tipikusan azon a napon, amikor a másik ügyfél is megkapta a pénzt. Erre az időre a bankok az ügyfélnek nem fizettek kamatot, de nekik kamatjövedelmük képződött belőle. Ez Magyarországon két bank között időben tipikusan 1 napot jelentett, amely hétvégeken 3 napra emelkedett (ünnepekkor, munkanap-átelvezésekkor pedig akár 4-5 nap is lehetett). A float tehát az az 1 munkanapra szóló folyószámlakamat, amelyet a bank nem fizetett ki az ügyfelének. A napközbeni átutalás bevezetése gyakorlatilag megszüntette a bankok floatjövedelmét.

Összegzésképpen a pénzforgalmi szolgáltatók pénzforgalomhoz köthető díj-, jutalék- és kamatbevételei 2005–2011 folyamán (részben becsléseink alapján) évente 301–428 milliárd forintot tettek ki. Ebből a pénzforgalmi díj- és jutalékbevételek értéke 147–247 milliárd forint volt, míg a kamatbevételek becsléseink szerint 147–224 milliárd forint közötti összeget jelentettek. A pénzforgalmi bevételek összességükben a vizsgált időszakban a folyó áras GDP 1,34–1,6 százalékát tették ki. A pénzforgalmi bevételek a legmagasabb szintjüket 2011-ben érték el. Ekkor a pénzforgalomból származó bevételek összességükben közel 428 milliárd forintot tettek ki. A pénzforgalmi bevételeken belül, a 2005–2011 közötti időszakban a pénzforgalmi szolgáltatók kamatbevételei összességükben 37–55 százalékos részarányt jelentettek, míg a díj- és jutalékbevételek 45–63 százalékot. Ehhez képest kismértékű volt a floatjövedelem, amelyet 2010-ben bő 3 milliárd forintra becsültünk (ezt a jövedelmet azonban a 2. ábra nem tartalmazza).

**2. ábra**  
A pénzforgalmi szolgáltatók pénzforgalomhoz kapcsolódó bevételeinek alakulása

(2005–2011, milliárd forintban)



Megjegyzés: A pénzforgalmi díj- és jutalékbevételekre vonatkozó adatgyűjtés módszertana 2010-től megváltozott.  
Forrás: MNB.

A következő részben azt nézzük meg, hogyan változott az átutalások díjazása a napközbeni átutalás bevezetésével.

## AZ ÁTUTALÁSI DÍJAK VÁLTOZÁSA A NAPKÖZBENI ÁTUTALÁS BEVEZETÉSEKOR

A 2008 őszi kezdődött pénzügyi válság, a bankokra kivetett különadó, valamint a devizahitelek kedvezményes előtörlesztése miatt a bankok hitelezési tevékenysége visszaesett, a meglévő portfólió minősége jelentősen leromlott, a bankszektor eredménye jelentősen csökkent. A napközbeni átutalás bevezetésén kívül eső gazdasági tényezők (így a tranzakciós illeték bevezetése) tovább növelik az esélyét annak, hogy a bankok a kieső bevételeiket díjmeléssel kompenzálják. A 4 órás szabály miatt szintén elolvadó float is az eredmény csökkenését okozza, és abba az irányba hat, hogy a bankok emeljék a díjaikat. Így megállapítható, hogy bár sok tényező hat az áremelés irányába, mi azonban a továbbiakban csak a napközbeni átutalás bevezetése miatt jelentkező esetleges díjmelés vizsgálatát célozzuk meg.

Mivel a konkrét átutalás után felszámított banki díj sok paramétertől (minimum, maximum, értékarányos díj) függ, ezért az esetleges áremelést sokféleképpen meg lehet lépni. Megtehetik például a bankok, hogy a minimumdíjat növelik és a maximumdíjat csökkentik, az ügyfelek felé pedig ez utóbbit hangsúlyozzák. Mivel a bankok számára rendelkezésre áll az az információ, hogy az ügyfelek mennyi és milyen értékű átutalást bonyolítanak le, ezért pontos kalkulációt képesek végezni, míg az ügyfelek tipikusan nem végeznek ilyen mélységű kalkulációkat a saját forgalmuk tekintetében.

Rendkívül nehéz megbecsülni, hogy bankrendszer szinten mekkora volt a díjmelés mértéke a napközbeni átutalás bevezetése miatt. Ennek oka a nagyon nagyszámú díjcsomag és egyedi kondíciók megléte, valamint az, hogy csak az egyes bankok tudják, hogy (1) az egyes díjcsomagokat mennyi ügyfél veszi igénybe, (2) az egyes számlacsomagokba tartozó ügyfelek mekkora forgalmat bonyolítanak le és (3) ez a forgalom milyen összetételű. Ezenkívül nehézséget okoz a különböző termékek közötti keresztfinanszírozás megléte, amely lehetővé teszi, hogy a számlavezetési szolgáltatások helyett más banki termékek árán keresztül fizetessék meg a bankok a költségeiket az ügyfelekkel.

A továbbiakban a rendelkezésünkre álló adatok segítségével próbáljuk megbecsülni a napközbeni átutalás bevezetése miatti áremelés mértékét. Az előzőekben ismertetett díjtí-

pusokat nézve megállapíthatjuk, hogy többféle díjmelés is van – például csak a minimumdíjak emelése is okozhat díj-emelést az ügyfelek számára, attól függően, hogy az átutal- ni kívánt összeg milyen értéksávba esik –, a becslés során ezeket is igyekeztük figyelembe venni. Az MNB számára rendelkezésre áll a bankok közötti tranzakciók értékének eloszlása, így kiszámítottuk azt, hogy az egyes bankoknál ez milyen áremelkedést jelenthet a legkisebb havidíjú díj-csomagok esetében. Azért ezekenél vizsgáltuk, mivel számos olyan csomag van, amely valamilyen fix havi díjért cserébe „ingyenes” szolgáltatásokat tartalmaz. Ez utóbbi csoma- goknál pedig nagyon nehéz lenne kimutatni, hogy a díjvál- tozás mely, a csomagban foglalt szolgáltatásnál következett be. Úgy gondoljuk, hogy az árváltozás jobban megfigyelhe- tő azon díjcsomagoknál, ahol a havi fix díj minimális, ezért kevesebb a lehetőség a szolgáltatások közötti keresztfinan- szírozásra.

Ezen díjcsomagok esetén a bankok átlagosan 143,16 forint- ról 146,66 forintra, vagyis 3,5 forinttal, összességében 2,45 százalékkal növelték meg az egy átutalásra jutó díjaikat. Bár ez a növekedési mérték megegyezik a projektet meg- előzően a rendszer bevezetésére vonatkozó költségfelmérés alapján készült becsléssel, a helyzet valójában kedvezőbb a kedvezményes/fix díjas díjcsomagok miatt. A nullás számla- csomagok esetében, amelyeknél az ügyfelek a bankszámlá- jukra irányított rendszeres havi jóváírásért cserébe ingye- nes pénzforgalmi szolgáltatásokhoz, átutaláshoz jutnak hozzá, nem beszélhetünk díjmelésről (itt a bank szintén keresztfinanszírozásból eredő bevételekkel fedezi a költsé- geit). Ez arra enged következtetni, hogy a napközbeni átutaláshoz köthető teljes átlagos díjmelés valójában kisebb, mint a kiválasztott számlacsomagok esetében szám- szerűsített 3,5 forint. Becslésünkben azt a következtetést is levonhatjuk, hogy a bankok még csak részben sem hártot- ták át a floatjövedelmük megszűnését, ezt ugyanis (számí- tásaink szerint) csak sokkal jelentősebb, 20 forintot megha- ladó átlagos díjmeléssel tudták volna megtenni. A koráb- ban nagyjából évi 3 milliárd forintot kitevő floatjövedelem megszűnése tehát tényleges megtakarításként jelentkezik a bankok ügyfeleinél.

A bankoknak az üzletszabályzatuk és kondíciós listáik vál- toztatását 60 nappal az életbeléptetés előtt közzé kell tenniük az ügyfelek számára. Mivel a 4 órás szabály jelen- tős változásokat okozott a bankok működésében, ezért már 2012. április végén publikálták az üzletszabályzat-módosítá- sokat.

A bankok számára törvényben rögzített előírás,<sup>5</sup> hogy díj vagy költség módosítása csak díj vagy költség mértékére ténylegesen hatást gyakorló ok alapján történhet. Ezért a díjmeléseket akkor célszerű a bankoknak meglépniük, amikor a költségeik megváltoznak, mert ellenkező esetben sokkal nehezebbé válik számukra az indokoltság bizonyítá- sa. Ennek megfelelően számos bank 2012. április végén módosította a kondíciós listáját (júliusi hatálybalépéssel). Ezért úgy gondoljuk, hogy a 2011. évi és a 2012. április júli- us között módosított kondíciós listák összevetésével meg- alapozott következtetéseket lehet levonni arra vonatkozó- an, hogy a napközbeni átutalás miatt mennyire emelkedtek meg az ügyfél által fizetendő díjak.

A 2011. április-október közötti időszakban érvényes korábbi és az új kondíciók összehasonlításából az tűnik ki, hogy egyes bankoknál **volt némi növekedés** az átutalások díjai- ban, több banknál azonban a kondíciókat változatlanul hagyták. Érdekes, hogy **több bank is bizonyos számlacso- magok esetében a bankfióki (papír alapú) átutalás díját megemelte ugyan, de az elektronikus átutalását válto- zatlanul hagyta** 2011-hez képest, de volt egy olyan bank is, amelyik az elektronikus átutalások díjait növelte meg.

2013 év elején újabb pénzforgalmi díjmelésekre került sor, amelyek azonban már nem a napközbeni átutaláshoz, hanem jellemzően a tranzakciós illeték bevezetéséhez köt- hetők.<sup>6</sup>

## A NAPKÖZBENI ÁTUTALÁS TAPASZTALATAI

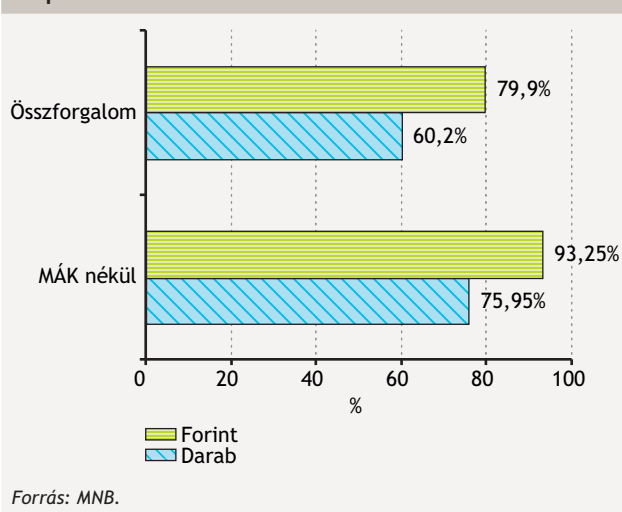
A rendelet betartását lehetővé tevő napközbeni BKR- elszámolás az MNB által kitűzött időpontban, azaz a 4 órás szabály hatálybalépésekor elindult. Mivel ez nagyon radiká- lis változás volt a bankok és a GIRO Zrt. operatív működé- sében, apróbb üzemzavarok előfordultak, ezeket azonban az érintettek gyorsan ki tudták javítani, így azokat a banki ügyfelek nem is érzékelték.

Az új rendszer a működését tekintve jól vizsgázott. Egy-egy ciklus elszámolása jellemzően 8–10 percet vett igénybe (és ebben a fedezet beérkezésére való várakozás is benne van) az eddigi legnagyobb, 497 ezer darab forgalmú ciklus is 15 percen belül maradt. Ennél hosszabb ideig csak akkor tart az elszámolás, ha a fedezetbiztosításra várni kell (de mint később bemutatjuk, ilyen ritkán történik).

<sup>5</sup> A hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról szóló 1996. évi CXII. törvény 210. § (4) bekezdése.

<sup>6</sup> Ebben az esetben is jól megfigyelhető volt, hogy a bankok a körülmények megváltozásához időzítették a díjváltoztatást.

**3. ábra**  
A napközbeni elszámolás aránya a BKR-en belül szeptemberben



A szeptemberi adatok alapján a BKR-ben elszámolt összes tranzakció 60 százaléka, értékben pedig 80 százaléka teljesült napközben. A 4 órás szabály ugyanakkor nem terjed ki a Magyar Államkincstárra (MÁK). Nélküle számítva az összes tranzakció 76 százaléka, értékben pedig 93 százaléka teljesült napközben (a maradékot a papír alapon megadott, illetve a beszédés jellegű tranzakciók, például a csoportos beszédés teszik ki).

Bár volumenben nem lehet kimutatni növekedést, értékben a BKR forgalma jelentősen, havonta átlagosan 1000 milliárd forinttal nőtt meg. Korábban voltak olyan banki aggályok, amelyek szerint a BKR a VIBER-forgalomból fog tételeket elvenni. Ezek jogosak voltak, hiszen sok olyan nagy értékű vállalati átutalás van, amely aznapi teljesítést igényel, de valós idejűséget már nem feltétlenül. A forgalmi adatokat részletesen áttekintve az állapítható meg, hogy a nagyon

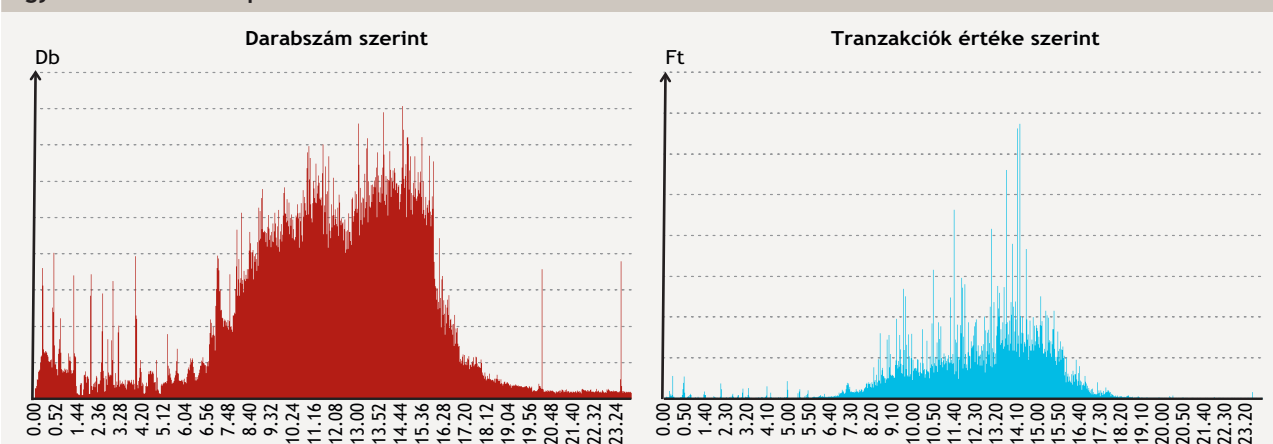
nagy (1 milliárd forint feletti) értékű tranzakciók számában jelentős növekedés volt, így valószínű, hogy ezek korábban tipikusan a VIBER-ben teljesülő tételek voltak. Ez azonban a VIBER forgalmában nem mutatható ki (mivel az kb. 1 300 000 milliárd forintot tesz ki egy évben, a változás viszont jóval kisebb, mint a VIBER-ben hónapról hónapra megfigyelhető természetes ingadozás).

Az MNB még 2007-ben kért ad hoc adatszolgáltatást a legnagyobb bankoktól a tranzakciószám napon belüli eloszlására vonatkozóan.

Az első hónapokban már érdemes megnézni, hogy a napon belüli elszámolás egyes ciklusainak forgalma alapján milyen kép rajzolódik ki az ügyfelek napon belüli átutalási aktivitásáról, illetve, hogy ez miként viszonyul a korábban megfigyelt szokásokhoz (1. táblázat).

Az adatokból látható, hogy az egyetlen igazán jelentős változás a két vizsgált év között az, hogy arányaiban kevesebb ügyfél adja meg átutalási megbízását kora délután, miközben arányaiban jelentősen megnőtt az ezt követően vagy csak a következő nap elején megadott megbízások száma. A táblázat alapján elmondhatjuk tehát, hogy a lakossági ügyfelek átutalásainak legnagyobb része a napközbeni átutalás rendszerében az első ciklusban teljesül. A megbízási időpontok napon belüli átrendeződésének pontos okát nem ismerjük, mivel azonban a viszonyítási adatok régiek (2007-esek), ez nem feltétlenül köthető a napközbeni átutalás rendszeréhez. Sokkal valószínűbb, hogy 2007 óta folyamatosan nőtt a lakossági nem papír alapú átutalások száma, és mivel a lakossági ügyfelek (különösen az internetes banki megoldásokat alkalmazók) jelentős része késő délután vagy este adja meg átutalási megbízását, ez a folyamat természetes módon vezetett a táblázatban látható eltolódáshoz. Erre utal az is, hogy az első ciklusban a legalacsonyabb a

**4. ábra**  
Ügyféltranzakciók napon belüli eloszlása 2007. márciusban





1. táblázat

Az átutalási forgalom napon belüli eloszlása 2007-ben és 2012-ben

Ciklus*	2007**		2012***		Eltérés	
	Db (%)	Ft (%)	Db (%)	Ft (%)	Db (%)	Ft (%)
A kb. 16.00 és másnap reggel kb. 8.00 között beadott tételek (jelenleg a napközbeni átutalás 1. ciklusában [8.30] teljesülnek)	24,13	11,29	32,33	15,07	8,2	3,78
A kb. 8.00–10.00 között beadott tételek (jelenleg a napközbeni átutalás 2. ciklusában [10.30] teljesülnek)	15,16	12,9	15,69	14,87	0,53	1,97
A kb. 10.00–12.00 között beadott tételek (jelenleg a napközbeni átutalás 3. ciklusában [12.30] teljesülnek)	19,52	18,92	18,13	20,74	-1,39	1,82
A kb. 12.00–14.10 között beadott tételek (jelenleg a napközbeni átutalás 4. ciklusában [14.40] teljesülnek)	19,52	27,63	19,18	25,2	-0,34	-2,43
A kb. 14.10–16.00 között beadott tételek (jelenleg a napközbeni átutalás 5. ciklusában [16.30] teljesülnek)	21,68	29,26	14,67	24,13	-7,01	-5,13

\* A táblázatban megjelölt befogadási határidők tájékoztató jellegűek, az egyes bankoké ettől eltérhetnek.

\*\* Becslés egy 2007. márciusi felmérés alapján.

\*\*\* 2012. szeptemberi tényadatok alapján (de a többi hónap is hasonló képet mutat).

tranzakciók átlagos értéke (mintegy 170 ezer forint), ami a lakossági megbízások túlsúlyára utal, míg az utolsó ciklus sokkal magasabb átlagos értéke (mintegy 601 ezer forint) a vállalati megbízások dominanciáját sejteti.

A napközbeni elszámolás egyik fontos kérdése az volt, hogy a bankok mennyire lesznek képesek a likviditásukat menedzselni. Az előzetes likviditási szimulációk azt mutatták, hogy ez nem fog gondot okozni, bár sok olyan bank van, amelyik a számlaegyenlegének sokszorosát is megforgatja egy-egy napon a VIBER-ben. Annak ellenére, hogy az MNB által értékpapír-fedezet ellenében nyújtott hitelkeret a forgalom lebonyolítását nagymértékben segíti, és a BKR értékbeli forgalma elhanyagolható a VIBER-éhez képest, elvileg így is előfordulhat, hogy pénzüpiaci tételek „elvihetik” a fedezetet a kis összegű elszámolás elől (és a pillanatnyi fedezetlenség a BKR-elszámolást késleltetheti). A 2012. július–szeptember közötti időszakban lefutott 310 ciklusból:

- 3 esetben fordult elő, hogy a fedezet az erre kijelölt 10 perces időtartam alatt nem érkezett be napközben, ekkor az érintett bank tételei<sup>7</sup> a következő ciklusban teljesültek (de a 4 órás szabály még ezekben az esetekben sem sérült);
- 2 esetben fordult elő, hogy nap végén (a treasuryk számára legfontosabb időszakban) várni kellett a fedezetbiztosításra.

Ez alapján úgy gondoljuk, hogy a rendszer fedezetbiztosítással kapcsolatos paraméterei megfelelőek és jól működnek.

## A NAPKÖZBENI ÁTUTALÁS EGYÉB KEDVEZŐ HATÁSAI

Az előző részben kifejtettük, hogy a napközbeni átutalásnak vannak olyan hatásai, amelyeket már most mérni tudunk. Ezenfelül viszont léteznek olyan nehezen mérhető, jövőbeli hatások, melyek várhatóan szintén a kedvező hatások csoportjába fognak tartozni. Az alábbiakban ezeket vázoljuk fel.

A 4 órás szabály fő célja az volt, hogy a szolgáltatási szint jelentősen emelkedjen a pénzforgalomban. A szolgáltatási szint növekedése olyan hatás, amely csak részben számszerűsíthető, noha mindenki „érzi” ennek pozitív következményeit.

A rendszer használata egyelőre csak a legegyszerűbb fizetési módokra terjed ki. Ennek oka az, hogy a speciális magyar fizetési módokat (hatósági átutalás, csoportos beszedés) is át kell ültetni a nemzetközi üzenetszabványra. Mivel ezek a forgalom kisebbik hányadát adják, az MNB nem akarta, hogy ezen fizetési módok átállítása miatt szenvedjen késedelmet a napközbeni átutalás elindulása. **Legfeljebb 3–4 éves időtávban azonban minden fizetési módot célszerű az új rendszerben elszámolni.** Ekkor az éjszakai elszámolás kiürül és megszűnik, így a beszedések is napközben teljesülnek majd.

A teljesülés lerövidülésének kockázatcsökkentő hatása van, mivel nagyobb összegű tranzakciónál képes lehet helyettesíteni a készpénzt. Ebben a kérdésben az MNB úgy látja, hogy az elszámolás gyakoriságát a jövőben érdemes tovább növelni, mivel az csökkenti a kockázatokat.

<sup>7</sup> Itt csak százas nagyságú tranzakciószámról van szó.

Mivel a bankon belüli tételek már nem fognak (lényegesen) hamarabb célba érni, ezért részben megszűnik a nagyobb bankok időtényező miatti versenyelőnye. Mivel a BKR-díj jóval alacsonyabb annál, ami különbségként tipikusan megjelenik a banki díjakban a bankon belüli és kívüli átutalások között, ezért **az MNB a bankközi verseny erősödésére számít.**

A napon belüli átutalás lehetőséget nyújthat a vállalatok részére a folyószámla-állomány leépítésére és annak valamilyen jobb hozammal rendelkező eszközbe való átvitelébe, feltéve, ha rendelkeznek hitelkerettel a bankjuknál. Mivel a napközi hitelkeret nem kamatozik, amennyiben nap végére ismét pozitív egyenlege lesz a számlának, a korábban a T+1-es forgalom miatt tartott számlaegyenleg leépíthető. Ezt a lehetőséget azonban a statisztikáink alapján az ügyfelek nem használják ki.

A napközi átutalás a korábbinál jóval bővebb adattartalmú és sokkal rugalmasabban alakítható üzenetszabványon alapul. Ez lehetővé teszi azt, hogy a vállalatok is oly módon alakíthassák át a vevő- és szállítói analitikai rendszereiket, amivel a manuális munkát jelentős mértékben csökkenthetik.

Így számos olyan pozitív hatása lehet a napközi elszámolásnak, amelyek nagyságát a kérdés bonyolultsága és az eltelt idő rövidege miatt sem tudunk még pontosan meghatározni.

### KONKLÚZIÓK

Az MNB hosszas előkészítő munka után indította el a banki és bankközi rendszerek megújítását célzó projektet. Ennek során több mint 150 érintett pénzforgalmi szolgáltató rendszereit kellett módosítani és tesztelni. Ez mind jelentős beruházást, mind jelentős külső és belső emberierőforrás-befektetést igényelt a résztvevőktől, ami költségnövekedéssel járt a bankok számára.

Az ezen költségeket viselő tranzakciók óriási száma miatt azonban úgy gondoltuk, hogy a költségnövekedés nem lesz jelentős. A bankoktól bekért beruházási költségre vonatkozó becslések alapján **az MNB 3,4 forintra becsülte az egy tranzakcióra jutó önköltség-növekedést.** Az MNB számára is kérdéses volt, hogy vajon a pénzügyi válság miatti rosszabb eredmény és a bankok által viselt egyéb terhek miatt a bankok nem emelik-e jelentősebb mértékben az ügyfelek által fizetendő díjakat, ezért mindenképpen szeretnénk volna ezt visszamérni. Ez nem egyszerű feladat a jelentős keresztfinanszírozás és a magasabb havidíjú, de ezért cserébe számos „ingyenes” tranzakciót tartalmazó díjcsoma-

gok miatt, mivel a szükséges részletezettségű információ nem áll rendelkezésre. Az általunk elvégzett számítások alapján a minimális havidíjú (tehát „ingyenes” tranzakciókat nem tartalmazó) csomagokban **átlagosan 3,5 forinttal növekedett az átutalások költsége,** ami nagyon közel van a korábbi becslésünkhöz. Ez a szám különösen jónak tűnik akkor, ha tudjuk, hogy a bankok az úton lévő pénzen keletkezett (float-) jövedelmük túlnyomó részét is elvesztették a rendszer indulásával.

Az elmúlt félév azt mutatta meg, hogy az elkészült rendszer jól vizsgázott, megbízhatóan működik, annak üzemeltetése rutinszerűvé vált. Az MNB nagy eredménynek tartja, hogy a bankok az MNB-rendeletben előírt 4 órás helyett 2 órás elszámolási periódust választottak, ami a gyakorlatban azt jelenti, hogy normál üzemben **a tranzakciók legfeljebb 2 óra alatt eljutnak a címzettekhez.** A „legszerencsésebb” időpontban benyújtott tranzakciók pedig akár 10–20 perc alatt is eljuthatnak az egyik bankszámláról a másikra. Az átutalások teljesítési ideje ezáltal nagyon jelentősen lerövidült, és úgy tűnik, hogy ehhez az ügyfelek is alkalmazkodtak: egyrésztől valamennyire módosultak a benyújtási szokások, másrésztől pedig érdemben megnőtt a BKR-en keresztül teljesített tranzakciók értéke.

A rövidebb teljesítési idő a már régóta valós idejű, azonos bankon belüli teljesítéssel szemben véleményünk szerint erősíti majd a bankok közötti, ügyfelekért vívott versenyt.

Mivel a tranzakciók a bankok között már a flexibilisen alakítható, a SEPA fizetési módokban is alkalmazásra kerülő xml-szabványon alapulnak, ez lehetővé teszi, hogy az ügyféltől ügyfélig terjedő automatizálás széles körben elterjedhessen az átutalásoknál is.

### FELHASZNÁLT IRODALOM

DIVÉKI ÉVA–OLASZ HENRIETTA (2012): A pénzforgalmi szolgáltatók árazása. *MNB-tanulmányok*, 101.

KOVÁCS LEVENTE (1999): A pénzforgalmi jutalékbevételek növelésének lehetősége. *Bankszemle*, 10–11. sz., pp. 96–101.

KOVÁCS LEVENTE (2011): A T-napos utalás gazdasági hatásai. Előadás a Magyar Közgazdasági Társaság Pénzügyi Szakosztályának konferenciáján, 2011. február 8., Budapest. In: *InterGIRO2 – Napon belüli elszámolás konferencia tanulmánykötet*, pp. 20–30.

MILNE, ALISTAIR–LEILEI TANG (2005): *An economic analysis of the potential benefits and dis-benefits of faster payments clearing*. Office for Fair Trading, 2005.

# Erhart Szilárd–Ligeti Imre–Molnár Zoltán: A LIBOR-átvilágítás okai és hatásai a nemzetközi bankközi referenciakamat- jegyzésekre

*2012-ben a LIBOR<sup>1</sup> manipulációjával kapcsolatos hírek a bankközi referenciakamatokra irányították a hatóságok és a közvélemény figyelmét. A nemzetközi átvilágítások alapján nyilvánvalóvá vált, hogy szükség van a LIBOR, illetve a LIBOR módszertanát követő számos referenciakamat reformjára, mert a referenciakamatok alakulása sok ezermilliárdnyi hitel és egyéb pénzügyi szerződés fizetési feltételeit befolyásolja. Gyors és egyszerűre mélyreható változtatásokra rövid távon nem lehet számítani, mert a változások előkészítése komplex és nemzetközi együttműködést igénylő szabályozási kihívást jelent. A brit hatóságok a bizalom visszaállítása érdekében 2013-tól a LIBOR-t törvényi szabályozás bevezetésével kívánják megerősíteni, illetve egy új, független árjegyző intézmény kinevezését és az árjegyzések számának drasztikus csökkentését tervezik. Vizsgálatunk összességében megerősíti a Magyar Nemzeti Bank korábbi elemzési eredményeit, amelyek alapján a BUBOR<sup>2</sup> hosszabb időszakok átlagában a valós piaci kondíciókat mutatja, ugyanakkor jelenleg csak korlátozottan képes a kamatlépések rövid távú előrejelzésére.*

## BEVEZETŐ

A LIBOR-t és a hozzá hasonló bankközi referenciakamatokat eredetileg a szindikált dollárhitelek árazásának megkönnyítése érdekében hozták létre a '80-as években. Az árazáshoz ezt megelőzően az amerikai kincstárjegyhozamokat használták, ugyanakkor a kibocsátási mennyiségek, illetve a kockázati étvágy ingadozásai eltérítették a kincstárjegyhozamokat a bankok valós forrásköltségeitől. A piaci igényeket magas fokon kielégítő LIBOR, illetve a LIBOR módszertanát követő egyéb referenciakamatok később fokozatosan egyre népszerűbbé váltak, 2011-ben a LIBOR-hoz kötött szerződések értéke megközelítette a 270 billió dollárt (a föld teljes GDP-jének csaknem négyszeresét).

A bankközi kamatléptételek lebonyolítása azonban 2008 óta nehézségekbe ütközik a szűkös piaci likviditás miatt, ami akadályozhatja a hitelek és derivatív szerződések precíz árazását. 2012 nyarán tovább csökkent a bankközi referenciakamatokba vetett bizalom a LIBOR és az EURIBOR<sup>3</sup> manipulációja miatt. Mindez szükségszerűvé tette a nemzetközi árjegyzési módszertan, illetve az ahhoz igazodó BUBOR átvilágítását.

Elemzésünkben bemutatjuk a LIBOR és BUBOR szerepét a pénzügyi piacokon. Ismertetjük a LIBOR-ügy okait és következményeit, illetve a nemzetközi átvilágítások eddig megfogalmazott kérdéseit és megállapításait. Egyetértés van a hazai és nemzetközi szakmai közvéleményben, hogy a bankközi piaci korlátok, illetve a jegyzési eljárások anomáliái és a LIBOR-ügy miatt a referenciakamatok felülvizsgálata szükséges, és a vizsgálatokat követően a reformokat nemzetközileg koordináltan kell végrehajtani. Ennek kapcsán összefoglaljuk a Wheatley-jelentésben (Wheatley Review, 2012b) megfogalmazott, 2013-ban hatályba lépő LIBOR-szabályozási javaslatokat, amelyek egy új, független árjegyző intézmény kijelölésére, illetve a tranzakciós adatokon alapuló jegyzések bevezetésére vonatkoznak a szakértői becslésekből származó torzítások kiküszöbölése érdekében. További terv a LIBOR-devizák és -lejáratok számának drasztikus csökkentése.

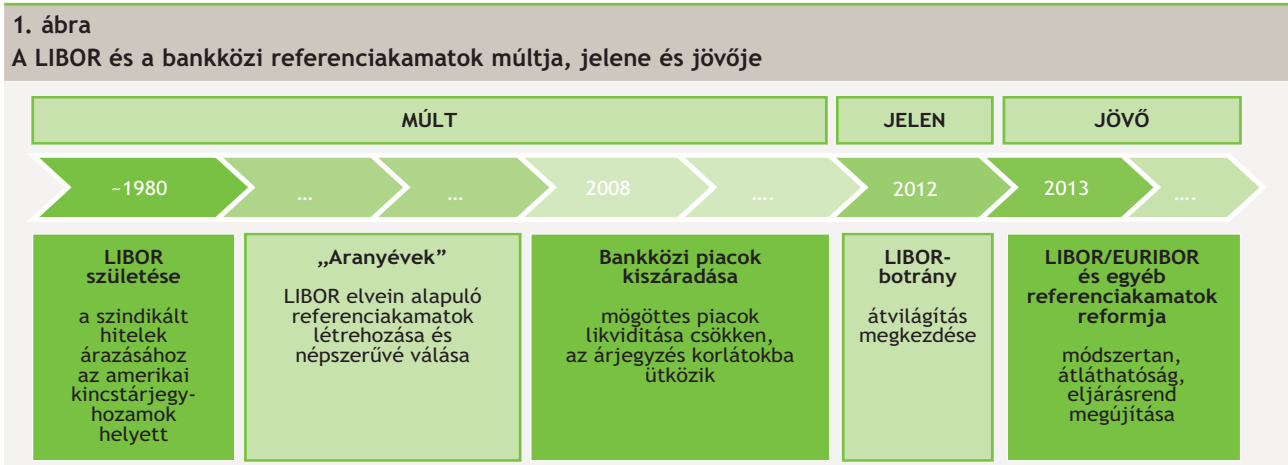
A nemzetközi reformokkal párhuzamosan kezdődött meg az elmúlt hónapokban a BUBOR jegyzési módszertanának átvilágítása. A monetáris politika és a pénzügyi stabilitás szempontjából egyaránt kiemelt fontosságú az, hogy a BUBOR-árjegyzések továbbra is megbízható indikátorai legyenek a

<sup>1</sup> LIBOR: a London Interbank Offered Rate, a londoni bankközi referenciakamat rövidítése.

<sup>2</sup> BUBOR: a Budapest Interbank Offered Rate, forintban denominált budapesti bankközi referenciakamat rövidítése.

<sup>3</sup> EURIBOR: az Euro Interbank Offered Rate, euróban denominált bankközi referenciakamat rövidítése.





kamatkondícióknak. Aktuális vizsgálatunk megerősíti a Magyar Nemzeti Bank korábbi publikus elemzési eredményeit, amelyek alapján a BUBOR-árjegyzések hosszabb időszakok átlagában a valós piaci kondíciókat mutatják, ugyanakkor 2009 óta csak korlátozottan képesek a kamatlépések rövid távú előrejelzésére.

## A BANKKÖZI REFERENCIAKAMATOK SZEREPE ÉS JEGYZÉSI MÓDSZERTANA

### A LIBOR és BUBOR szerepe a pénzpiacokon és a gazdaságban

A LIBOR – becslések szerint – a világ vezető devizáira, több futamidőre jegyzett referenciakamatként befolyásolja megközelítőleg 300 billió ( $300 \times 10^{12}$ ) dollárnyi pénzügyi termék árazását (1. táblázat). Ezen belül meghatározó a kamatcse-reügyletek (IRS) részesedése.

Magyarországon a BUBOR 1996-os indulásától kezdődően alapvetően a bankok vállalati és jelzáloghiteleiket árazzák a BUBOR alapján. Az MNB becslései szerint a jelenleg 2700 milliárd forintba rúgó vállalati forinthitelek döntő hányada változó kamatozású, BUBOR-hoz kötött, míg a 4000 milliárd forintnyi háztartási forinthitel<sup>4</sup> esetében ezek aránya alacsony, csak az utóbbi időben indult növekedésnek.<sup>5</sup> Az elmúlt évtizedben fontos szerephez jutott a BUBOR a derivatív termékek (határidőskamatláb-megállapodások, kamatswapok stb.) szerződési kondícióinak meghatározása során is. Míg a hazai bankok hiteleinek BUBOR-kitettségeről nem állnak rendelkezésre nagy megbízhatóságú adatok, a mérlegen kívül nyilvántartott kamatswapokról a jegybanki K14-es statisztikából részletes adataink vannak. A BUBOR-hoz kötött termékek közül a legnagyobb forgalma a FRA-ügyleteknek<sup>6</sup>, azon belül is a 3 hónapos, BUBOR-hoz kötött ügyleteknek van, az állomány tekintetében ugyanakkor a kamatswapok (IRS) meghatározók.<sup>7</sup>

**1. táblázat**  
A LIBOR-hoz kötött szerződések értéke  
(billió dollár)

Megnevezés	Összeg
Tőzsdei kamat futures és opciók	30
Változó kamatozású jegyek	3
Határidőskamatláb-megállapodások (FRA)	28
Kamatswapok (IRS)	198
Szindikált hitelek	10
Összesen	269

Forrás: Wheatley Review, 2012b.

<sup>4</sup> A BUBOR-ra hivatkozik többek között a 1996. évi CXII. törvény a hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról, a 2011. évi LXXV. törvény a devizakölcsönök törlesztési árfolyamának rögzítéséről és a lakóingatlanok kényszerértékesítésének rendjéről, a 2009. évi IV. törvény a lakáscélú kölcsönökre vonatkozó állami készfizető kezességéről, a 2007. évi CVI. törvény az állami vagyonról, a 250/2000. (XII. 24.) Korm. rendelet a hitelintézetek és a pénzügyi vállalkozások éves beszámoló készítési és könyvvezetési kötelezettségének sajátosságairól, a 215/2000. (XII. 11.) Korm. rendelet a befektetési alapok éves beszámoló készítési és könyvvezetési kötelezettségének sajátosságairól, a 251/2000. (XII. 24.) Korm. rendelet a befektetési vállalkozások éves beszámoló készítési és könyvvezetési kötelezettségének sajátosságairól.

<sup>5</sup> A fenti értékek az MNB (2012) kiadványból származnak.

<sup>6</sup> FRA: forward rate agreement, határidőskamatláb-megállapodás.

<sup>7</sup> Várhatóan 2013-ban jelenik meg az MNB-tanulmányok sorozatban Kocsis et al. (2012) elemzése.

## 2. táblázat

## Hazai kamatderivatíva forgalmak és kötés méretek

(2009. jan.–2012. szeptember)

	FRA			IRS			CIRS		
	Teljes	BUBOR (3 hónap)	BUBOR (6 hónap)	Teljes	BUBOR (3 hónap)	BUBOR (6 hónap)	Teljes	BUBOR (3 hónap)	BUBOR (6 hónap)
Megkötött ügyletek volumene (Mrd Ft/év)	13 630	9 268	4 361	5 716	1 180	4 536	1 679	1 617	62
Megkötött tranzakciók száma (db/év)	900	540	360	1 475	150	1 325	161	157	4
Ügyletkötés átlagos mérete (Mrd Ft)	15	17	12	3,9	7,9	3,4	10,4	10,3	15,1
Tranzakciók napi átlagos száma (db)	3,5	2	1,5	5,9	0,6	5,9	0,6	0,6	0,01
Teljes állomány (Mrd Ft, 2012. 06. 30)	10 050			19 600			5 420		

A pénzügyi termékek árazása mellett a bankközi referenciakamatok a rövid távú kamatvárokozások indikátorként is kulcsfontosságúak a jegybank számára. A monetáris politikai beavatkozás kiinduló lépése ugyanis a piaci kamatkondíciók és kamatvárokozások befolyásolása. (A BUBOR kamatvárokozásokat mérő szerepének elemzéséről lásd a későbbiekben a *Piaci működési korlátok és a LIBOR-ügy hatása a bankközi referenciakamatokra* című részt.)

### Aktuális nemzetközi gyakorlat a referenciakamatok megállapítása során

A londoni piac és a LIBOR szerepének felértékelődését a londoni időzóna főbb piacok közötti elhelyezkedése és az euro pénzügyi piacok fejlődése egyaránt ösztönözte az 1980-as évektől kezdődően. A későbbiek során igen sok

országban vezettek be a LIBOR módszertanára építő bankközi referenciakamatokat.

A bankközi árjegyzések legfontosabb jellemzői: milyen futamidejű bankközi ügyletre vonatkoznak, milyen intézmények árjegyzései kerülnek felhasználásra és milyen kalkulációs módszertan alapján. További lényeges szempont az árjegyzések összehasonlításánál, hogy az árjegyzés bankközi források kihelyezésére vagy felvételére vonatkozik-e, illetve esetleg kapcsolódik-e ügyletkötési kötelezettség az árjegyzésekhez.

A LIBOR – definíciójából fakadóan – az árjegyző bankok bankközi forrásainak költségeit adja meg, míg más bankközi referenciakamatok az árjegyzők bankközi betéteinek kamatlábáról nyújtanak információt (Keretes írás). További eltérést jelent, hogy egyes országokban a legjobb, prémium bankok közötti ügyletekről kell számot adni (euroövezet, Japán), míg más esetekben az árjegyző bank ügyleteiről.

#### Bankközi kamatjegyzések definíció

**BUBOR (Magyar Forex Társaság):** Bankközi hitel nyújtására tett üzleti ajánlat kamatlába.

**EURIBOR (European Banking Federation):** Az árjegyző legjobb tudása szerint, ezen kamatláb mellett kínálna egy prémium bank euro bankközi betétet az euroövezetben egy másik prémium banknak 11.00 órakor a brüsszeli idő szerint („a legjobb ár a legjobb bankok között”).

**LIBOR (British Bankers' Association):** Az árjegyző megítélése szerint ezen kamatláb mellett tudna forrásokat kölcsönvenni, ha piaci méretű bankközi hitelekre kellene kérnie és elfogadnia ajánlatokat éppen de. 11 óra előtt.

**FUTAMIDŐK:** A jegyzéseket az árjegyző panel bankjai számos futamidőre (a LIBOR/BUBOR/EURIBOR esetében 15-féle futamidőre O/N-tól a 12 hónaposig) adják be, egyes országokban a referenciakamatok ugyanakkor csak kevesebb,

8-10 darab éven belüli lejáratra vonatkoznak (3. táblázat). Az árjegyzések során a leggyakoribb futamidők az 1 hetes, 1 hónapos, 3 hónapos, 6 hónapos, 9 hónapos és 12 hónapos, hiszen ezekhez árazzák a legtöbb mögöttes pénzügyi ter-

méket (hiteleket, derivatívákat stb.). A nemzetközi felmérések szerint általában a 3, illetve 6 hónapos futamidő a legfontosabb.

**PANELBANKOK:** A jegyzések megállapítása során általában az adott piac méretéhez mérten nagy (8–45 bankból álló) mintát vesznek. A bankok kiválasztása alapvetően piaci forgalmuk alapján történik. Az árjegyzés minden esetben a hazai bankok bevonásával történik, ugyanakkor sok esetben a külföldi bankok jegyzéseit is figyelembe veszik. A nagyobb minta elvileg jobb statisztikai tulajdonságokkal rendelkezik, ugyanakkor a piaci koncentráció miatt az inaktív bankok jegyzéseinek figyelembevétele a középérték számításánál nem feltétlenül előnyös. Az összetételhatás különösen a stresszhelyzetekben szegmentálódó bankközi piacon nagyban befolyásolhatja a bankközi referenciamatok értékét. Az EURIBOR-jegyzések során például a prémium bankok betételhelyezésének árazásáról kell számot adnia az árjegyzőknek, miközben a magasabb hitelkockázati felárral szembeesülő nem prémium bankok teszik ki az euroövezet pénzügyi rendszerének egyre nagyobb hányadát. A LIBOR esetében pedig az árjegyző bankoknak saját forrásköltségeikről kell számot adniuk. A BUBOR definíciója az EURIBOR-éval mutat nagy hasonlóságot, hiszen mindkét esetben az adott árjegyző fedezetlen hitel nyújtására vonatkozó ajánlati kamatlábáról van szó.

**TRIMMELÉS:** A legtöbb jegyzési eljárás a szélsőségesen alacsony és magas jegyzéseket figyelmen kívül hagyja a kamat megállapítása során (trimmelés), ami csökkenti a manipuláció lehetőségét és az egyedi banki ügyletek volatilitásának átgyűrűzését. Amennyiben az árjegyzők száma alacsony, az árjegyzést koordináló intézmény trimmelési mozgástere kisebb. Így Svédországban és egyes ázsiai országokban nem trimmelt átlagokat számítanak, illetve a trimmelés mértéke az árjegyzők számának függvénye.

**ONSHORE ÉS OFFSHORE PIACOK:** A LIBOR-nál a hazai deviza mellett külföldi devizákra vonatkozó árjegyzéseket publikálnak. Az euro, a jen, a svéd korona esetében létezik hazai és külföldi árjegyzés, más árjegyzőkkel. Egyes országokban az offshore londoni piac fontosabbá is vált, a svájci jegybank (SNB) operatív kamatcélja például a LIBOR svájci-frank-kamatjegyzésekre vonatkozik. Az offshore piac előnye lehet, hogy a szabályozásoknak (tőkekorlát, kötelező tartalék stb.) kevésbé kitett, könnyebb a ki-be lépés (Gyntelberg–Wooldridge, 2008).

**ÜGYLETKÖTÉSI KÖTELEZETTSÉG:** Tekintettel arra, hogy az árjegyzés nem valós piaci ügyleteken alapul, egyes szabályzatokban előírják a partnerek ügyletkötési kötelezettségét. A lengyel (WIBOR) és a román (ROBOR) referenciamatok jegyzési szabályzata szerint 120–2100 millió forintos összegű az árjegyzési kötelezettség (WIBOR: 5–30 millió zloty; ROBOR: 2–5 millió lej). Az árjegyzési kötelezettség összege a futamidő függvényében csökken.

**ÁRJEGYZÉS IRÁNYA:** Az árjegyzések egyes referenciamatoknál arra vonatkoznak, hogy az adott bank mennyiért tudna bevonni forrást (LIBOR), míg más országokban arra, hogy milyen áron tudna kihelyezni (BUBOR, CIBOR<sup>8</sup>, EURIBOR, NIBOR<sup>9</sup>). A cseh, lengyel és román referenciamatokat mindkét irányba (felvétel és kihelyezés kamata) jegyzik, a lengyel és a román jegybank pedig 20–75 bázispontos, futamidőtől függő maximális szpredet is előír.

**REFERENCIA:** A piaci szereplők választása egyes esetekben megmutathatja, hogy a pénzpiac melyik szegmensét mennyire tartják likvidnek. Az IRS-termékeknel a legnagyobb devizákra a bankközi jegyzések jelentik a referenciamatot, ugyanakkor az ázsiai és csendes-óceáni térségben más kamatok, Ausztráliában a banki kötvények (bank bill) várt kamata, a Fülöp-szigeteken, Szingapúrban és Thaiföldön az FX-swapok implikált kamatlába, míg Kínában a repók kamatlába a referencia (Gyntelberg–Wooldridge, 2008).

A referenciamatok jegyzésének négy fő érintettjét és hat lépésből álló folyamatát ábrázoltuk a 2. ábrán. Érintettje az árjegyzésnek (I) a referenciamat kibocsátója (a BUBOR esetében a Magyar Forex Társaság, MFT), (II) az árjegyzői panel tagjai, (III) a kalkulációt és publikációt végző intézmény (a BUBOR esetében az MNB), (IV) a referenciamat felhasználói (pénzügyi piaci szereplők, háztartások, vállalatok, akik pénzügyi szerződések kondícióinak kialakítása során támaszkodnak a referenciamatokra). A kibocsátó a módszertan kialakításáért (1. lépés) és az árjegyzői panel, illetve a kalkulációt és publikációt végző intézmény kiválasztásáért felel (2. és 3. lépés). Az árjegyzők az előírásnak megfelelő bankközi kamatlábjegyzések beküldéséért (4. lépés), a kalkulációt végző intézmény a szükséges számítások elvégzéséért és a jegyzések formai ellenőrzéséért (5. lépés), valamint a referenciamat publikációjáért felel (6. lépés). A nemzetközi gyakorlatban az árjegyzői panel munkája, illetve a kibocsátó intézmény és a kalkulációt végző intézmény munkája legtöbbször nem hivatalosan szabályozott. Magyarországon a civil szervezetként működő

<sup>8</sup> CIBOR: Copenhagen Interbank Offered Rate, a dán koronában denominált koppenhágai bankközi referenciamat rövidítése.

<sup>9</sup> NIBOR: Norway Interbank Offered Rate, a norvég koronában denominált norvégiai bankközi referenciamat rövidítése.

## 3. táblázat

## A bankközi kamatjegyzések nemzetközi összehasonlítása

Név	BUBOR	LIBOR	PRIBOR	EURIBOR	WIBOR	ROBOR	CIBOR	NIBOR	STIBOR	TIBOR
Ország	Magyarország	Egyesült Királyság	Csehország	Euroövezet	Lengyelország	Románia	Dánia	Norvégia	Svédország	Japán
Deviza	HUF	10 deviza (JPY, USD, GBP, EUR, CHF, CAD, AUD, NZD, DKK, SEK)	CZK	EUR	PLN	RON	DKK	NOK	SEK	JPY
Panelméret (2012. szeptember)	16	8-16 (devizánként változó)	8	44	13		9	6	6	16
Típus	árjegyzés	árjegyzés	árjegyzés	árjegyzés	megüthető árjegyzés (5-30 millió zloty a futamidő függvényében)	megüthető árjegyzés (2-5 millió RON)	árjegyzés	árjegyzés	árjegyzés**	árjegyzés
Lejáratok száma	15	15	9	15	9	8	14	10	8	13
Legfontosabb futamidő*	3 hó	3 hó		6 hó			6 hó	6 hó	3 hó	3 hó
Trimmelés	- Alsó/ Felső 25%	- Alsó/ Felső 25%	változó az árjegyzők függvénye	Alsó/Felső 15%	- Alsó/ Felső 25%	-	Alsó/Felső 15%, 11 árjegyző alatt átlag	Alsó/Felső 25%, 5 árjegyző alatt átlag	ha nagyobb a min/max különbség 25 bp-nál	Alsó/Felső 12,5%
IRS-referenciakamat	igen	devizától függ	igen	igen	igen		igen	igen		nem (JPY LIBOR a referenciakamat)
Szankciók	kizárás		kizárás	kizárás	kizárás	kizárás	kizárás	az ügy bankszövetség elé terjesztése		
Kihelyezés vagy felvétel	kihelyezés	felvétel	felvétel/ kihelyezés	kihelyezés (prémium bankok között)	felvétel/ kihelyezés (szpred maximalizált)	felvétel/ kihelyezés (szpred maximalizált)	kihelyezés	kihelyezés	kihelyezés	prime bankok közötti ügylet

\* Gyntelberg-Wooldridge (2008) alapján.

\*\* 2008. október 29-ig árjegyzési kötelezettség volt érvényben (500 millió svéd korona 6 hónapos futamidőig, 100 millió svéd korona 9-12 hónapos futamidőkre).

Forrás: bankszövetségek, jegybankok, BIS.

MFT által kialakított szabályzat tartalmazza az eljárásrendet. Az Európai Értékpapír-piaci Hatóság (ESMA) szerint viszont szükség lehet az árjegyzés folyamatának jogszabályokban történő szabályozása, reagálva a LIBOR-ügy kapcsán megfogalmazott kritikákra.

## PIACI MŰKÖDÉSI KORLÁTOK ÉS A LIBOR-ÜGY HATÁSA A BANKKÖZI REFERENCIAKAMATOKRA

A BUBOR/LIBOR-hoz hasonló referenciakamatokat a várt jegybanki kamatpálya mellett optimális esetben a bankközi

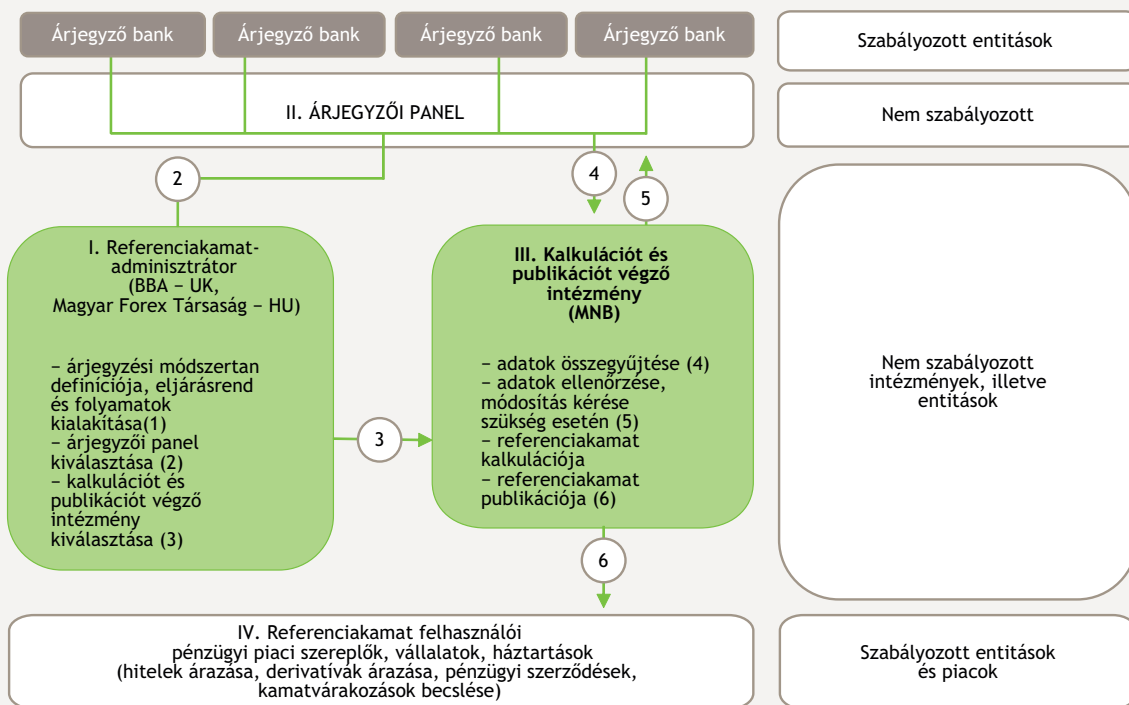
piaci ügyletkötések során felmerülő tényezők (partnerek hitelkockázata, likviditási és lejáratú prémium), illetve a jegyzési eljárásrend<sup>10</sup> (jegyzési módszertan, transzparencia stb.) is befolyásolják.

A LIBOR/BUBOR torzításmentes megállapítását ugyanakkor több tényező is akadályozza a folyamat során:

- korlátozott piaci likviditás és piacok közötti átjárhatóság,
- manipuláció, LIBOR-ügy.

<sup>10</sup> A jegyzési eljárásrend kérdéséről részletesen írunk az előző részben.

2. ábra  
Az árjegyzések érintettjei és folyamatábrája



Forrás: ESMA.

### Korlátozott a piaci likviditás és piac közötti átjárhatóság

A BUBOR/LIBOR megállapítása szempontjából releváns bankközi piacok likviditása különösen a 2008-as válság óta az 1 hónapnál rövidebb futamidőkre koncentrálódik<sup>11</sup> (4. táblázat). A bankközi piacok közvetítő szerepét a 2008–2009-

es stresszidőszakban a jegybankok vették át likviditáskezelési eszköztáruk megváltoztatásán keresztül, és bár a piacok működése helyreállt, a jegybanki likviditáskezelési eszközök szerepe továbbra is hangsúlyosabb a válság előtti időszakhoz képest. Az árjegyzések készítését az is megnehezítette, hogy a piacok közötti átjárás akadályozottabbá vált. Emiatt az árjegyzések készítése során hangsúlyosab-

4. táblázat  
A LIBOR és BUBOR alapjául szolgáló tranzakciók 2011-ben

	O/N	1 hét	2 hét	1 hó	2 hó	3 hó	4 hó	5 hó	6 hó	7 hó	8 hó	9 hó	10 hó	11 hó	12 hó
USD															
GBP															
EUR															
JPY															
CHF															
CAD															
AUD															
NZD															
SEK															
DKK															
BUBOR (HUF)															
		alacsony aktivitás			közepes-alacsony aktivitás					közepes aktivitás		magas aktivitás			

Forrás: Wheatley Review, The (2012b), MNB.

<sup>11</sup> Magyarországon elsősorban az egynapos ügyletek dominálnak, és az ügyletkötések 99 százaléka 2 hétnél rövidebb.

bak lettek a „szakértői becslések”, különösen az 1–2 hónaposnál hosszabb futamidőknél, és a referenciakamat torzítottságának kockázata nagymértékben növekedett. Mindez korlátozza a referenciakamatokat a piaci igények kielégítésében, mert a kapcsolódó pénzügyi árazási tevékenység a 3–6 hónapos futamidőhöz kötődik.

## Manipuláció, LIBOR-ügy

Különösen kedvezőtlenül befolyásolta a kamatjegyzéseket a LIBOR- és EURIBOR-jegyzésekkel kapcsolatos botrány kirobbanása 2012 nyarán. A brit felügyelet, a Financial Services Authority (FSA) azért büntette meg a Barclays Bankot, mert több ponton is megsértették az üzleti alapelveket:

- 1. derivatív pozícióik figyelembevétele:** a Barclays a jegyzéseinek megállapítása során tekintettel volt a derivatív pozíciók átértékelődésére a 2005 elejétől 2008 közepéig tartó időszakban.<sup>12</sup>
- 2. stigmától való félelem, a bank megítélésének javítása érdekében a jegyzések torzítása:** mivel a LIBOR-jegyzések az árjegyző bank forráshoz jutási költségein alapulnak (lásd az előző részben a LIBOR definícióját), ezért a 2007 szeptembere és 2009 májusa közötti krízishelyzetekben a Barclays a valószínűleg jobb képet igyekezett festeni hitelkockázatáról a ténylegesnél alacsonyabb hitelfelvételi költségek jelentésével. (Az EURIBOR és BUBOR esetében ez a kockázat nincs jelen, mert nem a forrásvételi költségükről adnak számot a bankok, hanem kihelyezéseik kamatlábáról.)
- 3. más árjegyzők árazásának befolyásolási szándéka:** a visszaélés vétségét a Barclays esetében súlyosbította, hogy a bank más árjegyzőket is etikátlan viselkedésre ösztönzött.
- 4. kockázatkezelési kontrollok hiánya:** az FSA megállapításai szerint a Barclays nem rendelkezett effektív kockázatkezelési kontrollokkal a LIBOR és az EURIBOR megállapítása során.

## A REFERENCIAKAMATOK ÁTVILÁGÍTÁSÁNAK ELSŐ LÉPÉSEI

Egyetértés van a hazai és a nemzetközi szakmai közvéleményben, hogy a bankközi piaci korlátok, illetve a jegyzési eljárások anomáliái és a LIBOR-ügy miatt a referenciakama-

tok felülvizsgálata szükséges, és a vizsgálatokat követően a reformokat nemzetközileg koordináltan kell végrehajtani. Elsősorban a manipuláció lehetőségének kiküszöbölése, a folyamat átláthatóságának és elszámoltathatóságának növelése a cél annak érdekében, hogy a bankközi kamatjegyzésekkel szembeni bizalom helyreálljon.

A következőkben az eddig elvégzett nemzetközi vizsgálatok közül a LIBOR-ügyre vonatkozó Wheatley-jelentést foglaljuk össze, és a BUBOR átvilágításának első lépéseit ismertetjük. További átvilágításokat kezdeményezett az Európai Bizottság, az Európai Bankfelügyelet (European Banking Authority, EBA), az Európai Értékpapír-piaci Hatóság (European Securities and Markets Authority, ESMA), a Nemzetközi Elszámolások Bankja (Bank for International Settlements, BIS). Ezeknek a folyamatban lévő átvilágításoknak az eredményeiről nem jelentek meg információk (kéziratunk 2012. decemberi zárásáig), az átvilágítások célja ugyanakkor alapvetően hasonló a LIBOR-átvilágításhoz, a referenciakamatok funkcióit és módszertanát, felügyeleti és szabályozási kérdéseit vetették fel.

## A Wheatley-jelentés

A LIBOR jegyzési rendszer független átvilágítását és reformját célzó Wheatley-jelentés tervezetét 2012 augusztusában nyilvános konzultációra bocsátották (Wheatley Review, 2012a) annak érdekében, hogy a LIBOR pénzpiaci szerepét felmérjék, a jelenlegi jegyzési rendszer hibáit feltárják, és a LIBOR kiváltására alkalmas alternatív referenciakamatokat azonosítsák. Az árjegyzők és a jegyzések érintettjeinek bevonásával lefolytatott nyilvános konzultáció szeptember 7-én zárult, és az átvilágítás eredményeiről szeptember 28-án jelent meg a végleges riport (Wheatley Review, 2012b), amely egy 10 pontos reformtervet is meghatározott (lásd alább).

Az átvilágítás fontos következtetése volt, hogy átfogó reformra van szükség a LIBOR esetében, ugyanakkor a LIBOR kiváltása rövid távon nem megoldható, illetve jelentős pénzügyi stabilitási kockázatokat jelentene.

A konzultáció során véleményt formálók egyértelműen a LIBOR-jegyzések folytatása mellett érveltek, hivatkozva az esetleges átállás jogi kihívásaira,<sup>13</sup> a LIBOR globális szerepköréből fakadó nemzetközi koordinációs nehézségekre és az alternatíva hiányára. A jövőben a LIBOR-t a Wheatley-jelentés készítői a szakértői megítélés helyett sokkal inkább a tranzakciós adatokra kívánják építeni, ennek ugyanakkor rövid távon egyértelmű piaci korlátai vannak.

<sup>12</sup> Hasonló okból marasztalta el Japánban 2011 decemberében a pénzügyi felügyelet a Citigroupot, illetve a UBS-t. Esetükben a büntetés kisebb volt, csak az árjegyzésből történő 1, illetve 2 hetes kizárásra ítélték őket.

<sup>13</sup> A magánjogi szerződésekben is széles körben alkalmazott referenciakamat megváltoztatása nehézségekbe ütközik.



### A Wheatley-jelentés 10 pontos LIBOR-reformterve

- Szabályozás bevezetése** a kötelező árjegyzésre, az árjegyzők személyének kiválasztására (jóváhagyott árjegyzők), a polgári jogi és büntetőjogi szankciókra, valamint a hiteles és független ellenőrzés biztosítása a brit pénzügyi szolgáltatásokról szóló törvényben (Financial Services and Markets Act, 2000) 2013-tól, amennyiben a brit jogalkotó jóváhagyja.
- A referenciakamat kibocsátására** a Brit Bankszövetség (BBA)<sup>14</sup> helyett új entitás kiválasztása, amely az árjegyzések gyűjtéséért, publikációjáért, illetve felügyeletéért felelne. Az új entitást tendereztetés útján kell kiválasztania a szabályozó hatóságok által kijelölt független tesztületnek.
- A referenciakamatot kibocsátó új entitás felelőssége** a transzparencia és a referenciakamathoz való szabad hozzáférés biztosítása érdekében a jegyzések ellenőrzése, statisztikai vizsgálata és a rendszeres monitorozása, hogy a LIBOR a piaci igényeket hatékonyan és hitelesen elégítse ki.
- Tranzakciós adatok használatának elvárása** a Wheatley-jelentés alábbi árjegyzési irányelveinek megfelelően. Az árjegyzéseket az alábbi sorrendben kötelesek bankközi tapasztalataik alapján meghatározni az árjegyzők, elsődlegesen a tranzakciós adatokra támaszkodva:
  - **árjegyző bank tranzakciói**
    - fedezetlen bankközi piacon,
    - egyéb fedezetlen piacon (CD, CP),
    - egyéb piacon (OIS, repo, FX-forward, kamat futures és opciók, jegybanki műveletek);
  - **árjegyző bank megfigyelései más felek által kötött ügyletekre a felsorolt piacokon;**
  - **árjegyző bank által kapott piaci jegyzések a felsorolt ügylettípusokra;**
  - **szakértői vélemény, amennyiben nem áll rendelkezésre tranzakciós adat.**
- A referenciakamat-kibocsátó új entitás új eljárásrend bevezetésére köteles**, amely tartalmazza a tranzakciós adatok felhasználásával kapcsolatos irányelveket, a rendszer- és ellenőrzési elvárásokat az árjegyzőkkel szem-

ben, az árjegyzések nyilvántartásának szabályozását (árjegyző neve, kommunikáció más partnerekkel, tranzakciós adatok) és az árjegyzők rendszeres külső auditjára vonatkozó elvárást.

- Futamidők és devizák felfüggesztése.** A BBA köteles felfüggeszteni az árjegyzéseket, illetve azok publikációját azon futamidőkre és devizákra, amelyek esetében nem áll rendelkezésre kereskedési adat. A változtatásokat 1 éven belül el kell végezni. A Wheatley-jelentés az AUD-, CAD-, DKK-, NZD-, SEK-jegyzések megszüntetését és a 4, 5, 7, 8, 10, 11 hónapos lejáratok jegyzésének felfüggesztését javasolja. Az 1 és 2 hetes, 2 és 9 hónapos futamidők jegyzésének felfüggesztését megfontolás tárgyává tennék. Így a LIBOR-jegyzések napi száma 150-ről 20-ra csökkenhetne. Az implementálás kérdéseiről azonnali konzultációt kell kezdeni az árjegyzőkkel.
- Egyedi árjegyzési adatok publikációja 3 hónapos késleltetéssel**, ezzel is csökkentve a jegyzések stigmahatásából fakadó kockázatokat. (A stigmahatás leírása megtalálható a cikk *Aktuális nemzetközi gyakorlat a referenciakamatok megállapítása során* című részében.)
- Árjegyzők számának növelése**, szükség esetén a kötelező részvétel jogszabály általi előírásával is az árjegyzői panel reprezentativitásának növelése érdekében.
- LIBOR-felhasználók ösztönzése**, hogy vizsgálják meg, gazdasági céljaikra tekintettel valóban a LIBOR-e a legmegfelelőbb referenciakamat az adott jogviszonyban, vagy alternatív referenciakamatok használata lenne indokolt, illetve készüljenek fel a LIBOR-jegyzések esetleges szüneteltetésének esetére.
- Egyeztetés az európai és nemzetközi hatóságokkal.** Az Egyesült Királyság hatóságai a nemzetközi intézményekkel szorosan együttműködve vitatják meg a LIBOR mint nemzetközi referenciakamat jövőjét és a hatékony globális benchmarkok kialakításának elveit.

### Alternatív referenciakamatok bevezetésének kérdései

A Wheatley-jelentés tervezetében részletesen felsorolták azokat az elvárásokat, amelyeknek eleget kell tennie a referenciakamatoknak (reprezentativitás, hozamgörbe rövid végének lefedése, naprakészség, hitelkockázat, standardizáltság, mély és likvid piacok, hosszú idősorok, érdekelttség a részvételre stb.). A szóba jövő, alternatív referen-

<sup>14</sup> BBA: British Banker's Association – Brit Bankszövetség, a LIBOR-jegyzések jelenlegi felelőse.

ciakamat előállítására alkalmas piaci szegmensek közül (fedezetlen hitelezés, kincstárjegyek, repók, jegybanki eszközök kamata, CD-k és CP-k) a jelentés tervezetében alapvetően a kincstárjegyeket és az OIS- (*overnight indexed swap, egynapos indexált kamatcsereügylet*) piacokat értékelték olyan piaci szegmenseknek, amelyek a fedezetlen bankközi piac lehetséges alternatíváiként szolgálhatnak.

A konzultáció során a legtöbben az OIS-piacot<sup>15</sup> tartották lehetséges referenciakamatnak. Az OIS-ügyletek esetében a hitelkockázat lényegesen kisebb, így a kamatjegyzések alacsonyabbak. A LIBOR-ra hivatkozó pénzügyi szerződések közül talán legfontosabb kamatderivatíva-szerződések árazásához ugyanakkor nem szükséges az, hogy a referenciakamat a hitelkockázatot is tartalmazza. Érdekes ennek kapcsán a Dániában végrehajtott 2012. szeptemberi módosításokra is felhívni a figyelmet: a hatóságok ugyanis a jelzáloghitek árazásához egy OIS típusú referenciakamat (CITA) használatát javasolták a bankközi referenciakamat (CIBOR) helyett. Dániában a 2012. szeptemberi felügyeleti vizsgálatok kizárták a manipuláció lehetőségét, ugyanakkor súlyos hiányosságként állapították meg, hogy a piaci jegyzések valós tranzakciók hiányában nem kellően alátámasztottak. Az árjegyzői szerepkört a Dán Bankszövetségtől a Dán Pénzügyi Felügyeleti Hatóság veszi át, amennyiben a szabályozási javaslat zöld utat kap. Dániában a CITA mögött valós tranzakciós adatok vannak, szemben a HUFONIA OIS-swappal, amely jegyzéseken alapul.

## A BUBOR felülvizsgálatának első lépései

### A szeptemberben indított PSZÁF-témavizsgálat a belső kontrollokra, BUBOR-kitettségre fókuszál

A PSZÁF 2012. szeptember 10-én kezdett a BUBOR-árjegyzésekre irányuló témavizsgálatot, reagálva a LIBOR-árjegyzésekkel kapcsolatos kritikákra. A témavizsgálat várhatóan néhány hónapot vesz igénybe.

### A BUBOR a valós piaci viszonyokat követi, a rövid távú jegybanki kamatlépéseket viszont nem jelzi előre

A BUBOR-árjegyzésekről az elmúlt években több empirikus jegybanki elemzés is készült. 2009-ben az MNB a Pénzpiaci Konzultatív Fórumon megvitatta a bankközi forintpiacok likviditásának és a bankközi referenciakamatok információ-tartalmának alakulásával kapcsolatos elemzését a kereske-

delmi bankok likviditáskezelőivel. Az elemzés kitért a különböző piaci szegmensek forgalmára és hozamainak összehasonlítására, emellett a BUBOR kapcsán érzékelt hatások miatt az ügyletkötési kötelezettség lehetőségét is felvetette az MNB. (A konzultáció vitaindító anyagáról lásd Kuruc-Pintér, 2009; a jegyzőkönyvről lásd MNB, 2009.)

Pintér-Pulai (2009) MNB-szemlében megjelent cikke a piaci kamatvárakozások számszerűsítése során a BUBOR-árjegyzéseket az egyéb pénzpiaci hozamokhoz, az állampapír-piaci, swap-, illetve elemzői várakozásokhoz hasonlította. Az elemzés megállapította, hogy a BUBOR korlátozott információ-tartalma azt eredményezi, hogy a bankközi piaci eszközök hozamából becsült hozamgörbe pontosabb képet ad a várakozásokról, ha a BUBOR-jegyzések adatait nem használjuk fel.

A pénzügyi termékek árazásába történő erős beágyazottsága mellett a BUBOR a piaci kamatvárakozások tekintetében is kulcsfontosságú szerepet tölt be, ezért az MNB számára a BUBOR jegyzési folyamatának megbízhatósága és ezen keresztül a BUBOR-ban rejlő információ-tartalom torzítatlansága a monetáris politika alakításánál is lényeges kérdés.

A rövid távú piaci kamatvárakozások kinyerésének jegybanki gyakorlatában – a hazai pénzpiaci instrumentumok sajátosságai miatt<sup>16</sup> – a BUBOR és az arra épülő kamatderivatívák használata vált a legelfogadottabbá. A BUBOR-ban egészen 2008 decemberéig – a partner- és likviditási kockázati prémium hatásán túl – markánsan jelen volt a piaci szereplők jegybanki alapkamatra vonatkozó várakozása. A 2004 és 2006 közötti kamatcsökkentési ciklus alatt a 3 hónapos BUBOR és az aktuális alapkamat különözete erős volatilitás mellett a negatív tartományban tartózkodott, ami jól mutatta a lazítási ciklusra irányuló várakozást. Ehhez hasonlóan a 2006 közepén elindult szigorítási periódusban, illetve az azt megelőző közel háromnegyed éves szinten tartás idején is nagyrészt a várakozások alakították a bankközi hitelkamatokat, ezt mutatja az erősen ingadozó pozitív BUBOR alapkamat-különbszet (3. ábra).

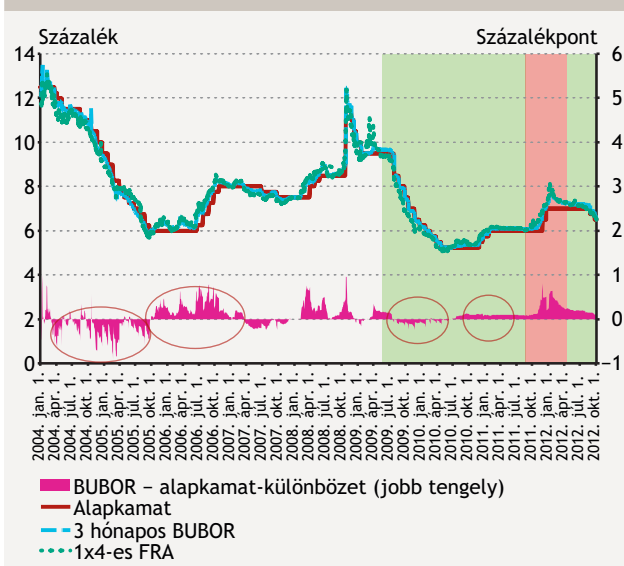
Ez az időszak a 2008 őszen bekövetkezett rendkívüli kamatemelés környékén lezárult, és a válság hatására a lecsökkent likviditás és megemelkedett partnerkockázat következtében a rövid távú kamatvárakozások tekintetében a BUBOR megbízhatósága jelentősen csökkent. A beadott jegyzések viszonyítási pont hiányában egyre kevésbé utaltak a szereplők várakozásaira. A turbulens időszakot követően a BUBOR tulajdonképpen az alapkamat alakulását követte le, a korábban megfigyelt BUBOR alapkamat-diffe-

<sup>15</sup> Az OIS-piacok nemzetközi tendenciáiról és a forintban denominált HUFONIA-swappiacról részletes elemzést ad Erhart-Kollarik (2011) tanulmánya.

<sup>16</sup> A diszkontkincstárjegy-hozamokban a szuverén kockázati prémium, illetve piaci likviditási prémium nehezíti a kamatvárakozások megbízható meghatározását, míg az OIS-piac itthon viszonylag friss szegmens, a kereskedés nem tekinthető aktívnek.



**3. ábra**  
Az alapkamat és a kapcsolódó pénzügyi piaci változók alakulása



rencia ingadozása minimálissá zsugorodott. A BUBOR-ban fellelhető kamatvárakozások eltűnését látványosan szemlélteti az, hogy 2010 közepétől lényegében kisimult a BUBOR és az irányadó ráta különbsége, a konstans minimális különbség egyfajta beragadt likviditási kockázatként fogható fel (3. ábra, első zöld sáv).

A 2009 óta megfigyelt összefüggés átmenetileg megváltozott 2011 végén, amikor látványosan elszakadt a BUBOR az alapkamattól. Ez az időszak egybeesett a december elején beindult kamatemelési ciklussal, a BUBOR alapkamat-különbség megemelkedett szintje a januári tartást követően is fennmaradt (3. ábra, piros és második zöld sáv). Mindez azt mutatta, hogy a BUBOR információtartalma megváltozott a 2009 óta tartó időszakhoz képest.

A kétszer 50 bázispontos kamatemelést, illetve a 2012. január eleji turbulenciát követően a 3 hónapos BUBOR foko-

zatosan csökkent, mígnem április elején a BUBOR alapkamat-különbözete 20-25 bázispont környékén stabilizálódott. Ezt az eltérést inkább egy, a korábrinál magasabb szinten állandósult likviditási prémiumként lehet értelmezni, mintsem egy újabb kamatemelés árazásaként, miután az egyéb pénzügyi eszközök (FRA, DKJ) ebben az időszokban nem utaltak a kamatkörnyezet várt megváltozására.

A BUBOR-ban megtestesülő kamatvárakozási információ legújabb „tesztje” az augusztusi, illetve szeptemberi kamatcsökkentések idejére tehető, amikor nyár végén az FRA-piaci szereplők elkezdtek árazni az év második felére a monetáris lazítást, és az elemzők körében is felerősödött a csökkentéssel számoló tábor. A kamatcsökkentési várakozás ezzel szemben a BUBOR-ban lényegében nem mutatkozott. Az augusztusi és a szeptemberi kamatcsökkentést a 2009 és 2011 közötti időszakban tapasztalt módon (első zöld sáv), egy-egy azonnali ugrással reagálta le a BUBOR, amit jól mutat, hogy a BUBOR alapkamat-különbsége az időszak során minimálisan változott, és továbbra is a konstans prémiumot foglalta magában.

Összességében a BUBOR önmagában továbbra sem tekinthető alkalmas rövid távú piaci kamatvárakozási indikátornak, és a legutóbbi hónapokban hasonló módon viselkedik, mint 2009–2011 között. Mindezek mellett a kamatfixing rendkívül mérsékelt ütemű csökkenése némileg megnehezíti a referenciakamatra épülő FRA értelmezését, mivel nem kizárt, hogy az enyhülő jegyzésekben némiképpen a kamatvárakozások is megjelennek. Az sem kizárt, hogy ez inkább a bankközi piac likviditási feszültségének enyhülését tükrözi.

A bemutatott két nagy (a 2008-as globális pénzügyi turbulencia előtti, illetve utáni) időszak eltérő BUBOR-jegyzési gyakorlatának kvantitatív vizsgálata is hasonló következtetésre vezet. A 3 hónapos BUBOR idősora erősen autoregresszív tulajdonságokat mutat, így egy AR(1)<sup>17</sup> folyamat jól megragadja a referenciakamat szintjének alakulását. Amennyiben a jegybanki kamatszint változásának egynapos

**5. táblázat**  
A 3 hónapos BUBOR szintjére felírt OLS-regresszió eredménye, ahol a magyarázó változók a BUBOR elsőrendű késleltetett értéke, illetve a kamatszint változásának szintén elsőrendű késleltetettje

Minta időszak	Függő változó	Magyarázó változók		Becelesi statisztikák	
	BUBOR (3 hó)	BUBOR (3 hó) (1. késleltetett)	Kamatlépés	Mód. R <sup>2</sup>	F statisztika
2004. november– 2008. október	Együttható	0,996	0,111	0,998	0,00
	P érték	0,000	0,000		
2008. november– 2012. október	Együttható	0,998	0,770	0,999	0,00
	P érték	0,000	0,000		

<sup>17</sup> Az AR(1) egy autoregresszív folyamat, ahol az idősort az előző napi értékével magyarázzuk. Ebben az esetben  $X_t = c + \lambda X_{t-1} + \varepsilon_t$ , ahol  $X_t$  a t. megfigyelés,  $\lambda$  a hozzá tartozó együttható,  $c$  konstans,  $\varepsilon_t$  az egyenlet hibatagja.

késleltetettjét is bevesszük az OLS<sup>18</sup> regresszióba, jól látszik, hogy a 2008. október előtti időszakban jóval alacsonyabb együttthatót vesz fel a változó, mint a Lehman bedőlése utáni, jelenleg is tartó szakaszban. Mindez azt mutatja, hogy a válság kirobbanása előtti időszakban jóval kisebb hatása volt a tényleges kamatdöntéseknek a BUBOR szintjére, mint 2008 novemberétől kezdve, vagyis nagyobb mértékben árazta a 3 hónapos BUBOR a várt kamatlépéseket. Az 3. ábrán besatírozott zöld időszakokban a kamatdöntések nyomán jellemzően lépcsőzetesen változott a BUBOR fixing mértéke, azaz a várakozási elem sokkal kevésbé dominált (erre utal a kamatlépés 0,77-es együttthatója az 5. táblázatban).

Aktuális vizsgálatunk összességében megerősíti a Magyar Nemzeti Bank korábbi publikus elemzési eredményeit, amelyek alapján a BUBOR-árjegyzések hosszabb időszakok átlagában a valós piaci kondíciókat mutatják, ugyanakkor 2009 óta – a jegybanki kamatcsökkentések, illetve emelések időszakában – csak korlátozottan képesek a kamatlépések rövid távú előrejelzésére.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

EUROPEAN COMMISSION (2012): *Consultation Document on the Regulation of Indices*. 5 September 2012. [URL](#).

ERHART SZILÁRD–KOLLARIK ANDRÁS (2011): A HUFONIA bevezetése és az egynapos indexált swap- (OIS) piacok nemzetközi tapasztalatai. *MNB-szemle*, április. [URL](#).

GYNTELBERG, J.– P. D. WOOLDRIDGE (2008): Interbank Rate Fixings during the Recent Turmoil. *Quarterly Review*, March, BIS. [URL](#).

HORVÁTH Cs.–KREKÓ J.–NASZÓDI A. (2004): Kamatátgyűrűzés Magyarországon. *MNB-füzetek*, 2004/8. [URL](#).

KOCSIS ZALÁN–CSÁVÁS CSABA–MÁK ISTVÁN–PULAI GYÖRGY (2012): *Kamatderivatíva piacok Magyarországon 2009 és 2012 között a K14-es adatszolgáltatás tükrében*. Kézirat, Magyar Nemzeti Bank.

KURUC EMESE–PINTÉR KLÁRA (2009): *A bankközi forintpiacok likviditásának és a bankközi referenciakamatok információ-tartalmának alakulása*, Pénzügyi Konzultatív Fórum, 2009. október 1. [URL](#).

MAGYAR FOREX TÁRSASÁG (2012): *Hivatalos BUBOR szabályzat*. 2012. dec. 01. [URL](#).

MAGYAR NEMZETI BANK (2009): *Emlékeztető a Magyar Nemzeti Bank Pénzügyi Konzultatív Fórumáról*. [URL](#).

MAGYAR NEMZETI BANK (2012): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, november. [URL](#).

MUTKIN, L.–E. LIN (2012): *What Future for Libor?*. Morgan Stanley Research, London. [URL](#).

PINTÉR K.–PULAI Gy. (2009): Kamatvárakozások számszerűsítése piaci hozamokból: aktuális kérdések. *MNB-szemle*, július. [URL](#).

WHEATLEY REVIEW, THE (2012a): *The Wheatley Review of LIBOR: Initial Discussion Paper*. August. [URL](#).

WHEATLEY REVIEW, THE (2012b): *The Wheatley Review of LIBOR: Final Report*. September. [URL](#).

<sup>18</sup> Az OLS (legkisebb négyzetek módszere) egy olyan lineáris regressziós módszer, amely során a hibatagok négyzetösszegét minimalizáljuk.

# Felcser Dániel: Hogyan reagáljon a jegybank az áfaemelésre?

Áfaemelésnél emelkedik a gazdaságban az árszint, ahogy a vállalatok áthárítják az adóemelés hatását. Ez technikai értelemben azt jelenti, hogy a fogyasztóiár-index egy évig megemelkedik, ezt hívjuk első körös hatásnak. Amennyiben azonban a gazdasági szereplők várakozásai nem tökéletesen racionálisak, vagy nem hiteles a jegybank inflációs célja, fennáll annak a veszélye, hogy a szereplők az áfaemelés miatti emelkedést az inflációban tartósnak vélik, és hosszabb távon is az áfaemelés előttinél magasabb jövőbeli inflációra számítanak. Ebben az esetben a bérek és a várakozások emelkedésében is megjelenhet az adóemelés hatása, ez utóbbi, áttételes folyamatot nevezük másodkörös hatásnak. A legjobbnak tekinthető nemzetközi jegybanki gyakorlat szerint a monetáris politika átnéz az egyszeri árszintemelő sokkokon, de törekszik a másodkörös inflációs hatások semlegesítésére. Azonban azokban az országokban, ahol az áfaemelést megelőzően nem teljesült az inflációs cél, a jegybankok inkább reagálnak a közvetlen árszintemelő intézkedésekre is, illetve a várakozások horgonyzottságával kapcsolatos kockázatok hangsúlyosan megjelennek a jegybanki kommunikációban. Mivel Magyarországon az infláció tartósan meghaladta a célt, fennáll annak a lehetősége, hogy a folyamatosan érkező költségsokkok beépültek az inflációs várakozásokba, és erősebb másodkörös hatásokat okozhatnak.

## BEVEZETÉS

Napjainkban a fejlett országok és számos feltörekvő ország jegybankja az árstabilitás fenntartását jelöli meg elsődleges céljaként. A modern közgazdasági elmélet szerint ugyanis a monetáris politika a gazdasági környezet kiszámíthatóságának fenntartásával, az árstabilitás biztosításával és a pénzügyi rendszer stabilitásának megőrzésével tud legjobban hozzájárulni a jólét növeléséhez. Számos jegybank ehhez az ún. rugalmas inflációs célkövetés keretét választotta. Az inflációs célkövetés (*inflation targeting, IT*) olyan monetáris politikai stratégia, amelyben a jegybank elsődleges célja, az árstabilitás megvalósítására a nyilvánosan bejelentett inflációs cél elérésével törekszik. A jegybank ekkor is igyekszik mérsékelni a különböző forrásokból származó és a társadalmi jólétet csökkentő gazdasági volatilitást, kihasználva, hogy az inflációs célkövetés kellően rugalmas stratégiát biztosít a számára. Ennek is köszönhető, hogy az IT nemzetközileg sikeresnek bizonyult a magas infláció letörésében és a várakozások horgonyzásában.<sup>1</sup>

Az árstabilitás fenntartását a gazdaságot érő sokkok nehezítik, amelyek eltéríthetik az inflációt a kívánatos szinttől. A monetáris politika válaszlépése függ attól, hogy mi áll az

infláció változása mögött, ezért figyelembe kell venni a sokkok természetét és a jegybank árstabilitás melletti elkötelezettségének hitelességét. Ha a sokk ellentétes irányba hat az inflációra és a kibocsátásra (ún. kínálati sokk), akkor csak jelentős reálgazdasági áldozat árán lehetne ellensúlyozni a sokk rövid távú inflációs hatását, ezért a jegybankok ilyenkor az árstabilitás középtávon történő elérésére törekednek. Hiteles monetáris politika mellett a jegybank jobban eltekinthet az átmenetinek gondolt kilengések semlegesítésétől, mert a gazdasági szereplők hisznek a jegybank elkötelezettségében, ezért az infláció későbbi mérséklődésére számítanak. Az átmeneti megugrás így nem fejt ki tartósabb hatást a vállalatok árazásában. Amennyiben azonban a gazdasági szereplők várakozásai nem tökéletesen racionálisak, vagy nem hiteles a jegybank inflációs célja, fennáll annak a veszélye, hogy a szereplők az egyszeri sokk miatti emelkedést az inflációban tartósnak vélik, és hosszabb távon is magasabb jövőbeli inflációra számítanak. Ebben az esetben a bérek és a várakozások emelkedésében is megjelenhet az adóemelés hatása, ez utóbbi, áttételes folyamatot nevezük másodkörös hatásnak. A másodkörös hatás tartósan magasabb inflációhoz vezethet, ami – minden más változatlansága mellett – határozottabb monetáris politikai választ tehet szükségessé.

<sup>1</sup> Az inflációs célkövetés korábban jellemzően a kis nyitott gazdaságok rezsimje volt, 2012 elején azonban két globálisan jelentős jegybank, az amerikai Federal Reserve és a Bank of Japan is újabb lépést tett az inflációs célkövetés felé (bővebben lásd Felcser-Lehmann, 2012).

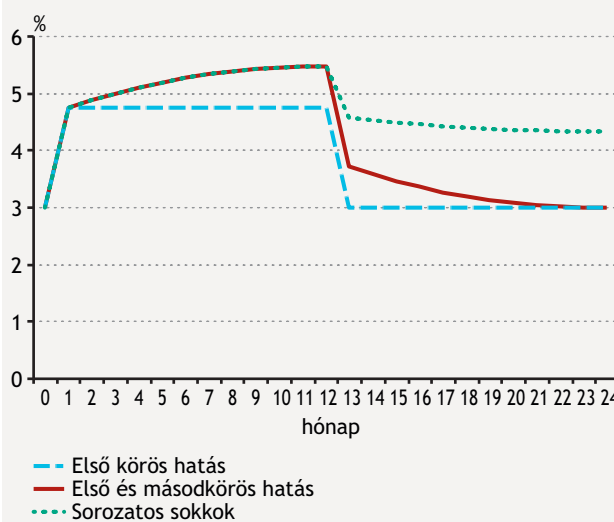
Az indirekt adók közé tartozó általános forgalmi adó (áfa) változása olyan speciális kínálati sokknak tekinthető, amelynél a forrás, az időpont és a sokk kezdeti nagysága (az adókulcs változása) is könnyen beazonosítható.<sup>2</sup> Áfaemelésnél növekszik a gazdaságban az árszint, ahogy a vállalatok áthárítják az adóemelés hatását, de fogyasztási típusú adóként alapesetben nem jár a vállalati költségstruktúráján keresztül továbbgyűrűző hatással.<sup>3</sup> Ez technikai értelemben azt jelenti, hogy a fogyasztóiár-index egy évig megemelkedik, ezt hívjuk első körös hatásnak, 12 hónap múlva viszont kiesik az egyszerű árszintemelő hatás az éves árindexből. Egyszeri adóintézkedés esetén a másodkörös hatás kockázata alacsonyabb lehet, mint a tipikus költségsokknoknál (pl. olajár-emelkedés). Így hiteles monetáris politika mellett a jegybank jellemzően eltekinthet az áfaemelés inflációs hatásának semlegesítésétől. Ha azonban gyakori a fogyasztásiadó-kulcsok átrendezése, akkor nagyobb valószínűséggel léphet fel a fent említett másodkörös hatás, ami monetáris politikai reakciót tehet szükségessé.

A következőkben különböző forgatókönyvek segítségével bemutatjuk egy áfaemelés lehetséges hatásait, ezután áttekintjük a nemzetközi tapasztalatokat, végül kitérünk az aktuális magyar helyzet sajátosságaira.

## A JÓ, A ROSSZ ÉS A CSÚF

Az áfa emelkedése miatt jelentősen nőhet az árindex, miközben az adóváltozás közvetlen hatásától szűrt infláció mérsékelt marad, ami monetáris politikai és kommunikációs szempontból is kihívás elé állítja a jegybankot. Ahogy a korábbiakban említettük, a monetáris politikai válasz alapvetően függ attól, hogy az áfaemelés milyen inflációs következményekkel jár. Ennek illusztrálására a továbbiakban először egy egyszeri áfaemeléssel belül különböztetünk meg két esetet, aszerint, hogy a sokk jár-e másodkörös hatással vagy sem. Példánkban egy áfaemelés hatására az infláció az első időszakban közel két százalékponttal megemelkedik, ahogy az adóváltozás hatása azonnal megjelenik az árakban (1. ábra).<sup>4</sup> Feltételezzük, hogy az áfasokk előtt teljesült a jegybank inflációs célja, és nem éri egyéb inflációs sokk a

1. ábra  
Inflációs forgatókönyvek áfaemelés után  
(év/év indexek)



gazdaságot, azaz a jegybank kizárólag az áfaemelés inflációs hatásával szembesül. Ezután megvizsgáljuk, hogy ehhez képest milyen kockázatokat hordoz, ha egyszeri alkalom helyett sorozatosan érik a sokk a gazdaságot.

Az első esetben az áfaemelés csak első körös hatással jár: az érintett termékkör árszintje megemelkedik, és tartósan magasabb szinten marad, míg az infláció – horgonyzott várakozások mellett – egy év elteltével ismét a jegybank inflációs céljára csökken, amint az áfaemelés hatása kiesik az éves árindexből. Az infláció céltól vett eltérését a gazdasági szereplők átmenetinek gondolják, ezért árazási és bérézési döntéseiket a középtávú céllal összhangban hozzák meg. Az ilyen átmeneti inflációs sokkokat a jegybankok jellemzően nem ellensúlyozzák. Emellett szól, hogy a sokk közvetlen inflációs hatása átmeneti, és mire a monetáris politikai lépés kifejthetné hatását, a sokk hatása már lecsengene, a monetáris szigorítás pedig felvetné az inflációs cél alullovésének kockázatát. Ellene szól ugyanakkor, hogy a célnál magasabb infláció hatására a várakozások horgonyozottsága gyengülhet, és idővel másodkörös hatás

<sup>2</sup> Más ársokk is eredhetnek kormányzati intézkedésekből, de a cikkben az áfaemelésekre koncentrálunk azok fent említett tulajdonságai mellett azért is, mert a vizsgált inflációs célkövetést folytató jegybankok (IT jegybankok) is jellemzően erre hivatkoztak kommunikációjuk során.

<sup>3</sup> A fogyasztást terhelő adók emelése közvetlenül emeli a fogyasztói kosár adóváltozás hatálya alá eső részének az árát, valamint közvetlenül (például az aggregált keresletre gyakorolt hatáson keresztül) is befolyásolhatja a fogyasztói árakat. Így amikor áfaemelés előtt a háztartások az alacsonyabb adókulcs miatt előrehozták fogyasztásuk egy részét, az egyszeri megemelkedő kereslet is magasabb árszinthez vezethet. Fontos kiemelni, hogy Gábor-Reiff (2006) Magyarországra kapott eredményei szerint az áfaemelés és az áfacökkentés hatása nem szimmetrikus. A továbbiakban az áfaemelés esetére fókuszálunk.

<sup>4</sup> A példában eltekintünk attól, hogy a vállalatok már előre – a bejelentés és a tényleges áfaemelés közötti időszakban – is beépíthetik az áfaemelést az árakba, többek között az árváltoztatás költségének és a piaci verseny mértékének a függvényében. Ez történt a 2007-es és 2012-es cseh áfaemelés idején, amikor – a cseh jegybank elemzése szerint – a rövid távon jelentkező inflációs hatás több mint fele megjelent az árakban az adóemelés előtti 2-3 hónap során (CNB, 2012). Magyarország vonatkozásában egy korábbi kutatás nem talált erre utaló jeleket (Gábor-Reiff, 2006). Ezenkívül az áfaemelés rövid távon jelentkező hatása meg is haladhatja az árszínvonal hosszabb távú emelkedését, mivel az üzletek egyes későbbre tervezett áremeléseket már az áfaemelés okozta áremeléssel egy időben végrehajthatnak.

jelentkezhet. Azaz minél erősebbnek feltételezhető a vára-  
kozások középtávú horgonyzottsága, illetve a monetáris  
politika hitelessége, annál inkább megengedheti magának a  
jegybank, hogy eltekintsen a sokk elsődleges inflációs hatá-  
sának ellensúlyozásától.

A második, kedvezőtlenebb esetben az egyszeri árszint-  
emelkedés mellett másodkörös hatás is fellép. Míg a jegy-  
bank az áfasokk közvetlen inflációs hatásának ellensúlyozá-  
sától eltekinthet, a másodkörös hatás megjelenése monetá-  
ris politikai lépéseket tehet szükségessé. A másodkörös  
hatás szorosan kapcsolódik a gazdasági szereplők inflációs  
várakozásaihoz. Ha a vállalatok arra számítanak, hogy az  
infláció tartósan meg fogja haladni a célt, akkor nagyobb  
mértékben emelhetik áraikat, mint egyébként tennék. Ha a  
munkavállalók számítanak tartósan cél feletti inflációra,  
akkor a jövedelmük vásárlóértékének megőrzése érdeké-  
ben magasabb nominális bérköveteléseket fogalmazhatnak  
meg. A béremelések kigazdálkodása is arra sarkallhatja a  
vállalatokat, hogy emeljék termékeik árát. Eközben a jöve-  
delmek emelkedése a magasabb fogyasztáson keresztül  
szintén inflációs nyomáshoz vezet. A jövőbeli inflációra  
vonatkozó várakozások megemelkedése tehát hatással  
lehet a gazdasági szereplők árazási és bérezési magatartá-  
sára, összességében nagyobb mértékben és tartósabban  
emelkedik az infláció, mint az első esetben, és minden más  
változatlanúsága mellett nagyobb monetáris szigorításra  
lehet szükség az infláció letörése érdekében.

Tovább ronthatja a képet, ha egyszeri sokk helyett sorozat-  
os áfaemelések tartják magasan az inflációt, növelve a  
másodkörös hatás kialakulásának kockázatát. Az egyszeri  
árszintemelő sokkokat viszonylag ritka eseményeknek szo-  
kás tekinteni, amelyeknél az inflációt a jegybank céljától  
felfelé eltérítő költségsokkok bekövetkezésének valószínűsége

megegyezik a lefelé ható sokkokéval (a sokkok szim-  
metrikusak), így várhatóan nem épülnek be a szereplők  
inflációs várakozásába. Ha azonban gyakori a fogyasztási-  
adó-kulcsok átrendezése, akkor felerősödik annak a kocká-  
zata, hogy a gazdasági szereplők nem ritka és átlagosan  
nulla hatású sokként gondolnak ezekre a kormányzati lépé-  
sekre, és másodkörös hatás lép fel. A monetáris politika  
tehát nem feltétlenül tekinthet el az áfasokk semlegesí-  
tésétől, amennyiben ezek a sokkok gyakoriak és egy irányba  
történnék – például a direkt és az indirekt adók közötti  
átrendezés miatt.

A fentiek alapján az áfaemelésre adott optimális monetáris  
politikai válasz függ attól, hogy a monetáris politikai dön-  
téshozók mennyire bíznak az inflációs várakozások horgony-  
zottságában. Az inflációs várakozásokat jellemzően felmé-  
résekkel próbálják számszerűsíteni, különböző mérési prob-  
lémák miatt azonban nehéz megbízható mutatószámokat  
előállítani.<sup>5</sup> Általánosságban, minél inkább átmenetinek  
tekinthető a sokk és minél kevésbé kell tartani másodkörös  
hatástól, annál kevésbé kell a monetáris politikának reagál-  
nia.

## NEMZETKÖZI TAPASZTALATOK

A válság során több olyan ország is emelt a (főként stan-  
dard) áfakulcson, ahol a jegybank inflációs célkövetést  
folytat. Az adóemelés az esetek többségében cél feletti  
inflációt eredményezett, mert az árszint megugrása 12  
hónapig magasán tartotta az árindexet. A korábbiak alapján  
elmondható, hogy a jegybankok az infláció átmeneti meg-  
ugrása helyett jellemzően a másodkörös hatás kockázatára  
koncentrálnak. A jegybanki reakciók ugyanakkor széles  
spektrumot ölelhetnek fel. Ennek bemutatására összesen  
hat áfaemelésre adott monetáris politikai választ vizsgál-

1. táblázat Kiemelt áfaemelések az elmúlt években			
Ország	Mikor emelt?	Mennyit emelt?	Monetáris politikai válasz
Csehország	2010. január 1.	1 százalékpont (általános)	A másodkörös hatások kockázatát elhanyagolhatónak ítélték, nem volt kamatemelés.
	2012. január 1.	4 százalékpont (alacsonyabb kulcs)	
Egyesült Királyság	2010. január 1.	2,5 százalékpont (standard kulcs)	A várakozási kockázat visszatérő elem lett a kommunikációban.
	2011. január 4.	2,5 százalékpont (standard kulcs)	
Románia	2010. július 1.	5 százalékpont (standard kulcs)	Megállt a korábbi kamat- csökkentési ciklus.
Lengyelország	2011. január 1.	1-2 százalékpont (különböző kulcsok)	Hozzájárult a szigorításhoz.

<sup>5</sup> A lakossági várakozásokat például torzíthatja, hogy a háztartások hajlamosak nagyobb súlyt rendelni a gyakrabban vásárolt termékekhez, mint amelyek az élelmiszerek és a benzín.



tunk az elmúlt évekből a régiós jegybankokban és a Bank of Englandnél (1. táblázat).

A cseh jegybank nem reagált az áfaemelésekre, a másodkörös hatás kockázatát elhanyagolhatónak ítélte 2010-ben és 2012-ben egyaránt. 2010-ben az inflációs előrejelzés rövid távon kismértékben emelkedő inflációt mutatott, a monetáris politika horizontján azonban teljesült a cél, az adóhatásokról szűrt infláció pedig alulról közelített a célhoz. Míg januárban a cseh döntéshozók egyhangúlag a kamattartás mellett döntöttek, februárban a vártnál – részben módszertani okból – alacsonyabb infláció hatására már lefelé mutató inflációs kockázatot láttak, és csökkentési szándékok is megjelentek a tanácsban. A 2012-es áfaemelés idején már átmenetileg 3 százalékos fölé emelkedő árindexszel számoltak, ami így számottevő mértékben meghaladta a Česká národní banka (Cseh Nemzeti Bank) 2 százalékos célját, 2013 elejére azonban célra csökkenő árindexet várnak. Az adóhatásokról szűrt infláció az előrejelzés szerint a teljes horizonton a cél közelében alakult. Felfelé mutató inflációs kockázatot az élelmiszerárak alakulásában láttak, összességében kiegyensúlyozott volt a tanács kockázati megítélése. Az inflációs várakozásokban és a bérekben esetleg megjelenő másodkörös hatásokat elhanyagolhatónak tartották, amit anekdotikus információk és a várakozások alakulása is megerősített. A májusi inflációs jelentésük kockázati pályájában további áfaemeléssel számoltak, de – a múltbeli tapasztalatokra és a visszafogott konjunktúrára alapozva – még ekkor sem számítottak érdemi másodkörös hatásokra.

Az elsőként vizsgált egyesült királyságbeli áfaemeléskor, 2010 elején – amely az áfa 2008 végi csökkentése utáni visszaemelés volt – voltak arra utaló jelek, hogy az áfaemelés begyűrűzése valamivel nagyobb lehet az előzetesen vártnál. Emellett az üzemyagár-emelkedés is fűtötte az inflációt. Amennyiben az infláció tartósan, évekig meghaladja a célt, a várakozások is emelkedni kezhetnek – de a Bank of England összességében kevés bizonyítékot látott arra, hogy a háztartások vagy a pénzügyi szereplők inflációs várakozásai jelentősen változtak volna 2009 második felében. A kihasználatlan kapacitások árazásra gyakorolt fegyelmező ereje mellett az árfolyamgyengülés és az áfaemelés hatásának kifutása után az előrejelzések cél alá csökkenő inflációt jeleztek. Monetáris szigorításnak így nem látták szükségét.

2011 elején az infláció jelentősen a cél felett alakult, az ismét emelkedő standard áfakulcs, valamint a magasabb energia- és importárak következtében. A tanács megítélése szerint a középtávú inflációs kockázatok is nőttek (Bank of England, 2011). Ahogy a jegybank kiemelte, ebben a környezetben kulcsfontosságú, hogy a gazdasági szereplők mennyire támaszkodnak a múltbeli inflációra várakozásaik

kialakításánál, illetve milyen hosszúnak gondolják azt a horizontot, amelyen a Bank of England várhatóan ismét teljesíteni tudja célját. A Bank of England kommunikációjában tehát – a huzamosan cél feletti inflációra való tekintettel – visszatérő elemként hangsúlyozta a másodkörös hatások kockázatát. A háztartások inflációs várakozásai már a korábbi hónapokban emelkedni kezdtek, ezzel szemben a vállalkozások várakozásai, a pénzügyi árból származtatott várakozások, illetve a bérek növekedése stabil maradt. Az áfaemelés végül 2012 elején kiesett a bázisból, a beérkező adatok jelentősen mérséklődő inflációt jeleztek, ami mérsékelte a várakozási kockázatot.

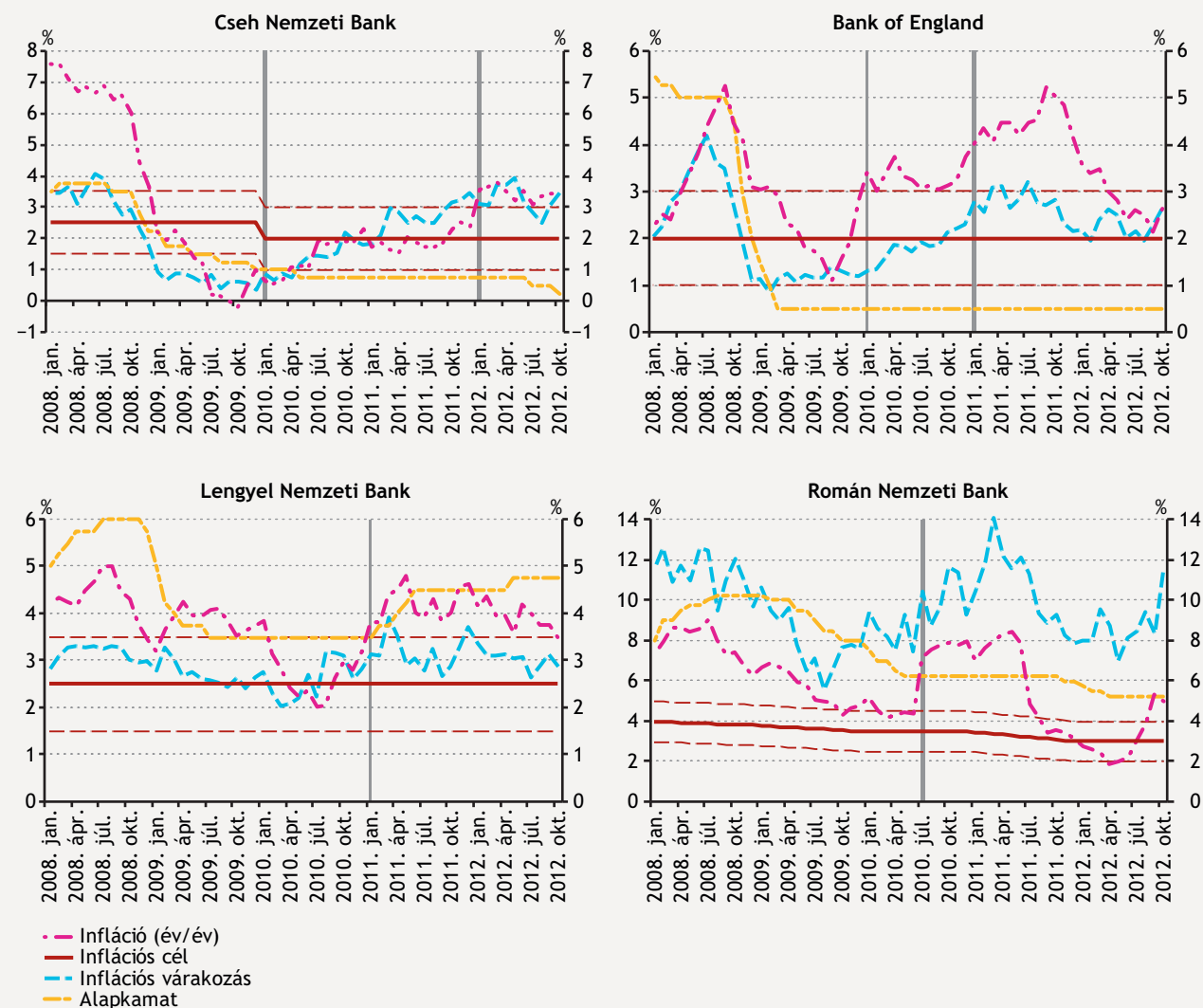
A fenti esetekben közös, hogy a két országban feltételezhető az inflációs várakozások horgonyozottsága. Ahol az inflációs cél hosszabb időszak átlagában teljesült, kevésbé aggódtak a másodkörös hatások miatt, és „átnéztek” az infláció egyszeri megugrásán. Azokban az országokban azonban, ahol nem teljesült az inflációs cél, a jegybankok inkább reagáltak a közvetlen árszintemelő intézkedésekre is, az adóváltoztatás így kamatlépésekre is hatást gyakorolt.

Az egyik ilyen jegybank a Banca Națională a României (Román Nemzeti Bank), amelynek döntéshozó testülete 2010. június végi ülésén felhagyott az év elején elkezdett kamatcsökkentési ciklussal, amelynek keretében addig összesen 175 bázisponttal csökkentette az alapkamat szintjét. A döntést főként az áfaemelés miatt várhatóan emelkedő infláció és a várakozások horgonyzásának igénye motiválta, hogy ezzel elkerülhető legyen a másodkörös hatás megjelenése a fogyasztói árakban. A jegybank az infláció jelentős, ám átmeneti megugrása mellett a nyár folyamán folyamatosan hangsúlyozta, hogy törekszik a másodkörös hatások mérséklésére és az inflációs várakozások alacsony szinten történő horgonyzására. A negatív kibocsátási rés inflációt mérséklő hatását figyelembe véve célra csökkenő inflációt vártak 2011 végére, miután az adóváltoztatás első körös hatása kiesik az árindexből. Középtávon azonban felhívták a figyelmet az emelkedő várakozásokon keresztül jelentkező másodkörös hatás kockázatára. A kockázat megmaradt a vártnál némileg alacsonyabb szeptemberi inflációs adat ellenére, az alapkamat pedig nem változott többet 2010 során. Az áfaemelés első körös hatása egy év elteltével kifutott, így az infláció 2011 szeptemberére cél körüli szintre, 3,5 százalékra süllyedt. Ezt követően a tanács novemberben újabb kamatcsökkentési ciklusba kezdett.

A Narodowy Bank Polski (Lengyel Nemzeti Bank) kamatelésének motivációi között szerepelhetett az inflációs várakozások emelkedésétől való félelem. A lengyel infláció 2011 eleji emelkedése mögött nagyrészt az áfaemelés, a mezőgazdasági nyersanyagárak és az olajár globális emelkedése,

2. ábra

Az infláció, a várakozások és az alapkamat alakulása a vizsgált országokban



Megjegyzés: Függgőleges vonallal a vizsgált áfaemeléseket jelöltük. Szaggatott vonal jelzi az inflációs cél körüli toleranciaintervallumot. Az inflációs várakozások az Európai Bizottság felméréseiből vannak számszerűsítve Gábrriel (2010) alapján.  
 Forrás: IFS, MNB, nemzeti jegybankok és statisztikai hivatalok.

valamint a szabályozott árak növekedése állt. Az inflációval párhuzamosan a maginfláció és a háztartások inflációs várakozásai is emelkedést mutattak. A tanács már januárban egy 25 bázispontos kamatemelés mellett döntött az inflációs kockázatokra hivatkozva. Az infláció emelkedése miatt fennállt annak a lehetősége, hogy a várakozások magasabb szinten ragadnak, további monetáris szigorítást indokolva. Következő, március eleji ülésén a tanács ezt még nem látta indokoltnak: megítélése szerint a januári kamatemelés a visszafogott konjunktúrális helyzettel, a moderált vállalati bérnyomással és az emelkedő munkanélküliséggel együtt kellően mérsékelte az inflációs kockázatokat. Áprilisban azonban már látszott, hogy a maginfláció és a várakozások tovább emelkedtek, a beérkező reálgazdasági adatok alapján pedig keresleti oldalról növekvő inflációs nyomásra lehetett számítani. A fentiek miatt a tanács a

monetáris szigorítás folytatása mellett döntött, hogy ezzel mérsékelje a középtávon cél feletti infláció kockázatát. A várakozások jelenlegi horgonyozottságában szerepet játszhatott az infláció emelkedésére válaszul indított kamatemelési ciklus. A horgonyzottabb várakozások azt is jelentik, hogy a legutóbbi kamatcsökkentés kisebb inflációs kockázatokkal járhat.

A vizsgált országok inflációs múltjában szembeötlő, hogy jellemzően azokban az esetekben tartották szükségesnek a határozottabb monetáris politikai reakciót, ahol a korábbi időszakban nem teljesült az inflációs cél, és emiatt nagyobb volt az inflációs várakozások emelkedésének kockázata (2. ábra). Ezzel szemben ahol sikerült teljesíteni a célt, ott jobban bízhattak a várakozások horgonyozottságában, és így kevésbé kellett tartani másodkörös hatástól.

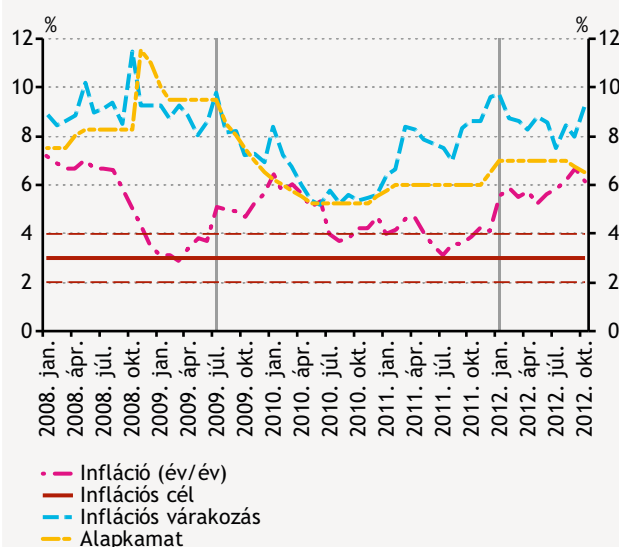
## MAGYAR HELYZETÉRTÉKELÉS

Magyarországon már hosszú ideje és jelentősen cél fölött tartózkodik az infláció. A folyamatos inflációs cél 2007 eleji bevezetése óta az infláció átlagosan 5 százalék felett alakult. A KSH által számolt, az indirekt adók változásának azonnali, közvetlen hatását kiszűrő ún. változatlan adótartalmú árindex átlagosan mintegy 1 százalékponttal volt alacsonyabb az időszak során, azonban még így is meghaladta a 3 százalékos célt. A döntéshozók megítélése szerint az inflációs cél teljesülésének értékelésekor a váratlan hatásokból fakadó ingadozásokat is figyelembe kell venni, ezért a 3 százalékos céltől legfeljebb  $\pm 1$  százalékponttal eltérő fogyasztóiár-index utólag elfogadható az árstabilitás szempontjából. Az időszak háromnegyedében azonban az így kapott 4 százalékos felső határ felett volt az infláció. Az adósúrt fogyasztóiár-indexnél 40 százalék alatti ez az arány, ami szintén nem elhanyagolható, és egyúttal jól mutatja az indirektadó-emelések fontosságát az infláció alakulásában.

Tartósan cél feletti infláció hatására veszélybe kerülhet a várakozások horgonyozottsága. A kockázat abból fakad, hogy a gazdasági szereplők a jegybank célját számottevően meghaladó inflációt érzékelve arra a következtetésre juthatnak, hogy a jegybank jobban tolerálja a rövid távú inflációs eltéréseket, vagy kétely merülhet fel a jegybank elkötelezettségével vagy képességével kapcsolatban, hogy középtávon visszatereli az inflációt a célra (Macallan et al., 2011). Emiatt emelkedhetnek inflációs várakozásaik, ami végül árazási és bérezési döntéseikben is megjelenik. Minél erősebb a jegybank hitelessége, azaz minél hosszabb időre visszatekintve volt képes az árstabilitás fenntartására, a fenti kockázat annál kisebb valószínűséggel realizálódik.

Nemzetközi tapasztalatok is azt mutatják, hogy a céltól való tartós eltérés megemeli az inflációs várakozásokat, melyek csak akkor kezdenek csökkenni, ha az infláció ismét a cél közelébe kerül (Corder-Eckloff, 2011). A kutatási eredmények alapján a rövid és középtávú inflációs várakozások lassabban mozdulnak el, mint az infláció, és fokozatosan visszatérnek korábbi szintjükre, miután az infláció is visszatér a célra. A (középtávú) várakozások visszatérése azonban időigényes folyamat. A vizsgált – a céltól tartósan eltérő inflációt mutató – esetek felében az infláció legfeljebb 9 negyedéven keresztül tért el a kitűzött inflációs céltól – ettől a magyar érték számottevően magasabb. Ez is abba az irányba mutat, hogy Magyarországon jelentős a kockázata annak, hogy az inflációs várakozások nem horgonyoztak, hiszen a monetáris politika az elmúlt 5 év során nem tudta tartósan a 3 százalékos célja körül stabilizálni az inflációt (3. ábra). Ezt sugallják Gábrriel (2010) eredményei is, ame-

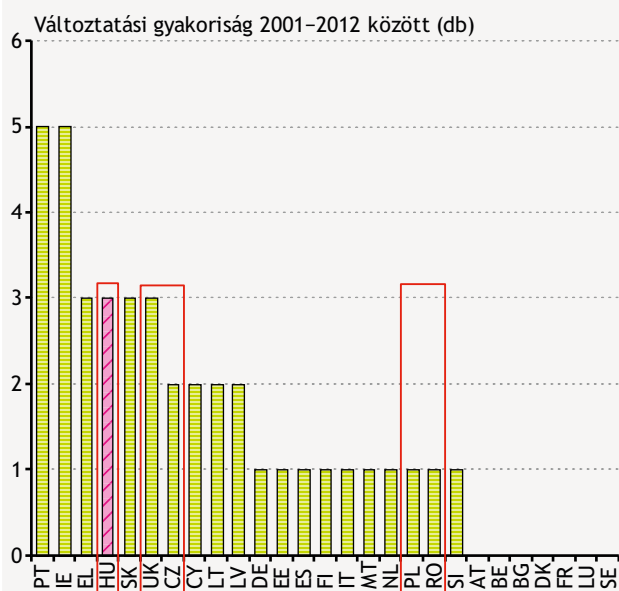
3. ábra  
Az infláció, a várakozások és az alapkamat alakulása Magyarországon



Megjegyzés: Független vonallal a vizsgált áfaemeléseket jelöltük. Szaggatott vonal jelzi az inflációs cél körüli toleranciaintervallumot. Az inflációs várakozások az Európai Bizottság felméréséből vannak számszerűsítve Gábrriel (2010) alapján.

Forrás: IFS, MNB.

4. ábra  
A standard áfakulcs változtatásának gyakorisága az Európai Unió országaiban 2001–2012 között



Megjegyzés: A vizsgált országokat kiemeltük.

Forrás: Európai Bizottság.

lyek szerint Magyarországon a várakozási sokkok fontos szerepet játszottak az infláció volatilitásának magyarázatában, valamint az infláció és a bérek alakulásában is. Ez alapján a jegybank inflációs célja feltehetően nem koordi-



mértékben a gazdasági szereplők várakozásait, így nagyobb a valószínűsége annak, hogy az átmeneti inflációs sokkok másodkörös hatással járnak.

A magas infláció mögött részben a gyakori és jelentős költségcsökkentések állnak: az elmúlt években egymást követték Magyarországon az élelmiszer- és olajár-emelkedések, az inflációs hatású adóintézkedések. Nemzetközi viszonylatban is gyakorinak számít a magyar áfakulcsok változtatása, így a standard adókulcs kiugróan magas volatilitása sem járulhatott hozzá a kiszámítható gazdasági környezet, így a stabilan horgonyzott inflációs várakozások kialakulásához (4. ábra). Ez alapján fennáll annak a veszélye, hogy a korábban bemutatott forgatókönyvek közül a sorozatos sokkokat tartalmazó valószínűleg meg.

## KÖVETKEZTETÉSEK

Az illusztratív forgatókönyvek és a nemzetközi tapasztalatok alapján kirajzolódik az áfaemelésre adott tipikus jegybanki reakció: mivel horgonyzott inflációs várakozások mellett feltételezhető, hogy az árszintet közvetlenül emelő kormányzati intézkedéseknek nincs tartós inflációs hatása, a monetáris politika nem reagál rájuk, semlegesíti azonban a bérekben és várakozásokban megjelenő esetleges másodkörös hatásokat. A legjobb nemzetközi jegybanki gyakorlat mögött az a feltevés húzódik meg, hogy az árszintemelő sokkok viszonylag ritkák és szimmetrikusak. Ezen a feltevésen múlik az, miszerint a jegybankok joggal gondolhatják, hogy az ilyen sokkok nem épülnek be a szereplők inflációs várakozásába. A magyar esetben szólnak azonban érvek amellyel, hogy nagyobb lehet a másodkörös hatás kockázata. Egyrészt, a tartósan cél feletti infláció és a felmérések eredményei alapján kérdéses az inflációs várakozások cél

körül horgonyozottsága. Másrészt, az elmúlt években a gazdasági szereplők számára megszokottá válhatott a hazai fogyasztásiadó-kulcsok átrendezése, ezért indokolható, hogy ne ritka és átlagosan nulla hatású sokként gondoljanak az árszintemelő kormányzati lépésekre.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

BANK OF ENGLAND (2011): *Minutes of the Monetary Policy Committee meeting 12 and 13 January 2011*.

CNB (2012): *Inflation Report, I/2012*, Czech National Bank.

CORDER, MATTHEW-DANIEL ECKLOFF (2011): International evidence on inflation expectations during Sustained Off-Target Inflation episodes. *Quarterly Bulletin*, Q2, Bank of England, pp. 111–115.

FELCSER DÁNIEL-LEHMANN KRISTÓF (2012): A Fed inflációs célja és a bejelentés háttere. *MNB-szemle*, október, Magyar Nemzeti Bank, pp. 28–37.

GÁBRIEL PÉTER (2010): Household inflation expectations and inflation dynamics. *MNB Working Papers*, 2010/12, Magyar Nemzeti Bank.

GÁBRIEL PÉTER-REIFF ÁDÁM (2006): Az áfakulcsok változásának hatása a fogyasztóiár-indexre. *MNB-szemle*, december, Magyar Nemzeti Bank, pp. 14–20.

MACALLAN, CLARE-TIM TAYLOR-TOM O'GRADY (2011): Assessing the risk to inflation from inflation expectations. *Quarterly Bulletin*, Q2, Bank of England, pp. 100–110.

# Martonosi Ádám: Tényezők az alacsony hazai beruházás hátterében

*A gazdasági válság kitörését követően az elmúlt négy évben korábban sosem látott mértékű visszaesést láthattunk a nemzetgazdasági beruházásokban. Az erőteljes csökkenés eltérő mértékben, de a gazdaság minden szektorában jelentkezett. A beruházások alakulása kulcsfontosságú a magyar gazdaság felzárkózásában, mivel a tőkeállomány megújulása és bővülése meghatározza a termelőkapacitások nagyságát, ezen keresztül pedig a gazdasági kibocsátás mértékét. Az állami szektor és a háztartások beruházásainak elmaradása elsősorban rövid távon mérsékli a bruttó hazai termék alakulását, míg a vállalati beruházások csökkenése, az aggregált kereslet közvetlen csökkenésén túl a közép- és hosszú távú potenciális növekedési lehetőségeinket is visszaveti.*

*Elemzésünkben régiós összehasonlításban, szektorális és ágazati bontásban vizsgáljuk a beruházási folyamatok alakulását a válság kitörését megelőző évektől kezdődően, elsősorban a válság időszakára fókuszálva.*

*Régiós összehasonlításban már a válság kitörését megelőzően is kedvezőtlen irányba haladtak a hazai beruházási folyamatok, a beruházási ráta a bruttó hazai termék arányában fokozatosan mérséklődött. A 2006-os kiigazítás jelentősen visszafogta a kormányzati beruházásokat, ezzel párhuzamosan a kedvezőtlenebbé váló keresleti feltételek a vállalati beruházások általános csökkenését eredményezték. Mindezek eredményeként a válság kitörésekor, régiós összehasonlításban a legalacsonyabb beruházási rátával rendelkezett Magyarország. 2008 után a nagymértékű gazdasági visszaesés, a tartósan gyengébb keresleti kilátások, az állami és magánszektor jelentős mérlegalkalmazkodási kényszere, a banki hitelaktivitás erőteljes visszazorulása együttesen a beruházások érdemi csökkenését eredményezték. Magyarországon a lakossági felhalmozás csökkenése nemzetközi összehasonlításban is jelentős volt, az állami beruházási ráta – elsősorban a gyorsuló uniós forrásfelhasználásnak köszönhetően – stabil maradt az elmúlt években. A vállalati beruházások csökkenése főleg a belföldre termelő és szolgáltató ágazatok körében bizonyult jelentősnek, míg az exportáló vállalati kör beruházási teljesítményét feldolgozóipari nagyberuházások érdemben növelték, így ebben a szegmensben kedvezőbb a beruházási kép.*

## BEVEZETÉS

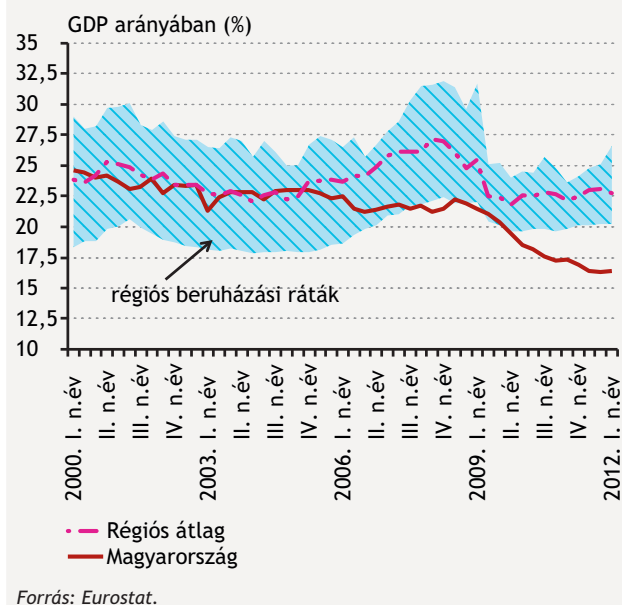
A nemzetgazdasági beruházások alakulása több szempontból kiemelt fontosságú. Egyrészt a térség országaiban az aggregált kereslet 20-25 százalékát a megvalósuló beruházások jelentik, így jelentősen hozzájárul a GDP rövid távú alakulásához. Másrészt a beruházások révén bővül és megújul a hazai tőkeállomány. A gazdaság potenciális növekedését a rendelkezésre álló munkaerő, a felhasználható termelőeszközök mennyisége<sup>1</sup> és ezek felhasználásának hatékonysága együttesen határozzák meg. Így a beruházás a gazdaság kínálati oldalán elsősorban a közép- és hosszú távú gazdasági növekedés alapja. Éppen ezért fontos annak

a megértése, hogy az elmúlt évek beruházási aktivitása mögött milyen alapfolyamatok húzódnak meg, a válság mely csatornákon keresztül hatott kedvezőtlenül, mi határozta meg és határozza meg a jövőben a gazdaság egyes szereplőinek beruházásokkal kapcsolatos döntéseit és mennyire tűnik tartósnak ez a kedvezőtlen folyamat.

Magyarországon a 2000-es években tapasztalt dinamikus beruházásbővülés az elmúlt évtized közepére megszakadt (1. ábra). A 2006-os költségvetési kiigazítást követő két évben a lassuló gazdasági növekedést már csupán visszafogott beruházási dinamika támogatta. A globális gazdasági válság kitörését követően azonban 1995 óta nem látott

<sup>1</sup> A tőkeállomány szintjének alakulásában a beruházások mellett az amortizációnak is fontos szerepe van. Ebben az írásban a beruházási folyamatok megértésére fókuszálunk.

1. ábra  
Beruházási ráták alakulása régiós összehasonlításban



mértékben csökkentek a nemzetgazdasági beruházások, 2009 első negyedévéől kezdődően széles körű, a gazdaság minden szegmensét érintő érdemi visszaesését láthattuk. A hazai visszaesés mértéke nemzetközi összehasonlításban is erőteljes, régiós összetételben a szomszédos országoknál kedvezőtlenebb helyzetben vagyunk.

A cikkben arra keressük a választ, hogy nemzetközi összehasonlításban, elsősorban a régió országait vizsgálva, hogyan alakult a válságot megelőzően és a válság során a beruházási aktivitás. Először azonosítjuk azokat a beruházási szempontból fontos csatornákat, amelyekeken keresztül az egyes szektorokat és gazdasági szereplőket érintette a válság, majd azt mutatjuk be, hogy az alkalmazkodási folyamat hol és milyen mértékben okozott tartós, trendszerű visszaesést vagy csak átmeneti, ciklikus jellegű korrekciót.

## BERUHÁZÁSOK ALAKULÁSA A VÁLSÁGBAN

A gazdasági recessziók során a beruházások általánosan prociklikusan viselkednek:<sup>2</sup> az aggregált kereslet visszaesése a felhalmozás jelentős csökkenésével párhuzamosan zajlik. A dekonjunkturális periódusokra jellemző ciklikus visszaesés mellett, a gazdasági növekedéssel kapcsolatos kilátások tartós romlása a korábban megfigyeltnél erőteljesebb alkalmazkodást és a beruházási alapfolyamatok visszaesését eredményezhetik.

A ciklikus visszaesés elsőként a szűkülő aggregált keresleten és a romló lakossági jövedelempozíción keresztül érezteti hatását. A növekvő munkanélküliség és mérséklődő reálbérek mellett a lakossági szereplők legelőször a beruházásait mérséklik, míg fogyasztásukat megtakarításaikon keresztül próbálják simítani. Amennyiben a recesszió jelentősebb lakáspiaci visszaeséssel is párosul, akkor a lakások csökkenése részben a hitelhez bevonható fedezet értékének csökkenésén, részben a banki portfólióminőség és így a jelzáloghitelzés szűkülésén keresztül is a lakosság beruházási aktivitásának mérséklődése irányába hat.

A vállalatok esetében a globális kereslet szűkülése első lépésben a vállalati profitok romlásában tükröződik, amit a termelés és a készletek csökkentésével ellensúlyoznak. A gyengébb kibocsátás a termelésben felhasznált inputok visszaesésével jár együtt, így a bérek visszafogásával és a munkaerő csökkenésével a humán tőke oldaláról, míg a termelési kapacitások kihasználtságának mérséklésével a termelő tőke oldaláról. A gazdaság átmeneti, ciklikus visszaesése esetén – a már válság előtt is kedvezőtlen profithelyzetben lévő cégek kivételével – a vállalatok jellemzően nem építik le tőkeállományukat. Ugyanakkor a beruházás mérséklődik, mivel a csökkenő kapacitáskihasználtság kisebb amortizációt és így kisebb pótlóberuházás-igényt jelent, így a kapacitásbővítések elhalasztásra kerülhetnek.

A fiskális beruházásokat a gazdaság ciklikus visszaesése esetén eltérő megfontolások alakíthatják. A válság előtt fegyelmezett költségvetési politikát folytató országok esetében több mozgástér van lazább fiskális politika folytatására. A költségvetés az aggregált kereslet élénkítésén keresztül részben ellensúlyozhatja a magánszektor gyengülő keresletét. Ilyenre láttunk példát a kedvezőbb kiinduló adósságállománnyal rendelkező országok között, például Németországban az roncsautóprogram keretében, de a régióban 2008 óta Szlovákia és Lengyelország<sup>3</sup> esetében is nőttek az állami beruházások a GDP arányában. A válságban erre sok országban nem volt lehetőség, mivel az állami eladósodottság mértéke a probléma szerves részének bizonyult, így a fiskális hatóságok maguk is költségvetési kiigazításra, és ezen belül az állami beruházások mérséklésére kényszerültek.

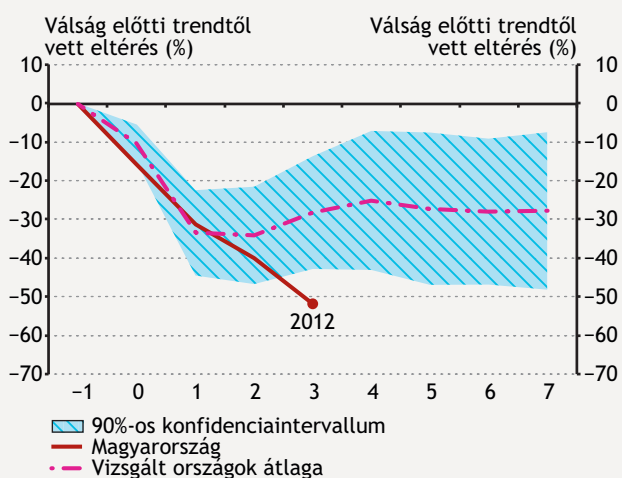
Az IMF pénzügyi válságokról gyűjtött tapasztalatai alapján (2. ábra) a beruházások a válság kitörését követően két évig csökkennek, majd a stabilizálódást követően a válság előtti megközelítő ütemben tovább bővülnek. Megvizsgálva a magyar adatokat, két fontos eltérést tapasztalhatunk: egyrészt a hazai beruházások esetében a nemzetközi tapasza-

<sup>2</sup> A térség és felzárkózó országok esetében ez jelentős volatilitással is párosul (Benczúr-Rátfai, 2005).

<sup>3</sup> Lengyelország esetében a 2012-es labdarúgó Európa-bajnokság infrastrukturális fejlesztései jelentették a beruházásbővítés motorját.

**2. ábra**  
Beruházások alakulása pénzügyi válságok alatt

(a magyar beruházások 2008–2012 között vannak ábrázolva)



Megjegyzés: Az ábrán a Magyarországra vonatkozó adatok a teljes bruttó állóeszköz-felhalmozás idősora, mely az utolsó adatpont esetében az MNB decemberi inflációs jelentésében bemutatott előrejelzést tartalmazza 2012-re.  
Forrás: IMF (2009), MNB.

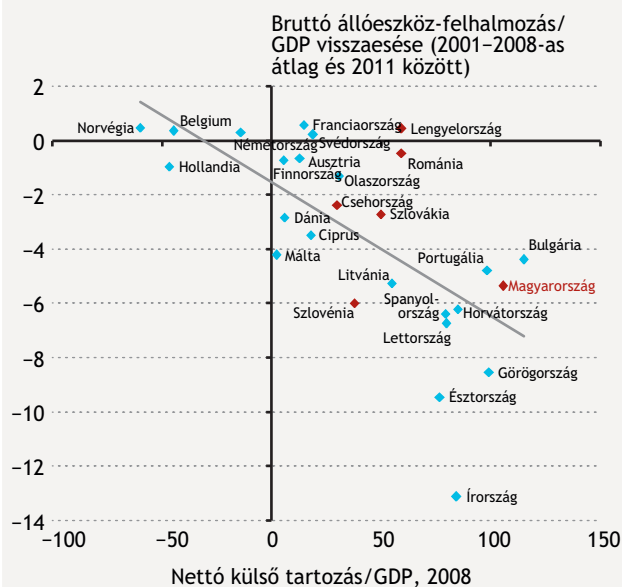
latokban megfigyelnél jelentősebb a válság előtti trendtől való eltérés, másrészt a hazai adatokban egyelőre nem látszik fordulat.

Európa sok országában az állam és/vagy a magánszektor túlzott adóssága bizonyult a probléma egyik fő forrásának, ami már nem csupán ciklikus beruházási visszaesésre utalhat, hanem trendszerű beruházáscsökkenést vetíthet előre a különböző szereplők elhúzó mérlegkiigazítása miatt. A következőkben bemutatjuk azokat az okokat, amelyek tartós beruházás-visszaesésre utalhatnak.

A megelőző évek-évtizedek túlköltekezése számos országban nagymértékű állam- vagy magánadósságot okozott, és 2008-at követően fokozatosan felerősödtek az ezek visszafizetésével kapcsolatos félelmek. Azokban az országokban ahol nagyobb volt az GDP-arányos adósság szintje, gyorsabb alkalmazkodás volt megfigyelhető, így jelentősebben csökkentek a beruházások (3. ábra).

Az általános bizalom meggyengülése egyrészt a meglévő adósságállomány refinanszírozását tette egyre költséesebbé vagy éppen lehetetlenné az államok számára, míg az Európai Unió belüli erősödő koordináció a korábbinál sokkal szigorúbb igényt támasztott az államháztartási folyamatok konszolidálására. Az Európai Központi Bank számos eszközzel próbálta a bajba jutott országok finanszírozási problémáit orvosolni, több ország jelenleg is él ezekkel az eszközökkel, ezzel együtt is azonban a válság előttinél magasabb finanszírozási költségekkel szembesülnek a súlyo-

**3. ábra**  
Adósság és beruházás kapcsolata nemzetközi összehasonlításban



Forrás: Eurostat.

san eladósodott országok. Ilyen környezetben azon államok, ahol fiskális kiigazításra került sor, maguk is részévé váltak a beruházási problémának, hiszen az állami beruházások szintjének tartós visszaesése hosszú távon mérsékelheti a beruházási rátát.

A háztartások eladósodottságának mértéke hasonlóan jelentős szerepet játszott az elmúlt évek beruházási aktivitásában. A válság előtt alacsony kamatokkal elérhető jelzáloghitelek Európa több országában a lakásberuházások gyors növekedését és több esetben ingatlanpiaci buborékok kialakulását (Spanyolország, Írország) okozták. A hitelezési feltételek szigorodása, a jövedelmi helyzet romlása és a lakásár-buborék kidurranása a legtöbb országban az építőipari ágazat termelésének jelentős visszaesésével járt, és a beruházások a korábbi időszak teljesítményének töredékére zsugorodtak. Bár Magyarország esetében ingatlanpiaci buborék kialakulásáról nem beszélhetünk, ám a gyors jelzálogfedezet melletti, jelentős részben devizában denominált lakossági eladósodás hazánkban is jellemző volt. A felhalmozott adósságok miatti lakossági mérlegalkalmazkodás az érintett országokban a válság kitörése óta zajlik, ám ennek üteme lassú és hosszú távon alacsonyabb beruházási rátát eredményez a válság előtti periódushoz viszonyítva.

A vállalati szféra esetében az eladósodottság mértéke kisebb problémát jelentett, így összehasonlítva a másik két szektorral, kisebb mérlegalkalmazkodási igény merült fel az adósságok leépítésével összefüggésben, így itt a ciklikus

csatornák erőteljesebben korlátozhatták a vállalatok beruházási aktivitását.

Az adósság mellett és ezzel szoros összefüggésben a második fontos szempont a finanszírozás kérdése. A beruházások jellemzően nagy hitelhányad mellett valósulnak meg, és a válság pénzügyi rendszert érintő negatív hatásai a gazdaság minden szereplője számára nehezzé vagy éppen lehetetlenné tették a forráshoz jutást, a finanszírozási költségek pedig számottevően megemelkedtek. A bankok és egyéb hitelintézetek esetében a hitelezési képesség gyengült, mivel a hitelportfóliókon elszenvedett veszteségek és a megmaradó portfólión történt negatív átértékelődések együttesen jelentősen rontották a banki mérlegeket. A szűkülő források és a bankok csökkenő kockázatvállalási hajlandósága jelenleg is erős korlátot jelent a magánszektor szereplőinek, akik így mérséklék beruházási aktivitásukat. Az államok esetében a forráshoz jutás némileg könnyebb, mint a magánszektor szereplői számára. Bár a korábbiaknál magasabb kamatok mellett, de a legtöbb ország esetében továbbra is lehet finanszírozási forrásokat bevonni az állampapírpiacokon keresztül, ahol pedig erre átmenetileg vagy tartósan nincs lehetőség, a nemzetközi szervezetek hitelcsomagjai jelentik a megoldást. Európában a felzárkózó országok, így hazánk számára is az uniós fejlesztési források jelenthetnek addicionális finanszírozást. Ezek a források jelentős részben beruházási céllal kerülnek az egyes ország között kiosztásra, és az alacsony önrész miatt részben képesek tompítani az állami és a magánszektor finanszírozási nehézségeit. Összességében azonban a válság előtti időszakhoz viszonyítva a pénzügyi rendszer hitelezési kapacitása gyengült, ami tartósan mérsékelheti a beruházási aktivitást mind a vállalati, mind a lakossági szektorban.

A tartós beruházási probléma harmadik eleme a gazdasági helyzettel kapcsolatos előre tekintő várakozások kérdésköre. Európában az adósság leépítésével küzdő állami és magánszektor csak igen lassan képes a gazdaság keresletoldali dinamizálására, ezt pedig tovább erősítik a pénzügyi rendszer oldaláról meglévő finanszírozási korlátok. Emellett a vállalkozások profitabilitását mérséklék a válságkezelés során növekvő vállalati adóterhek, a szabályozói környezet gyakori változása pedig a kiszámíthatóságot csökkentette, és a kockázatvállalási hajlandóságot mérsékli. Ezek együttesen a vállalati szféra számára kedvezőtlen üzleti környezetet teremtettek, ez pedig elsősorban a belföldre termelő és szolgáltató vállalati kör beruházásainak tartós elmaradását eredményezheti. Az exportra termelő vállalatok esetében kedvezőbb a helyzet, hiszen a világgazdaság más szereplői, elsősorban Ázsia a válság időszaka alatt is jelentős keresletet támasztott, de a globális lassulással kapcsolatos kockázatok az exportőr cégek esetében is a visszafogottabb

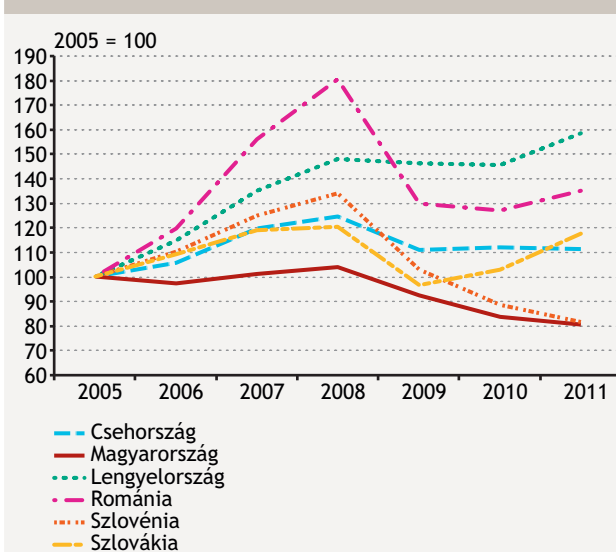
beruházási aktivitás irányában mutatnak, illetve az egyéb kockázatok (finanszírozás, adózás, szabályozói változások) a külső piacokra termelő vállalkozásokat is érintik.

## BERUHÁZÁSI FOLYAMATOK MAGYARORSZÁGON ÉS A RÉGIÓBAN

A magyar és a régiós országok gazdasági fejlettsége elmarad az uniós átlagtól. A felzárkózó országokra jellemző alacsonyabb egy főre jutó tőkeállomány és az alacsonyabb átlagos bérszínvonal együttesen magasabb várható hozamot biztosít a beruházók számára, így a tőkeállomány a fejlett országoknál gyorsabban bővíthet. A gazdasági válság kitörése azonban mérsékelte a felzárkózás ütemét, a beruházási ráta minden országban számottevően csökkent a régióban. Az alábbiakban megpróbáljuk azonosítani azokat a különbségeket és közös faktorokat, amelyek Magyarország és régiós társainak beruházási folyamataira jellemzőek.

Nemzetközi összevetésben a beruházások GDP-hez mért aránya alapján összemérhető, hogy egy adott ország bruttó hazai össztermékének mekkora részét fordítja tőkeállományának megújítására, bővítésére. A régiós országok közül, a 2000-es évek első felében csupán Lengyelország és Románia esetében láthatunk a hazainál alacsonyabb beruházási rátát. Magyarország azonban a válság kitörését megelőző években már elmaradt a régiós átlagtól, a különbség a válság kitörésekor mintegy 4-5 százalékpontnyi volt a kedvezőbb helyzetben lévő régiós szomszédokhoz viszonyítva (1. ábra). Fontos megjegyezni, hogy a válságot megelőző 2006-os kiigazítás önmagában egy százalékponttal mérsékelte a hazai beruházási ütemét, és az azt követő két évben már

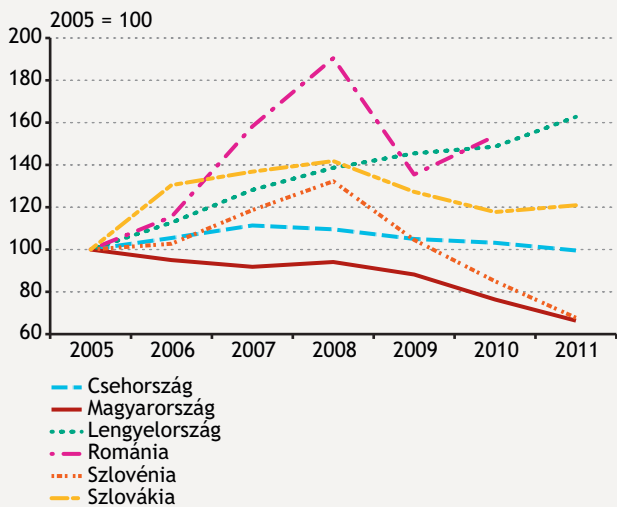
4. ábra  
Beruházások alakulása



Forrás: Eurostat, nemzeti statisztikai hivatalok.



**5. ábra**  
Épületjellegű beruházások



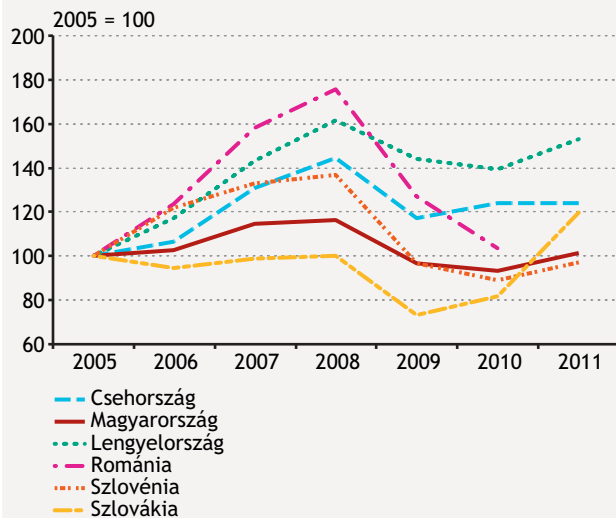
Forrás: Eurostat, nemzeti statisztikai hivatalok.

csak stagnálását láthattunk, míg szinte minden szomszédos országban egészen 2008-ig nőtt a beruházásokra fordított összeg a bruttó hazai termék arányában. 2009-ben mindenhol a beruházások jelentős visszaesését láthattuk. A 2010 óta zajló időszakban a régiós országok legtöbbször stagnált vagy nőtt a beruházás üteme, míg hazánkban 2011-ben 2005-höz viszonyítva mintegy húsz százalékkal volt alacsonyabb a beruházási aktivitás, ami Szlovéniával együtt a legalacsonyabb a régióban.

A régiós szomszédainknál hosszabb ideje alacsonyabb beruházási ráta már önmagában egy tartós beruházási problémára utalhat, kérdés hogy a gazdaság mely szegmenseiben látható ez az elmaradás. Ha megvizsgáljuk az anyagi-műszaki összetétel<sup>4</sup> szerinti bontását a beruházásoknak, erős kettősség rajzolódik ki, melyet a gazdaság különböző szektorainak (állam, lakosság, vállalat) eltérő viselkedésére utalhat.

Az épületjellegű beruházások dinamikája a válság után nagyon heterogén képet mutat a régióban (5. ábra). A hazai teljesítmény az egyik legkedvezőtlenebb, hasonló mértékű csökkenést csupán Szlovéniában láthattunk, ahol mindez gyorsabban és erőteljesebben zajlott le az elmúlt években. A gépberuházások esetében a 2009-es visszaesést követően hazánkban, Csehországban, Lengyelországban és Szlovéniában is lassú stabilizáció jelei láthatóak, míg Szlovákia dinamikusan bővítette kapacitásait (6. ábra). A magyar gépberuházások 2005-ös szintjükön állnak. Mindez arra utal, hogy

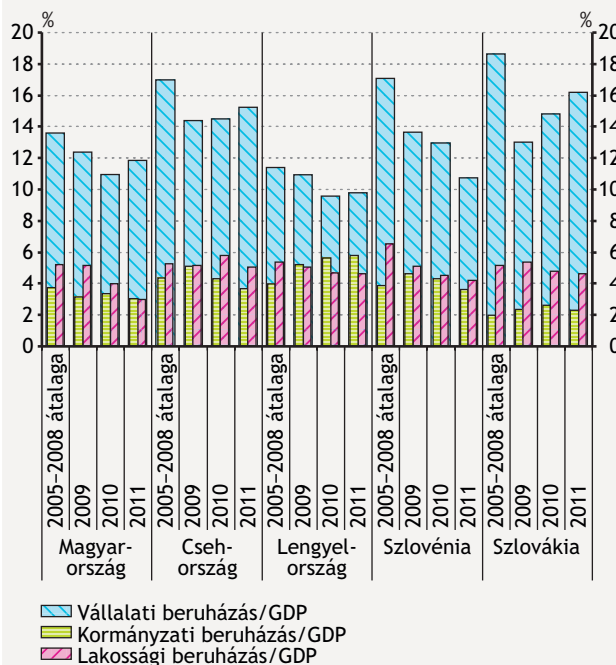
**6. ábra**  
Gépjellegű beruházások



Forrás: Eurostat, nemzeti statisztikai hivatalok.

már a válságot megelőzően alacsonyabb volt a hazai vállalatok beruházási teljesítménye, míg a válság során a vállalati beruházások tekintetében nem figyelhetünk meg a régiós átlagtól eltérő dinamikát.

**7. ábra**  
Szektorális beruházási folyamatok régiós összevetésben



Forrás: Eurostat, nemzeti statisztikai hivatalok.

<sup>4</sup> A beruházások két nagy csoportja az épületjellegű és gépjellegű beruházások, melyek az egész beruházási aktivitás 95-98 százalékát lefedik. A szektorok között az állam és a lakosság főképp épületjellegű beruházásokat hajt végre, míg az vállalati kör felhalmozási kiadásai döntő többségükben gépek és eszközök.



Áttérve az egyes szektorok részletes elemzésére, a beruházási célú kormányzati kiadások mérséklésében Csehország és Szlovénia járt az élen a válság kitörését követően, ezen országokban GDP-arányosan ötödével csökkent az állami beruházások aránya. Magyarországon és Romániában érdemben nem változott a kormányzati beruházások mértéke, fontos azonban megjegyezni, hogy hazánkban 2006 és 2008 között már lezajlott egy fiskális kiigazítás, ahol a beruházási célú kiadások GDP-arányos szintje harmadával csökkent. Lengyelország és Szlovákia azonban a válságtól függetlenül jelentősen növelte a GDP arányos állami beruházásait, a három év viszonylatában átlagosan ötödével bővültek a kiadásai.

Magyarországon az állami szektor a nemzetgazdasági beruházások 15-20 százalékát hajtja végre. Az államhoz tartozó beruházások széles kört ölelnek fel és a közvetlen állami

szerepvállaláson (központi szervek, önkormányzatok, állami vállalatok) túlmenően a piaci vállalati körben is megjelennek az állami körhöz tartozó beruházások (közszolgáltatók, kvázifiskális intézmények, PPP-programok, uniós beruházások). Általánosságban elmondható, hogy a legnagyobb részt az állami felhalmozási teljesítményéből az infrastrukturális fejlesztések hasítják ki, melyek a válságot megelőzően jelentős mértékben növelték a hazai beruházásokat. A 2006-os fiskális kiigazítás során jelentősen csökken a kormányzati beruházási ráta, amit főképp a korábbi jelentős infrastrukturális fejlesztések elmaradása okozott. A válság során, a kiadáscsökkentések az állam minden területén a beruházási tevékenységek visszafogását jelentették, ezzel együtt is azonban, a GDP-arányos állami beruházási ráta nem csökkent a válság előtti sinthez képest. Ennek oka elsősorban a jelentős uniós fejlesztési források beáramlása volt.

### Az európai uniós források szerepe a hazai beruházásokban

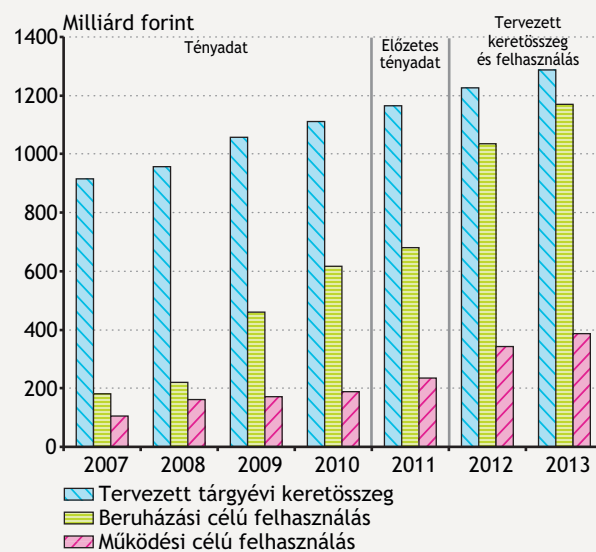
Magyarország több formában kap támogatást az Európai Uniótól. Beruházási szempontból elsősorban a költségvetésben megjelenő források kiemelt fontosságúak, ezek közül a Strukturális Alapokból, a Kohéziós Alapból érkező támogatások és a vidékfejlesztésre fordítható összegek jelentősek.

A 2004–2006 közötti időszakban jelentősen alacsonyabb mértékű támogatás állt Magyarország rendelkezésére, ám a 2007–2013 közötti időszakban bővültek az éves keretösszegek. A már eltelt időszak adatai alapján elmondhatjuk, hogy 2007–2008-ban mindössze a lehívható források egynegyedét sikerült felhasználni, ez az arány 2009-re már meghaladta az éves keretösszeg felét, 2010–2011-ben a felhasználás megközelítette tárgyévi keretösszeget, míg idén már várhatóan meg is haladja azt. Fontos hangsúlyozni, hogy az adott tárgyévi keretösszegek nem vesznek el, ha adott évben nem kerültek felhasználásra, az uniós szabályozás lehetővé teszi, hogy éveken túlnyúlóan felhasználhatóak legyenek a támogatások.

Az uniós források szerepe reálgazdasági oldalról elsősorban a nemzetgazdasági beruházások esetében fontos, hiszen a lehívható keretösszegek nagyságrendje az adott tárgyév beruházási teljesítményének 10-15 százalékát is elérheti. Fontos megjegyezni, hogy nem minden hazánkba érkező forrás fordítható bruttóállás-közfelhalmozásra, csak azon tételre szabad számba venni, melyek nem az intézményrendszer fenntartására és nem különböző humánpolitikai projektekre fordíthatók.

Az uniós források felhasználása nemcsak a szűk állami körhöz köthető, hanem a gazdaság minden ágazatában igényelhető. Beruházási szempontból elsősorban az infrastrukturális projektek finanszírozásához és vállalkozásfejlesztéshez lehet támogatást igényelni. Az állami beruházásoknál kiemelt jelentőséggel bírnak, mivel a költségvetési kiigazítás a kormányzati beruházási aktivitást erőteljesen az uniós forrásokból megvalósítható beruházások irányába terelte, így a fokozatosan csökkenő állami önerő mellett sem csökkent az elmúlt években a kormányzati beruházási ráta.

8. ábra  
Az uniós források tervezett és megvalósult felhasználása



Forrás: NGM.

A lakossági beruházások visszaesése, elsősorban Magyarországon és a Szlovéniában volt jelentős mértékű. 2008-hoz viszonyítva 35-40 százalékkal mérséklődött a GDP-arányos lakossági beruházási ráta 2011-re. Szlovákiában és Lengyelországban ehhez képest, kismértékű, 10-15 százalék közötti visszaesést láthattunk a hároméves időhorizonton, míg Csehország és Románia esetében a háztartások beruházásai nem estek vissza érezhető mértékben.

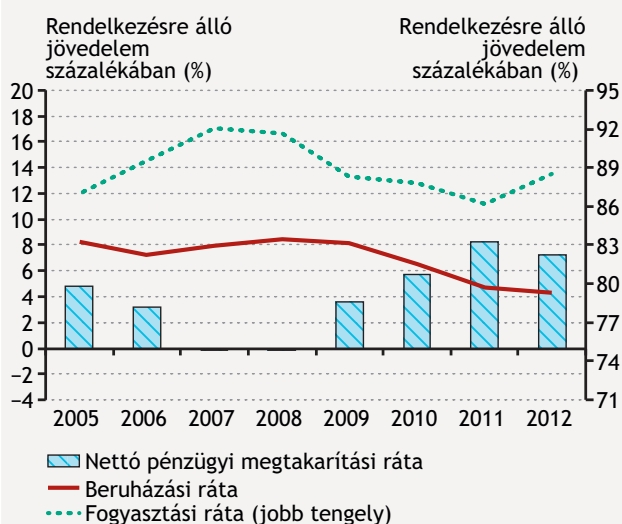
Magyarországon a lakossági felhalmozás az összberuházás 20-25 százalékát teszi ki, mely döntő részben<sup>5</sup> az ingatlanpiachoz kapcsolódik (új lakás vásárlása, régi ingatlan felújítása). Arányait tekintve a válság folyamán a lakossági beruházás visszaesése volt a legjelentősebb, a lakáspiac esetében 2011-re harmadára zsugorodott az évente átadott új lakások száma, mely a rendszerváltás óta látott legalacsonyabb szint. A kereslet drasztikus visszaesése a lakásárak tartós csökkenésével járt együtt.

A visszaesés több okra vezethető vissza. Egyrészt a hazai lakáspiacra a 2000-es évek elejétől erőteljes növekedés bontakozott ki, mely növekedés motorját kezdetben az államilag támogatott forint alapú lakáshitelprogram, később pedig a gyorsan felfutó devizahitelezés biztosította. A válság kitörését követően a forint árfolyama jelentősen gyengült és a devizában denominált lakáshitel-állomány jelentős többletterhet rótt a lakosságra. A törlesztési terhek megemelkedése mellett tovább romlott a háztartások jöve-

delempozíciója. Az aggregált kereslet visszaesésével párhuzamosan a vállalatok részben a bérek visszafogásával és a foglalkoztatottak leépítésével csökkentették költségeiket, így nőtt a munkanélküliség és csökkent a lakossági reáljövedelem. A háztartások első lépésben a fogyasztás gyors visszafogásával reagáltak a recessziós környezetre, majd 2009-et követően fogyasztási hányaduk stabilizálódott, enyhén emelkedett is egy kicsit. A beruházási rátában azonban tartós, trendszerű csökkenést figyelhetünk meg, a rendelkezésre álló jövedelem arányában felére csökkent a válság éveitől, így a beruházások elhalasztása a hazai háztartások egyik legfontosabb alkalmazkodási csatornájává vált. Ezeken túl a devizahitelezés teljes hatósági betiltása mellett a forinthitelezés is nagymértékben visszaszorult, ami szintén a lakásvásárlások visszaesését okozta (10. ábra).

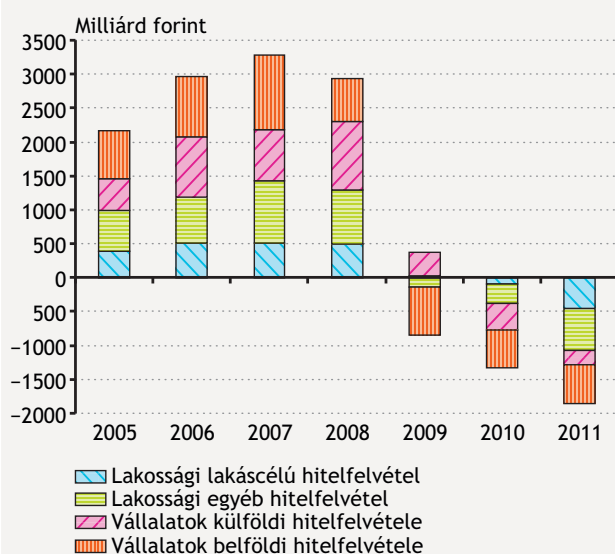
A vállalati beruházások a régiós országok összberuházásának mintegy 55-70 százalékát teszik ki, így a legnagyobb visszaesés jellemzően ezt a szektort érintette. A legkedvezőtlenebb kép Romániában és Szlovéniában rajzolódik ki ahol a vállalati kör beruházásai 2011-ben is tovább mérséklődtek, míg a többi ország, köztük hazánk esetében is kisebb-nagyobb mértékben javult a vállalati beruházási ráta a tavalyi év során, ám sehol sem érte még el a válság előtti szinteket. Míg az állami és lakossági beruházásoknál a visszaesés jellemzően tartósan gyengébb alapfolyamatokat mutat a régióban, a vállalatok esetében kisebb mértékű csökkenést láthattunk, amelyet részben a régióba a válság alatt betelepülő és már itt lévő exportra termelő külföldi vállalatok kedvező beruházási teljesítménye magyaráz. Ha

**9. ábra**  
Háztartások beruházási, fogyasztási és nettó pénzügyi megtakarítási rátáinak alakulása



Megjegyzés: 2011-ben a nettó pénzügyi megtakarítási ráta megugrását és a fogyasztási ráta csökkenését a magán-nyugdíjpénztári redőhozamok kifizetése magyarázza.  
Forrás: MNB, KSH.

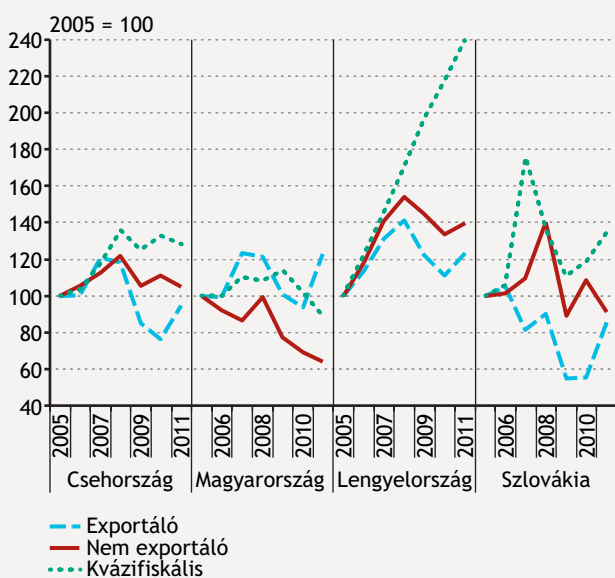
**10. ábra**  
Lakossági és vállalati nettó hitelfelvétel alakulása



Forrás: MNB.

<sup>5</sup> A mezőgazdasággal foglalkozó egyéni vállalkozók gépberuházásai is a lakossági szektorhoz tartoznak, súlyuk mintegy 25 százalék.

11. ábra  
Vállalati beruházások alakulása a régióban ágazati bontás szerint



Forrás: Eurostat.

a vállalati beruházást tovább vizsgáljuk az ágazatok szintjén, eltérő folyamatokat azonosíthatunk a főként exportáló (feldolgozóipar, mezőgazdaság), a főleg belföldre termelő és szolgáltató (pl. kereskedelem, vendéglátás, kommunikáció, pénzügyi szolgáltatások) és a kvázifiskális<sup>6</sup> ágazati körben.

Az exportáló vállalatoknál minden ország esetében látható a javuló beruházási aktivitás, amit elsősorban a kedvező ázsiai exportkereslet és a régióba települő új feldolgozóipari kapacitások magyaráznak. A belföldre termelő és szolgáltató ágazati csoport esetében a gyenge belföldi kereslettel összhangban erőteljesen visszaesett a vállalati felhalmozás. Tekintve, hogy a keresleti kilátások hosszabb ideje rendkívül bizonytalanok, ettől a vállalati körtől továbbra is gyenge beruházási teljesítményt várhatunk. A részben üzleti, de jelentős állami súlyt is tartalmazó kvázifiskális ágazatok esetében vegyes képet mutatnak a régiós folyamatok. Általánosságban elmondható, hogy a válság kitöréséhez képest kismértékű csökkenést láthatunk Szlovákiában és Csehországban, míg Lengyelország esetében a 2012-es labdarúgó Európa bajnokság infrastrukturális fejlesztései tükröződnek az adatokban. Magyarországon ugyanakkor régiós összehasonlításban jelentősebb volt a visszaesés. A kvázifiskális ágazati kör beruházásai nagymértékben kötődnek az uniós forrásokhoz, ez magyarázhatja az egyéb belföldre termelő ágazatoknál kedvezőbb beruházási aktivitást.

A magyarországi folyamatokat részletesebben vizsgálva, az összberuházás 55–60 százalékát teszik ki a vállalati beruházások, melyek mintegy kétharmadát gépek és egyéb eszközök beszerzésére fordítják, és csupán egyharmadát teszik ki az épületek és egyéb építmények. A válság kitörését követően mind a belföldre termelő és szolgáltató, mind az exportáló ágazatok körében érdemben csökkentek a beruházások. A kedvezőtlen kereslettel kapcsolatos negatív várakozásokat jól mutatja, hogy a vállalati beruházások mintegy felét adó feldolgozóiparban 2009-ben 15 százalékkal kevesebbet ruháztak be, mint egy évvel korábban. Az aggregált kereslet zsugorodása mellett, a vállalati hitelezés erőteljes visszaszorulása (10. ábra) és az árfolyamgyengülés miatt dráguló importgépek beszerzése is gátolta a vállalatok beruházási aktivitását. A fiskális kiigazítások miatti különadók tovább mérsékelték egyes ágazatok (kereskedelem, pénzügy, energetika, telekommunikáció) profitabilitását, és ezen keresztül beruházási hajlandóságát.

A csökkenő vállalati beruházások magyarázatául szolgálhat a termelő ágazatokban lévő jelentős kapacitásfelesleg. A főleg belföldi piacra termelő ágazatok esetében a kapacitáskihasználtság 2006 óta trendszerűen csökken és a korábbiakhoz képest jobban elszakad az exportáló vállalatokra jellemző kapacitáskihasználtság mutatóktól.

Az általános kedvezőtlen beruházási klíma ellenére az exportáló ágazatok körében a válság során is láthattunk pozitív jeleket. Az elmúlt években több nagyberuházás is kezdődött Magyarországon, és ahogy már korábban is megfigyelhettük<sup>7</sup>, egy-egy jelentős külföldi tulajdonú feldolgozóipari vállalat betelepülése önmagában jelentősen javíthatja a beruházási képet. A gép- és járműgyártás ágazatokba érkező külföldi cégek (Audi, Mercedes, Opel, Hankook) beruházásainak kedvező hatása 2010 második felétől érezhető és 2012 végéig számottevő maradhat. Az egyedi nagyberuházások mellett azonban fontos megjegyezni, hogy a feldolgozóiparban továbbra is gyengék az alapfolyamatok. A főként belföldi fogyasztásra termelő feldolgozóipari ágazatok beruházási aktivitása negyedével csökkent a 2005-ös szintjéhez képest.

Régiós összehasonlításban a nagyberuházásoknak köszönhetően az exportáló ágazatok esetében kedvező a kép, ám az egyéb ágazatok körében hazánkban láthattuk a legjelentősebb visszaesést. A belföldre termelő és szolgáltató ágazatok 2005-ös szintjükhöz képest közel 40 százalékkal kevesebbet ruháznak be, amit részben a gyenge belső kereslet és a kedvezőtlen konjunkturális kilátások magyaráznak, de

<sup>6</sup> Az ágazati besorolás problémája, hogy részletes bontásnál is tartalmaznak állami indíttatású és tisztán üzleti beruházásokat, pl. autópálya építés, vasútfelújítás, energetikai beruházás. A szűken értelmezett állami ágazatokon kívüli beruházások kezelésére, az ágazati csoportokra saját felosztást készítettünk, melynél a kvázifiskális ágazati csoport tartalmazza az energetikát, a vizgazdálkodást, a szállítás ágazatot és több kis súlyú szolgáltató ágazatot.

<sup>7</sup> 2007-ben a dél-koreai Hankook gumiabroncsgyártó üzeme jelentősen növelte a feldolgozóipari beruházások dinamikáját.

fontos megjegyezni, hogy az egyes ágazatokat terhelő vállalati kölönadók (kereskedelem, kommunikáció, pénzügyi szolgáltatások) is hozzájárulhatnak a gyenge beruházási aktivitáshoz.

A vállalati beruházások alakulásában fontos szerep jut a szereplők várakozásainak. A beruházásokért folytatott régiós versenyfutásban jelentős szerepet játszik, hogyan ítélik meg az adott gazdaság versenyképességét. Az üzleti környezetet értékelő rangsorok mutatói számos kritérium (gazdasági növekedés, jogbiztonság, adózás, adminisztrációs terhek, munkaerő minősége stb.) alapján értékelik az egyes országokat.

A davosi Világ gazdasági Fórum növekedési és versenyképességi indexe alapján, hazánk a régiós mezőny közepén foglal helyet. Az indexben számos változót vesznek figyelembe, a versenyképesség nem kizárólag az üzleti környezettől függ. Relatív pozíciónk a régióban 2008-ban volt a legkedvezőtlenebb, a kép valamelyest javult 2012-re. Az üzleti környezet szempontjából releváns alindexek közül, a makrogazdasági környezet megítélése jelentősen kedvezőbb lett 2006 és 2012 között, míg az köz- és magánintézményekre, az oktatásra, a munkaerőpiacra és a technológiára vonatkozó alindexek esetében számottevő volt a magyar pontszám romlása nemcsak régiós, hanem globális összevetésben is.

Egy másik nemzetközi felmérés, a Világbank „Doing Business” felmérése, leginkább az üzleti környezetre és az ezeket meghatározó intézményi feltételekre koncentrálnak, például új vállalkozás alapítása, befektetők védelme, adminisztrációs költsége, adófizetés vagy éppen a jogbiztonság. 2006-ban a második helyen álltunk a vizsgált hat ország között, a legfrissebb rangsor szerint jelenleg az utolsó helyet foglaljuk el a régióban, különösen kedvezőtlen a megítélésünk a befektetők védelmét és az adófizetést összehasonlító alindexek esetében. Bár egyes vizsgált komponensek esetében javult az ország megítélése, de több, a beruházások szempontjából releváns kritérium esetében romlott a relatív megítélésünk, ami negatív kockázatokat hordoz az új beruházások szempontjából.

## KÖVETKEZTETÉSEK

Régiós összehasonlításban hazánk helyzete gyenge a beruházások terén, ez előre tekintve lassítja a fejlett európai gazdaságokhoz történő felzárkózásunkat. A beruházási ráta a válság kitörésekor és aktuálisan is az egyik legalacsonyabb a régióban. Elmaradásunk nagy része már a válságot megelőző időszakban is jelentkezett, miközben a válság kitörése óta lemaradásunk némileg tovább növekedett. A beruházási

ráta süllyedését a válság előtti években nagy részben az állami és vállalati beruházások csökkenése okozta. A 2006-os kiigazítás a kormányzati beruházási ráta jelentős csökkenésével járt, amit a válságot követően az EU-s források növekvő beáramlása stabilizált. Bár a dinamikát tekintve a hazai vállalati beruházások alakulása a válság óta a régiós átlaghoz hasonlóan alakult, a GDP-arányos vállalati beruházásokat tekintve továbbra is 3-5 százalékponttal kevesebbet fordítanak a hazai vállalkozások felhalmozásra, mint régiós szomszédaink. A hosszú idő óta alacsonyabb vállalati beruházások tartós beruházási problémát jelenthetnek, az elmaradás leginkább a belföldre termelő és szolgáltató szektorok esetében szembeötlő, míg az exportáló ágazati kör esetében az elmúlt évek nagyberuházásai tartották fenn a beruházási aktivitást. Ezen nagy egyedi tételet leszámítva az alapfolyamatok ezen szegmensben is gyengék. Bár a hazai lakáspiacon a válságot megelőzően nem utaltak jelek lakáspiaci buborék kialakulására, a lakossági beruházások hazánkban csökkentek legerőteljesebben az elmúlt években. A beruházási célú kiadások visszafogása a lakossági mérlegalkalmazkodás egyik legfontosabb csatornájává vált. Tekintve, hogy a devizában denominált adósságok jelentős átértékelődése miatt a lakossági eladósodás – a rendelkezésre álló jövedelmek arányában – még jelenleg is a 2008-as szint közelében áll, a lakossági beruházások elmaradása még több évig elhúzódó folyamat maradhat.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

GÁL PÉTER (2007): Kedvezőtlen beruházások – növekedési kockázatok?. *MNB-szemle*, június, pp. 12–21. Magyar Nemzeti Bank.

BENCZÚR, PÉTER–ATTILA RÁTFAI (2005): Economic Fluctuations in Central and Eastern Europe – the Facts. *MNB Working Papers*, 2005/02, Magyar Nemzeti Bank.

MAGYAR NEMZETI BANK (2012a): *Jelentés az infláció alakulásáról*, június.

MAGYAR NEMZETI BANK (2012b): *Jelentés az infláció alakulásáról*, szeptember.

MAGYAR NEMZETI BANK (2012c): *Jelentés az infláció alakulásáról*, december.

MAGYAR NEMZETI BANK (2012d): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, november.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2009): *World Economic Outlook, Sustaining the Recovery*, October.

# Véber Zita–Brosch Judit: Korlátozható-e a készpénzes fizetés a modern fizetési rendszerben?<sup>1</sup>

*Megengedhető-e, hogy fesztiválokön készpénzzel nem, csak fesztiválkártyával lehet fizetni, és egyes légitársaságoknál csak interneten bankkártyával lehet repülőjegyet vásárolni? A bankjegyek és érmék törvényes fizetőeszköz státuszának értelmezésével kapcsolatban az elmúlt években eltérő vélemények fogalmazódtak meg arra vonatkozóan, hogy a készpénz, illetve egyes bankjegy- és érmecímletek (nagy címletű bankjegyek, kis címletű érmék) visszautasíthatóak-e termékek és szolgáltatások vásárlásakor, megengedhető-e, hogy termékért, szolgáltatásért csak elektronikus fizetési eszközzel lehet fizetni, valamint terhelhető-e díjjal a készpénzzel történő vásárlás. A Magyar Nemzeti Bank mint a forintbankjegyek és -érmék kibocsátásáért felelős szerv véleménye szerint a bankjegyek és érmék törvényes fizetőeszköz státusza nem jelenti azt, hogy azokat minden körülmények között el kell fogadni. Jelen cikkünkben áttekintjük a törvényes fizetőeszköz státusszal kapcsolatos különböző megközelítéseket, és bemutatjuk azokat a szakmai érveket, amelyek véleményünk szerint az MNB álláspontját alátámasztják.*

## BEVEZETÉS

Az elmúlt évtizedben a modern információs technológiák hatására új elektronikus fizetési formák terjedtek el. Mint minden innováció esetén, az új megoldások új kérdéseket szülnék. Így van ez a fizetési eszközökkel kapcsolatban is. Az elektronikus fizetési eszközök elterjedése miatt több alkalommal keresték meg magánszemélyek a pénzkibocsátásért felelős MNB-t. Azt kifogásolták, hogy egyes termékeket vagy szolgáltatásokat nem tudnak megvásárolni, igénybe venni készpénzért, hanem kizárólag valamilyen elektronikus fizetési eszköz használatával, többnyire bankkártyás fizetéssel. Csak hogy néhány példát említsünk: az egyre népszerűbb fesztiválokön a fesztiválszervezők szívesen bocsátanak ki a fesztivál helyszínén készpénzbefizetéssel vagy bankkártyával feltölthető fesztiválkártyát, amellyel (és kizárólag csak azzal) fizethetnek a fesztivál látogatói; egyes légitársaságok csak interneten keresztül, bankkártyával történő fizetéssel teszik lehetővé a repülőjegyek megvásárlását; a közelmúltban pedig olyan kávézó nyílt, ahol készpénzzel nem, csak bankkártyával lehet fizetni. Mind egyik esetben az volt a kérdés, vajon jogszerű-e, hogy a kereskedők és szolgáltatók nem fogadják el készpénzt, ezért annak, aki az adott terméket meg akarja vásárolni vagy szolgáltatást igénybe kívánja venni, bankkártyával kell

rendelkeznie vagy az adott rendezvényen való fizetés céljából kibocsátott kártyát kell a helyszínen feltöltenie.

A készpénz kötelező elfogadásának kérdése nem véletlenül most merül fel. Új készpénz-helyettesítő fizetési eszközök terjedtek el, amelyek alkalmazása egyes piaci szegmensekben már elért egy olyan szintet, ahol a kereskedők és szolgáltatók úgy gondolják, nem kerülnek versenyhátrányba a versenytársaikkal szemben akkor sem, ha csak készpénzmentes fizetést tesznek lehetővé. Ez számukra biztonságosabb és költségmegtakarításokkal jár, miközben a vásárlóknak is biztonságosabb, továbbá kényelmesebb és olcsóbb.

Amíg a készpénz volt az egyetlen lehetséges fizetési eszköz a mindennapi vásárlások során, addig egyértelműnek tűnt a jegybanktörvénynek a törvényes fizetőeszközre vonatkozó rendelkezése.<sup>2</sup> Ma már többféle elektronikus fizetési megoldás közül választhatunk (betéti kártya, hitelkártya, előre fizetett kártya, feltölthető kártya, mobil fizetések, internetes fizetések stb.). Ez a helyzet új megvilágításba helyezte a jegybanktörvény törvényes fizetőeszközre vonatkozó előírását, és többekben kérdéseket vetett fel: miben áll a bankjegyek és érmék törvényes fizetőeszköz jellege; a törvényes fizetőeszköznek minősülő bankjegyeket és érméket, azok minden címletét, mindig el kell-e fogadni?

<sup>1</sup> Ezúton szeretnénk köszönetet mondani Gubekné dr. Szeder Ildikónak hasznos jogi észrevételeiért.

<sup>2</sup> A Magyar Nemzeti Bankról szóló 2011. évi CCVIII. törvény 27. § (2) bekezdése.



Az Európai Bizottság is foglalkozott ezekkel a kérdésekkel, valamint a törvényes fizetőeszközt érintő egyéb kérdésekkel, és 2010-ben ajánlást<sup>3</sup> fogadott el a témában. Az MNB álláspontja a törvényes fizetőeszköz kötelező elfogadását illetően eltér az Európai Bizottság ajánlásától. A téma aktualitását az adja, hogy a Bizottság várhatóan 2013 első felében vizsgálja meg az ajánlás végrehajtását, és felméri az esetleges további – kötelező erővel bíró – jogi szabályozás szükségességét is.

Jogi szempontból vizsgálva a kérdést, megállapítható: nem ellentétes a jegybanktörvény előírásaival, ha a szolgáltató nem fogad el készpénzt fizetésként, hanem csak elektronikus fizetési eszközt. Jelen tanulmányunkban megvizsgáljuk, mit jelent a törvényes fizetőeszköz státusz, áttekintjük a különböző országok joggyakorlatát a törvényes fizetőeszköz értelmezésére vonatkozóan, és bemutatjuk, hogy milyen megfontolások vezették az MNB-t mint a kibocsátói jogkör gyakorlóját saját álláspontjának kialakításában.

## 1. keretes írás

### Bankjegyek használatának korlátozása – alkotmánybírósági határozat

A csak érmével működő jegykiadó automaták, italautomaták elterjedésével már régebben is felvetődött: vajon hogyan kell értelmezni a törvényes fizetőeszköz fogalmát. Ezzel kapcsolatban egy állampolgári beadványra, miszerint a bankjegyek is törvényes fizetőeszközök, és azokat is kötelező a parkolójegy-kiadó automaták működtetőinek fizetésként elfogadni, az Alkotmánybíróság a következőképpen foglalt állást:<sup>4</sup> a jegybanktörvényben foglalt „rendelkezés” nem zárja ki, hogy a különböző termékek és szolgáltatások díjának megfizetésekor ésszerű keretek között érvényesüljenek az egyes fizetési módok sajátosságai. Speciális fizetési módnak tekinthető, amikor kizárólag vagy alternatív módon automatánál lehet fizetni”.

## A KÉSZPÉNZ MINT TÖRVÉNYES FIZETŐESZKÖZ MEGHATÁROZÁSA A JEGYBANKTÖRVÉNYBEN ÉS A KÉSZPÉNZKIBOCSÁTÁSÉRT FELELŐS MNB ÁLLÁSPONTJA SZERINT

Magyarországon a bankjegyek és érmék kibocsátásának jog- és feladatköre az MNB-t illeti meg. A készpénz kibocsátását illetően a jegybanktörvény a következő főbb rendelkezéseket tartalmazza:

*4. § (2) Az MNB jogosult bankjegy- és érmekibocsátásra. Az MNB által kibocsátott bankjegy és érme ideértve az emlékbankjegyet és emlékérmét is Magyarország törvényes fizetőeszköze.*

*27. § (1) A bankjegyek és érmék kibocsátását, címletét és külső jegyeit, valamint bevonását az MNB elnöke rendeletben hirdeti ki. Az MNB elnökének rendeletében megjelölt határral a forgalomból bevont bankjegyek és érmék elveszítik törvényes fizetőeszköz-jellegüket.*

A készpénz elfogadásáról a jegybanktörvény a következők szerint rendelkezik:

*27. § (2) Az MNB által kibocsátott bankjegyeket és érméket azok bevonásáig magyar hivatalos pénznemben teljesítendő fizetésnél mindenki köteles névértéken elfogadni.*

Ezen előírás a törvényes fizetőeszköz névértéken való elfogadási kötelezettségét mondja ki, azaz: ha a fizetés forint készpénzben történik, akkor a bankjegyet és érmét nem lehet a névértéktől eltérő értékben (pl. egy 100 forintos érmét 90 forint értékben) elfogadni, ugyanakkor a hivatkozott rendelkezés a fizetés módját tekintve nem kényszerítő jellegű. Ezzel szemben tapasztalataink szerint a készpénzfizetés lehetőségének hiánya miatt az MNB-t mint kibocsátót megkereső magánszemélyek úgy értelmezik a jegybanktörvény 27. § (2) bekezdését, hogy annak alapján fizetésekor mindenki köteles elfogadni a készpénzt, tehát minden körülmények között lehetséges bankjeggyel és érmével, azok bármely címletével fizetni.

Egyébiránt maga a jegybanktörvény is tartalmaz a készpénzben történő fizetést korlátozó rendelkezést, amelynek értelmében készpénzfizetésekor az érmék elfogadása nem kötelező korlátlan mennyiségben. A hitelintézetek és a posta kivételével tehát a gazdasági szereplők megtehetik, hogy nem fogadják el 50 darabnál több érmét készpénzben történő fizetésekor.

<sup>3</sup> A Bizottság ajánlása (2010. március 22.) az eurobankjegyek és az euroérmék törvényes fizetőeszközi minőségének hatályáról és joghatásairól (2010/191/EU).

<sup>4</sup> 1063/B/2005. AB határozat.

<sup>5</sup> A Magyar Nemzeti Bankról szóló – akkor hatályos – 2001. évi LVIII. törvény 31. § (2) bekezdése.



27. § (4) Kézpénzben teljesített fizetés esetén – ideértve a fizetési számlára történő kézpénzbefizetést is – 50 darabnál több érme elfogadására a hitelintézet és a postai elszámoló központot működtető intézmény köteles.

## TÖRVÉNYES FIZETŐESZKÖZ FOGALMA A KÜLÖNBÖZŐ ORSZÁGOK JOGRENDJÉBEN

Más országokban is felmerült a kérdés, hogyan kell értelmezni a jegybankok státuszát meghatározó, illetve egyéb pénzügyi tárgyú törvényekben a bankjegyek és érmék törvényes fizetőeszközként való meghatározását. Az Európai Bizottság 2010-ben szakértői csoportot hozott létre az euroövezet tagállamainak részvételével e kérdés megvitatására. Megállapították, hogy csak néhány tagállam pénzügyi tárgyú törvénye rendelkezik a törvényes fizetőeszköz jelleg mibenlétéről, aminek oka, hogy a nemzeti szabályozások „általánosan elfogadottnak” tartják ezt a fogalmat.<sup>6</sup> Az euroövezeten kívül – jellemzően az angolszász jogrendszerű országokban – ugyanakkor talákoztunk olyan példakkal, ahol egyrészt a törvényes fizetőeszközt meghatározó nemzeti szabályozás is részletesebb, másrészt az adott ország jegybankja tovább értelmezi e szabályokat, álláspontját akár saját honlapján is közzétéve.<sup>7</sup>

### A törvényes fizetőeszköz fogalmának elemei

Összehasonlítva a vizsgált országok törvényes fizetőeszközre vonatkozó jogszabályi rendelkezéseit, jogértelmezéseit, megállapítható, hogy a törvényes fizetőeszköz fogalmának alábbi három eleme a legtöbb ország jogrendjében megtalálható.

#### Sztenderdizált és államilag védett fizetőeszköz

A törvényes fizetőeszköz egy sztenderdizált, általános fizetőeszköz, amelyet az arra feljogosított szerv<sup>8</sup> bocsát ki a forgalom igényeinek megfelelő címlétszerkezetben. A kibocsátó határozza meg fizikai megjelenését, jellemzőit, bocsátja ki a fizetési forgalom fizetőeszközeként, vonja be a forgalomból, és számos jogszabállyal és nyomdatechnikai megoldással védi a hamisítás ellen. Az egységes kézpénzrendszer a gördülékeny fizetési forgalom alapvető feltétele a modern gazdaságokban.

#### Névértéken kell elfogadni

A törvényes fizetőeszköz egyik fontos jellemzője, hogy névértéken kell elfogadni. Ez több ország szabályozásában szerepel.

#### Pénzügyi adósság, kötelezettség megfizetésére szolgáló eszköz

A törvényes fizetőeszköz pénzügyi adósság, kötelezettség megfizetésére szolgáló fizetési eszköz. A hitelező nem utasíthatja vissza az adósság vagy kötelezettség kézpénzben történő megfizetését, kivéve, ha a felek más fizetési eszközben állapodtak meg. Az adós a kézpénzfizetéssel kiegyenlíti adósságát.

### A törvényes fizetőeszköz elfogadása – visszautasítható-e a kézpénz fizetéskor?

Általános egyetértés van abban is, hogy a fizetés során alkalmazandó fizetési mód, illetve eszköz megválasztása mindenképp a két fél megegyezésétől függ, éppúgy, mint a fizetés egyéb körülményeinek meghatározása (időpont, helyszín stb.).

Ez a szerződéses szabadság alapvető elvéből következik, amelynek értelmében a felek szabadon döntenek arról, hogy kötnek-e szerződést, és ha igen, milyen tartalommal. A gazdálkodó szervezetek közötti tranzakciók körében a szerződéses szabadság primátusa könnyen belátható, hiszen az alkufolyamat része többek között a fizetési határidőben és a fizetés módjában történő megállapodás.

De vajon a kiskereskedelmi tranzakciókban köteles-e a kereskedő, a szolgáltató a kézpénzes fizetést elfogadni, ha ahhoz a vásárló ragaszkodik, vagy a szerződéses szabadság alapján dönthet-e a kereskedő (előre tájékoztatva az ügyfelet arról, hogy csak kártyát fogad el üzletében) úgy, hogy nem köt üzletet? Másként megfogalmazva a kérdést: a törvényes fizetőeszköz azt jelenti-e, hogy mindig el kell azt fogadni, kivéve, ha előre más fizetési módban vagy fizetési eszköz használatában állapodtak meg a felek? Ebben a kérdésben az angolszász országok és négy euroövezeti ország (Finnország, Hollandia, Írország és Németország) álláspontja alapvetően eltér az euroövezeti országok többségének véleményétől.

<sup>6</sup> ELTEG (2010).

<sup>7</sup> [http://www.federalreserve.gov/faqs/currency\\_12772.htm](http://www.federalreserve.gov/faqs/currency_12772.htm), <http://banknotes.rba.gov.au/legaltender.html>, <http://www.royalmint.com/aboutus/policies-and-guidelines/legal-tender-guidelines>.

<sup>8</sup> A bankjegyek kibocsátására a jegybankok jogosultak, de az érmék esetében számos országban a pénzügyminisztérium rendelkezik a kibocsátás jogkörével.

Az USA szabályozása a következőképpen határozza meg a törvényes fizetőeszközt: „Az USA bankjegyei és érmei törvényes fizetőeszközök valamennyi adósság, köztartozás, adó és kötelezettség megfizetésére.”<sup>9</sup> Tehát a státusza szerint törvényes fizetőeszköz csak a már megkötött szerződések, már meglévő adósságok, fizetési kötelezettségek megfizetése esetében jelent kötelező elfogadást (természetesen azon eseteket kivéve, amikor a felek előzetesen más fizetési mód, illetve fizetési eszköz alkalmazásában állapodtak meg). Hasonló rendelkezés szerepel a vonatkozó brit szabályozásban is az adósság törvényes fizetőeszközben történő megfizetésére vonatkozóan.<sup>10</sup>

Ezen szabályok alapján az angolszász országok jegybankjai egyértelműen úgy foglalnak állást, hogy a kereskedő vagy szolgáltató nem kötelezhető a készpénz elfogadására mindaddig, amíg adósság nem keletkezett. „Nincs olyan szövetségi törvény, amely kötelezi a magánvállalkozásokat, magánszemélyeket vagy szervezeteket bankjegy és érme elfogadására termékek vagy szolgáltatások kifizetésekor” értelmezi a Fed a Coinage Act törvényes fizetőeszközre vonatkozó rendelkezését a honlapján.<sup>11</sup> Hasonló álláspont olvasható az ausztrál jegybank honlapján is.<sup>12</sup>

Az euroövezeti országok közül négy (Finnország, Hollandia, Írország és Németország) szintén azon az állásponton van, hogy a törvényes fizetőeszközre vonatkozó rendelkezés a már megkötött szerződésekre vonatkozik, ezért termékek és szolgáltatások vásárlásakor nem köteles az eladó, szolgáltató elfogadni a készpénzt.<sup>13</sup> Hollandia jelenlegi szabályozása szerint a kereskedő a készpénz használatát fizetésekor visszautasíthatja, ha az üzlet bejáratánál egyértelműen jelzi, hogy csak kártyával lehet fizetni.

Az euroövezeti tagállamok többségének (az említett négy ország kivételével) álláspontja szerint azonban a kereskedő, szolgáltató köteles elfogadni a készpénzt, ha a vásárló készpénzben akar fizetni. Ez a vélemény tükröződik a már hivatkozott bizottsági ajánlásban is, amelynek 2. pontja szerint: „Kiskereskedelmi ügyletekben az eurobankjegyek és az euroérmék fizetőeszközként való elfogadása az irányadó szabály. Elfogadásuk visszautasítása kizárólag a »jóhiszemű-

ség elvéhez« kapcsolódó okokon alapulhat (például a kiskereskedő nem rendelkezik visszajáró aprópénzzel)”.<sup>14</sup> Álláspontjukat azzal indokolják, hogy míg a gazdálkodó szervezetek közötti ügyletekben a felek egyenrangúnak tekinthetők, ezért a szerződéses szabadság alapján történhet a fizetési mód és eszköz megválasztása, addig a gazdálkodó szervezet és fogyasztó kapcsolatában a felek tárgyalási pozíciója nem azonos, ezért a szerződéses szabadság elve korlátozandó, azaz a kereskedő vagy a szolgáltató nem dönthet szabadon, a készpénzt el kell fogadnia az ügyféltől, ha az abban kíván fizetni.

Mint a bevezetőből kitéjük, az MNB mint kibocsátó az angolszász és a már említett négy európai uniós államéhoz<sup>15</sup> közeli álláspontot képvisel, nem tartja a jegybanktörvényvel ellentétesnek, ha a kereskedő vagy szolgáltató csak elektronikus fizetési eszközt fogad el a vásárolt termék vagy szolgáltatás ellenértékének megfizetéséhez. Bár az elektronikus fizetési mód kizárólagos elfogadásának bizonyos körülmények között lehetnek polgári jogi, illetve fogyasztóvédelmi szempontból korlátai, e szempontok vizsgálata kívül esik az MNB kompetenciáján.

A következőkben azt vizsgáljuk meg, hogy az MNB milyen megfontolások miatt támogatja az elektronikus fizetési eszközök elterjedését, és miért nem utasítja el azok kizárólagos használatát.

## AZ ELEKTRONIKUS FIZETÉSI ESZKÖZÖK ELŐNYEI NEMZETGAZDASÁGI SZEMPONTBÓL

Az elektronikus fizetési módoknak számos előnyét fel lehet sorolni a készpénzfizetéssel szemben, itt azonban csak három tényezőt emelünk ki. A tranzakciók nyomán követhetősege, a hatékonyság és a biztonság azok a legfontosabb szempontok, amelyek alapján az elektronikus fizetések társadalmi szempontból előnyösebbek a készpénzfizetésnél. E három dimenzió mellett mutatjuk be, hogy melyek a készpénznek azon tulajdonságai, amelyek miatt a készpénz elfogadását korlátozó szabályok megjelentek az európai országokban és Magyarországon is. Kitérünk azokra az ese-

<sup>9</sup> Section 31 U.S.C. 5103 of Coinage Act of 1965.

<sup>10</sup> Legal tender has, however, a very narrow technical meaning in relation to the settlement of debt. If a debtor pays in legal tender the exact amount he/she owes under the terms of a contract (and in accordance with its terms), or pays this amount into court, he/she has good defence in law if he/she is sued for non-payment of the debt. <http://www.bankofengland.co.uk/banknotes/Pages/about/faqs.aspx>.

<sup>11</sup> „There is, however, no Federal statute mandating that a private business, a person, or an organization must accept currency or coins as payment for goods or services.” [http://www.federalreserve.gov/faqs/currency\\_12772.htm](http://www.federalreserve.gov/faqs/currency_12772.htm), <http://www.richmondfed.org/faqs/currency/>.

<sup>12</sup> <http://banknotes.rba.gov.au/legaltender.html>

<sup>13</sup> Lásd ELTEG (2010).

<sup>14</sup> A Bizottság ajánlása (2010. március 22.) az eurobankjegyek és az euroérmék törvényes fizetőeszközi minőségének hatályáról és joghatásairól (2010/191/EU).

<sup>15</sup> Németország, Finnország, Írország és Hollandia mellett a skandináv országok is élen járnak az elektronikus fizetések használatában, és ez jogalkalmazásukban is megjelenik (pl. Leo Van Hove, 2003).

tekre is, amikor nem a készpénzfizetést általában korlátozó szabály kerül alkalmazásra, hanem csak egyes érme- vagy bankjegycímletek elfogadásának korlátozása jelenik meg a joggyakorlatban.

## A készpénzfizetés korlátozása a rejtett gazdaság visszaszorítása érdekében

A készpénz anonim, ezért a szürke- és feketegazdaság ideális fizetési eszköze. Az MNB az elmúlt években több tanulmányban elemezte a nemzetközi viszonylatban magas hazai készpénzhasználat okait,<sup>16</sup> és rámutatott, hogy a magyar gazdaság erős készpénzintenzitását részben a rejtett gazdaság magyarázza, a készpénzes tranzakciókat ugyanis könnyebb elrejtetni az adóhatóság elől. A gazdaság fehéritése és az illegális tevékenységek elleni küzdelem miatt az MNB nemcsak publikációkban, tanulmányokban, hanem kormányzati fórumokon is szorgalmazza a készpénzhasználat visszaszorítását az elektronikus fizetési eszközök elterjedésének a támogatásával.

Annak ellenére, hogy az euroövezeti országok többsége mind pénzügyi kötelezettség rendezése, mind kiskereskedelmi fizetések lebonyolítása esetében kötelezőnek tartja a készpénz elfogadását, az euro bevezetéséről szóló 974/98/EK tanácsi rendelet (19) preambulumbekzdése szerint közérdekű okok miatt lehetséges a készpénzforgalom korlátozása: „a bankjegyekkel és pénzérmmel történő fizetéseknek a tagállamok által közérdekű megfontolásokból bevezetett korlátozása nem összeegyeztethetetlen az eurobankjegyek és -érmék törvényes fizetőeszköz minőségével, feltéve, hogy más törvényes eszközök is rendelkezésre állnak a pénzbeli követelések elszámolására.”

Az Európai Unió számos tagállamában léptettek hatályba olyan szabályokat, amelyek egy meghatározott összeghatár felett korlátozzák a készpénzzel történő fizetést a gazdálkodó szervezetek és/vagy magánszemélyek egymás közötti készpénzforgalmában, és elektronikus fizetési módot írnak elő.<sup>17</sup> Ezen túlmenően néhány országban előírták az adófizetési kötelezettség kötelező banki átutalással történő teljesítését, és az állami fizetések és transzferek is kizárólag elektronikus úton teljesülnek.<sup>18</sup> A dán szabályozásban nem-

csak előírják az elektronikus fizetést 10 000 dán korona (kb. 400 000 forint) felett, hanem érdekeltté teszik ebben mind az eladót, mind a vevőt oly módon, hogy az esetleges áfa- vagy egyéb adócsalások felelősségét egyetemlegessé teszik a vevő és az eladó között.<sup>19</sup> Olaszországban a készpénzes fizetések korlátozásán túl további ösztönzőket léptettek életbe az elektronikus fizetések térnyerésének támogatása érdekében. 2012 októberétől a közigazgatási szerveknek és a közszolgáltatóknak el kell fogadniuk az elektronikus fizetési módokat, 2014-től pedig valamennyi termékeket és szolgáltatásokat nyújtó gazdasági szervezet köteles lesz betéti kártyás fizetést elfogadni.

A 2013. január 1-jétől hatályba lépő szabályozás Magyarországon is korlátozza a készpénzfizetést 1,5 millió forint felett, de csak a rendszeres gazdasági tevékenységet folytató személyek között.<sup>20</sup>

A magyar állami ki- és befizetéseknél is találkozunk készpénzfizetést korlátozó szabályozással,<sup>21</sup> illetve gyakorlattal:

1. Az adózás rendjéről szóló törvény a rendszeres gazdasági tevékenységet folytató személyek adófizetéseinek kötelező készpénzmentes fizetést ír elő.<sup>22</sup>
2. A közalkalmazottak és kormánytisztviselők illetményüket túlnyomórészt fizetési számlára kapják.<sup>23</sup>
3. Egyes állami intézmények korlátozzák a lakosság készpénzes befizetéseit, pl. egyes egyetemek csak elektronikus úton fogadják el a diákok befizetéseit, és az ösztöndíjat is csak bankszámlára utalják.

Ugyanakkor meg kell jegyezni, hogy az állami ki- és befizetések egyharmada – évente mintegy 100 millió tranzakció – továbbra sem elektronikus úton, hanem készpénzfizetés formájában valósul meg.

A fenti példák tehát azt mutatják, hogy a rejtett gazdaság visszaszorítása érdekében az államok, így Magyarország is korlátozzák a készpénzfizetést, és ezt segíti az is, ha a kereskedelmi és szolgáltatói szektorban az elektronikus fizetési eszközök használatának elterjedését az állam is támogatja.

<sup>16</sup> Odorán-Sisak (2008), Bódi-Schubert (2010).

<sup>17</sup> Részletesebben lásd Turján et al. (2011), Odorán-Sisak (2008).

<sup>18</sup> MNB (2012b).

<sup>19</sup> Amennyiben a vevő esetleg nem tud elektronikus módon fizetni, abban az esetben mentesül az egyetemleges felelősség alól, ha a készpénzes tranzakcióról értesíti az adóhatóságot. Lásd: Opinion of the European Central Bank on limitations on cash payments (CON/2012/37) Denmark, 10.5.2012, pdf.

<sup>20</sup> Az adózás rendjéről szóló 2003. évi XCII. törvény 38. § (3a) bekezdése.

<sup>21</sup> A pénzforgalmi szolgáltatás nyújtásáról szóló 2009. évi LXXXV. törvény 63. § (3) bekezdése értelmében fizetési mód kötelező alkalmazását csak törvény vagy kormányrendelet írhatja elő.

<sup>22</sup> Az adózás rendjéről szóló 2003. évi XCII. törvény 38. § (1) bekezdése.

<sup>23</sup> A közalkalmazottak jogállásáról szóló 1992. évi XXXIII. törvény 79/A. §-a, a közigazgatási tisztviselőkről szóló 2011. évi CXCV. törvény 143. §-a.

## A készpénzfizetés jelentős költségekkel jár

Az MNB fizetési módok társadalmi költségéről szóló elemzése<sup>24</sup> szerint a magyar társadalom évente akár 100 milliárd forintot takaríthatna meg, ha a készpénzes fizetéseket az észak-európai országokhoz hasonló arányban felváltaná az elektronikus tranzakciók. A készpénzzel való fizetés – ha csak a vásárló szempontjából nézzük, és csak a fizetés pillanatában felmerülő költségeket vesszük figyelembe – úgy tűnik, hogy nem jár költséggel. A tanulmány azonban számba vette az egyes elektronikus fizetési módok és a készpénzes fizetés esetében társadalmi szinten felmerülő valamennyi költséget, és kimutatta, hogy a készpénzes fizetéshez kapcsolódó költségek meghaladják az elektronikus fizetéseket.

A készpénzfizetés lebonyolításának fix költsége alacsonyabb, mint az elektronikus fizetésé, de a készpénzfizetési tranzakciók volumenének növekedésével arányosan nőnek a készpénzfizetéssel kapcsolatos költségek (gyártás, szállítás, tárolás, ellenőrzés), míg az elektronikus fizetések számának növekedésével azok fajlagos költsége nemzetgazdasági szinten csökken. A fizetési mód, illetve fizetési eszköz megválasztásakor a gazdasági szereplők motivációi között a költséghatékonyság vélhetően jelentős szerepet játszik. Így a jövőben várhatóan még gyakrabban találkozunk olyan

kereskedővel vagy szolgáltatóval, amely készpénzt nem fogad el fizetesként. Az elmúlt években dinamikusan nőtt a kártyaelfogadói hálózat, de még mindig jelentősen elmarad az EU országainak többségétől.<sup>25</sup>

Az érmekkel nagy volumenben való fizetés költségessége már korábban nyilvánvalóvá vált. Ezért a legtöbb ország jegybankja a szabályozásban lehetővé teszi az érmekkel való fizetés korlátozását. Az euroövezet tagállamaiban<sup>26</sup> és a magyar jegybanktörvény<sup>27</sup> előírása szerint is, készpénzfizetésekor 50 érménél több érme elfogadására nem kötelesek a felek, kivéve a kibocsátó szerveket és egyes kijelölt, a készpénzforgalmazás szempontjából kiemelt szerepet betöltő intézményeket (hazánkban a hitelintézetek és a posta). Az ausztrál, kanadai és brit szabályozás az egyes érmecímletek kötelező elfogadását szintén korlátozza, a különböző érmecímletekkel való fizetést eltérő felső összeghatárhoz kötve<sup>28</sup> (pl. Angliában 50 pennissel maximum 10 font összegű kötelezettség egyenlíthető ki).

A kis értékű váltópénzek használata, forgalmazása is nagy költséget jelent a gazdasági szereplőknek szinte valamennyi országban. Ezért az alacsony vásárlóértékű, a forgalomból kicsapódó érmék kibocsátásának megszüntetése vagy forgalomból történő bevonása időről időre felmerülő kérdés. Erről részletesen lásd a 2. keretes írást.

### 2. keretes írás

#### Kis értékű váltópénzek

A készpénzfizetés költségességéhez kapcsolódik a kis értékű váltópénzek használatának a kérdése is. Az árszínvonal és az árszerkezet változása miatt szinte minden országban időről időre felmerül, hogy a kis címletű érmék vásárlóereje nagyon lecsökken, kis vásárlóértékük miatt nem forognak a készpénzforgalomban, kicsapódnak, fiókok mélyén gyűlnek, a vásárlók nem hozzák újra forgalomba azokat: mindinkább „egyszer használatossá” válnak. Rendszerint csak a kisebb összegű vásárlások pontos elszámolására van szükség rájuk. Ezért e címletek forgalomba hozatala messze meghaladja a nagyobb érmecímletekét, gyártási, forgalmazási, feldolgozási, tárolási költségük nagyon jelentős. Ezért született döntés 2008-ban Magyarországon az 1 és 2 forintosok bevonásáról. A kereskedők az 1 és 2 forintosok bevonása után nem árazták át az árucikkeket, hanem a kerekítési törvény<sup>29</sup> előírásai szerint csak az árúk fizetendő végösszegét kerekítették. A bevonást követően az MNB alaposan vizsgálta e lépés esetleges inflációs hatását, de nem volt kimutatható áremelő hatás. A lakossági felmérések szerint a lakosság túlnyomó része támogatta a pénztárcát nehezítő, kényelmetlen és költséges kis címletek forgalmazásának megszüntetését. Hasonló módon történt számos országban a kis címletű érmék kivonása a forgalomból.<sup>30</sup>

Az euroövezeti tagállamok egy részében az 1 és 2 centesek forgalomban betöltött szerepe nagyon hasonlít a magyar 1 és 2 forintosokéhoz. Két euroövezeti tagállam (Finnország és Hollandia) ezért már az euro bevezetésekor úgy döntött, hogy a kis címletű érméket nem hozza forgalomba, és a fizetéseknél kerekítési szabályt alkalmaz. Ez azonban nem jelenti azt, hogy az 1 és 2 centesek nem tör-

<sup>24</sup> Turján et al. (2011).

<sup>25</sup> MNB (2012a).

<sup>26</sup> 974/98/EK tanácsi rendelet 11. cikke alapján.

<sup>27</sup> Jegybanktörvény 27. § (4) bekezdése.

<sup>28</sup> <http://laws-lois.justice.gc.ca/eng/acts/C-52/page-1.html>

<sup>29</sup> 2008. évi III. törvény az 1 és 2 forintos címletű érmék bevonása következtében szükséges kerekítés szabályairól.

<sup>30</sup> Részletesebben Leszkó (2009).

vényes fizetőeszközök. Csak azt jelenti, hogy a finn és a holland jegybank 1 és 2 centest nem hoz forgalomba, a pénztárosok a kerekítési törvényt alkalmazva nem kötelesek 1 és 2 centest visszaadni, ugyanakkor elfogadják (főleg külföldiektől), ha valaki esetleg ezen címletekkel akar fizetni.

Mivel e kis címletű érmék teszik ki az érmeforgalmazás költségének igen jelentős részét, ezért az euroövezeten belül időről időre más tagállamokban is felmerül, hogy megszüntetik e címletek forgalmazását és kerekítési szabályt vezetnek be. Ugyanakkor az euroövezeti tagállamok szakértői csoportjában<sup>31</sup> a többség azt a véleményt támogatta, hogy minden további euroövezeti tagállamnak tartózkodnia kell a kis címletek kivonásától és a kerekítés bevezetésétől. Fő érvük az volt, hogy a kerekítési szabály ellentmond az 1 és 2 centesek törvényes fizetőeszköz státuszának. Az Európai Bizottság a már említett 2010. évi ajánlásában a többségi álláspontot jelenítette meg. Tekintettel a kis címletű érmék forgalmazásának megszüntetésével járó nagy összegű társadalmiköltség-megtakarításra, és arra, hogy a kerekítésnek az ezt alkalmazó országokban nem volt inflációs hatása, remélhetőleg a Bizottság is módosítja ez irányú álláspontját.

## Biztonság

Biztonsági megfontolások is motiválhatják a kereskedőket és szolgáltatókat abban, hogy nem fogadják el készpénzt. Az üzletben dolgozók személyes biztonságának szempontján túl a készpénz őrzése, kezelése, szállítása a rablások kockázata miatt különleges biztonságtechnikai eszközöket igényel. Ezekre a beruházásokra nincs szükség elektronikus fizetéseknel. A vállalkozások biztosítási költsége is kisebb, ha nincs készpénzkezelés.

A jóhiszeműség elve alapján nagy összegű készpénzfizetéskor, vagy hitelintézettől vagy más befizetési lehetőségtől (postafiók) távoli helyen működő vállalkozás esetében – amely készpénzbevételét nem tudja aznap a bankszámlája javára befizetni –, még azokban az országokban is lehetővé teszik vásárláskor a készpénzfizetés korlátozását, ahol

egyéb körülmények között a készpénz visszautasítása nem elfogadható.<sup>32</sup>

Biztonsági kockázatot jelent egy vállalkozás számára a készpénz tartása csupán annak érdekében, hogy váltópénzzel rendelkezzen készpénzfizetés esetére. Ezt a szempontot méltányolja a francia szabályozás, amely csak akkor teszi kötelezővé a készpénz elfogadását, ha a fizető fél a fizetendő összeg pontos megfizetésével teljesíti kötelezettségét.<sup>33</sup>

A készpénzforgalomban előfordul, hogy a nagy bankjegycímletekkel való fizetés az ügyfelek számára nehézségbe ütközik, a kereskedők, szolgáltatók biztonsági és/vagy hatékonysági okok miatt nem fogadják el. Az arányosság elve alapján a nagy bankjegycímletekkel történő fizetés visszautasítását a legtöbb ország joggyakorlata lehetővé teszi. Erről részletesebben lásd a 3. keretes írást.

### 3. keretes írás

#### Nagy címletű bankjegyek elfogadása

Azon vásárlók kiszolgálása, akik nagy címletű bankjeggyel kis értékű terméket kívánnak vásárolni, különösen korán reggel, a forgalom indulásakor, nehézséget jelent a kereskedőknek, hiszen előző napi bevételüket biztonsági, valamint gazdálkodási okokból már befizették a bankszámlájuk javára, és csak váltópénzzel rendelkeznek nyitáskor. Ezért a legtöbb ország joggyakorlatában az arányosság elve alapján a kereskedő nem köteles elfogadni a nagy címletű bankjegyet, ha az nincs arányban a fizetendő összeggel.<sup>34</sup>

<sup>31</sup> Lásd ELTEG (2010): Azon magas egy főre jutó GDP-vel rendelkező országok szakértői is ezen a véleményen vannak, ahol az 1 és 2 centesek vásárlóértéke nagyon alacsony, és e címletek valóban „egyszer használatosakká” váltak.

<sup>32</sup> Lásd ELTEG (2010).

<sup>33</sup> Art L112-5 du Code Monétaire et Financier: En cas de paiement en billets et pièces, il appartient au débiteur de faire l'appoint. A francia pénzügyi tárgyú törvényekben nem található meghatározás a törvényes fizetőeszköz státuszra vonatkozóan. A bankjeggyel és érmével történő fizetés esetében azonban a fent idézett törvény előírja, hogy az adósnak a pontos összeget kell megfizetnie. A francia büntetőjogban szerepel a készpénzzel való fizetés elutasításának tényállása, de csak abban az esetben érvényesítik, ha az adós a pontos összeget fizeti meg készpénzben, és a kereskedő azt elutasítja. Egy ilyen bírósági eset leírása található az alábbi linken: <http://www.avocat-lingibe.com/question-reponse-juridique/consommation/banque-credit-60.html>.

<sup>34</sup> Lásd ELTEG (2010).



ATM-ből történő készpénzfelvétel során a készpénzfelvevő nem tudja befolyásolni, hogy a készpénzfelvétel a neki legkedvezőbb címletösszetételben történjen. Ezért annak érdekében, hogy a gazdasági szereplők a készpénzforgalmuk lebonyolításához szükséges, megfelelő címletű bankjegyekkel és érmékkel rendelkezzenek, az MNB rendeletében előírta, hogy a hitelintézetek és a posta kötelesek 50 darabig a forintbankjegyeket és -érméket más címletű bankjegyre és érmére váltani.<sup>35</sup> Ezt a szolgáltatást a hitelintézetek többsége és a posta is díjmentesen nyújtja ügyfeleinek.

Az eurobankjegyek címletstruktúrájában két olyan nagy értékű címlet is szerepel, a 200 és 500 eurós címletek, amelyek értéke messze meghaladja a mindennapi fizetések szokásos értékét. Az EKB készpénzhasználatról végzett felmérése szerint az euroövezeti tagállamok lakosságának több mint fele nem is találkozott még soha pl. az 500 eurós bankjeggyel, 44 százalékának pedig még nem volt a kezében 200 eurós bankjegy sem.<sup>36</sup> Mivel a lakosság nem, vagy csak nagyon ritkán lát ilyen bankjegyeket, bizonytalan annak elfogadásában. Ezért felmerült az euroövezeti tagállamokban a kérdés, hogy visszautasíthatja-e a kereskedő az ezen bankjegyekkel történő fizetést. A holland joggyakorlat szerint például nem kell elfogadnia a kereskedőnek a nagy címletű bankjegyet, ha az üzlet vagy benzinkút bejáratánál látható helyen erre felhívja a vásárlók figyelmét.<sup>37</sup> Hasonló gyakorlat van az USA-ban is a nagy címletű bankjegyek esetében.<sup>38</sup> Az euroövezeti tagállamok nagyobb része azonban elutasítja ezt a gyakorlatot, és csak eseti jelleggel tartja elfogadhatónak a nagy címletek visszautasítását az arányosság elve alapján.<sup>39</sup>

Az említett példákban látható, hogy a hatóságok kisebb-nagyobb mértékben minden vizsgált országban elismerik a vállalkozások azon törekvéseit, hogy a készpénz elfogadását korlátozzák, amennyiben biztonsági vagy hatékonysági szempontok ezt indokolják. Az euroövezeten belül többségben vannak azok a tagállamok, amelyek csak a biztonsági szempontot tartják elfogadhatónak a készpénzelfogadás korlátozására. Emellett a jóhiszeműség elve alapján méltányolhatónak tartják, ha a készpénzfizetés azért hiúsul meg, mert az eladó átmenetileg nem rendelkezik a váltáshoz szükséges készpénzzel.<sup>40</sup> Ugyanakkor az EU szinte minden tagállamában látható az az utóbbi egy-két évben még erőteljesebbé váló kormányzati törekvés, hogy a fekete- és szürkegazdaság visszaszorítása érdekében a készpénzfizetéseket korlátozzák.

## LEHET-E A KÉSZPÉNZFIZETÉST DÍJJAL TERHELNI?

A pénzforgalmi szolgáltatás nyújtásáról szóló európai uniós irányelv<sup>41</sup> (a továbbiakban: irányelv) szerint a tagállamok a verseny fokozása vagy a hatékony fizetési eszközök használatának elősegítése érdekében saját hatáskörben megtilthatják vagy korlátozhatják, hogy a kereskedők vagy a szolgáltatók egy adott fizetési eszköz használatáért díjakat, költségeket számítsanak fel.

Az irányelv átültetéséről 2011-ben készített tagállamonkénti felmérés<sup>42</sup> alapján felelős kép rajzolódik ki arról, hogy a tagállamok éltek-e vagy sem a díjfelszámítás jogszabályban történő megtiltásának vagy korlátozásának lehetőségével. A Magyarországon kívüli tagállamok fele (pl. Ausztria, Dánia, Franciaország, Olaszország, Svédország) kifejezetten megtiltotta a díjfelszámítást, közülük két tagállam azonban csak kártyával történő fizetés esetében tiltotta meg. A másik 13 tagállam (pl. Belgium, Hollandia, Németország, Spanyolország, Egyesült Királyság) viszont nem élt az irányelvben biztosított opcióval, néhányuk azonban a díjfelszámítást csak az adott fizetési eszköz használatával kapcsolatban felmerülő tényleges költségek arányában engedi meg.

Az irányelvet a hazai jogba átültető pénzforgalmi törvény<sup>43</sup> a 2009. november 1-jei hatálybalépésekor a díj- és költségfelszámításról még megengedően rendelkezett. A hivatkozott jogszabály 2011. január 1-jén hatályba lépett módosításával azonban a jogalkotó díj- és költségfelszámítási tilalmat vezetett be a készpénz-helyettesítő fizetési eszközök használatának elterjesztése érdekében.

*36. § (4) A kedvezményezett készpénz-helyettesítő fizetési eszköz használatáért díjat, költséget vagy egyéb fizetési kötelezettséget nem számíthat fel.*

<sup>35</sup> 11/2011. (IX. 6.) MNB rendelet a bankjegyek feldolgozásáról, forgalmazásáról, valamint hamisítás elleni védelméről.

<sup>36</sup> Részletesebben ECB (2011).

<sup>37</sup> <http://www.dnb.nl/en/news/news-and-archive/nieuws-2010/dnb235121.jsp>

<sup>38</sup> <http://www.richmondfed.org/faqs/currency/>

<sup>39</sup> Lásd ELTEG (2010).

<sup>40</sup> Lásd ELTEG (2010).

<sup>41</sup> A belső piaci pénzforgalmi szolgáltatásokról szóló 2007/64/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv.

<sup>42</sup> [http://ec.europa.eu/internal\\_market/payments/framework/psd\\_study\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/payments/framework/psd_study_en.htm)

<sup>43</sup> A pénzforgalmi szolgáltatás nyújtásáról szóló 2009. évi LXXXV. törvény.



Az irányelv azzal viszont nem foglalkozik, hogy készpénzfizetés esetén alkalmazható-e díj- vagy költségfelszámítás.

A készpénzzel történő fizetés díjjal való terhelésének kérdése szintén megosztotta az euroövezet tagállamainak szakértőit. Egy részük szerint a törvényes fizetőeszközöknek az Európai Unió működéséről szóló szerződésen alapuló fogalmával (a névértéken való elfogadás kötelezettsége) nem egyeztethető össze a készpénzben történő fizetés díjjal való terhelése. A tagállamok másik csoportja szerint azonban a törvényes fizetőeszköz kötelező elfogadása csak a szerződésben vállalt kötelezettség megfizetésére vonatkozik, és ezért nincs hatással a szerződés megkötése során meghatározott egyéb feltételekre (ilyen pl. az ár vagy a készpénzfizetésekor felszámítható díj).<sup>44</sup>

Az elektronikus fizetési módok elterjedését ösztönző egyik hatékony eszköz lehet annak megengedése, hogy a készpénzes fizetés során a kedvezményezett a készpénzfizetéssel kapcsolatos közvetlen költségeinek megfelelő mértékű díjat felszámíthasson az ügyfele terhére, amennyiben egyéb fizetési módon (pl. átutalással) is lehetővé teszi számára a fizetést. A pénzforgalmi szolgáltató és az ügyfele viszonyában ugyancsak az lenne a kívánatos, ha minden ügyfél – beleértve a fizetési számla javára készpénz-átutalási megbízással (sárga csekkkel) készpénzbefizetést teljesítő ügyfeleket is – viselné a saját pénzforgalmi szolgáltatója díjait és költségeit. A készpénzfizetéshez kapcsolódó díjak és költségek viselésének kérdéséről azonban hivatalosan még nincs egységes álláspont. Ezt támasztja alá például az is, hogy a fogyasztóvédelemről szóló törvény 2012. július 29-től hatályos rendelkezése<sup>45</sup> a közszolgáltatási tevékenységet folytató vállalkozások számára, az elektronikus hírközlésről szóló törvény 2012. november 17-től hatályos rendelkezése<sup>46</sup> pedig az elektronikus hírközlési szolgáltatók számára megtiltja, hogy külön díjjal terheljék a számlák készpénz-átutalási megbízás útján való kiegyenlítését. Csak arra teremtenek lehetőséget, hogy a szolgáltatók árengedményt adjanak azon ügyfeleiknek, akik a szolgáltató számára kevésbé költséges fizetési módot választják a számla kiegyenlítésére. E korlátozás miatt a közszolgáltatók a készpénzkezelés költségét a szolgáltatásuk árába építve egyformán ráterhelik valamennyi ügyfélre, így azt azok is fizetik, akik az olcsóbb elektronikus fizetési formákat választják.

A hatékony fizetési struktúra kialakulásának feltétele, hogy a fizetési módok között választók ismerjék azok költségeit. A fizetési módok árai kell, hogy ösztönözzék a fogyasztókat a megfelelő fizetési struktúra megválasztásában. Ehhez

pedig az kell, hogy egyrészt a pénzforgalmi szolgáltatók díjstruktúrája valóban tükrözze a költségeket, az egyes termékek, szolgáltatások keresztfinszírozásával ne torzítsák a fizetési módok díjainak egymáshoz viszonyított arányát. Másrészt a készpénzfizetés költségeit valóban azok fizessék meg, akik e fizetési móddal élnek.

## ÖSSZEFOGLALÁS

A jelenlegi gazdasági viszonyok között indokolt, a magyar jogi szabályozás alapján pedig lehetséges a készpénzhasználat korlátozása. Az MNB a fekete- és szürkegazdaság visszaszorítása, a hatékony fizetési módok elterjedése és a biztonság fokozása szempontjából támogatja az elektronikus fizetési eszközök elterjedését. Ezért az MNB mint a forint készpénzt kibocsátó szerv álláspontjával nem ütközik, ha a kereskedők és szolgáltatók kizárólag elektronikus fizetési eszközöket fogadnak el vásárláskor.

Magyarország az állami ki- és befizetések, valamint a gazdasági szervezetek egymás közötti készpénzforgalmának szabályozása terén már tett lépéseket ebbe az irányba, de a gazdaság készpénzintenzitása európai összehasonlításban még mindig magas. Ezért szükséges további intézkedésekkel támogatni az elektronikus fizetések terjedését. Lehetővé kell tenni például, hogy a készpénzes fizetés során a kedvezményezett a készpénzfizetéssel kapcsolatos közvetlen költségeinek megfelelő mértékű díjat számíthasson fel, amennyiben egyéb fizetési mód használatával is lehetővé teszi a fizetést. Megfontolandónak tartjuk továbbá a jegybanktörvény bankjegyek és érmék elfogadására vonatkozó, már hivatkozott 27. § (2) bekezdésében annak hangsúlyosabbá tételét, hogy a szabály a bankjegyek és érmék névértéken történő elfogadásának kötelezettségét írja elő, és nem a készpénz minden körülmények közötti elfogadásáról rendelkezik.

Nem gondoljuk azt, hogy a készpénz mint fizetőeszköz belátható időn belül megszűnik. A készpénznek vannak olyan tulajdonságai, amelyek továbbra is fontosak maradnak a társadalomban. Például a havi kiadások kordában tartása sokak számára egyelőre könnyebbnek tűnik, ha a pénztárcában rendelkezésre álló készpénz korlátot szab a túlköltekezésnek, mások a magánszféra védelme szempontjából tartják fontosnak a készpénz anonim jellegét. Többek között vélhetően ezzel is magyarázható az a jelenség, hogy bár a hazai háztartások túlnyomó hányada rendelkezik bankszámlával, sokan az arra érkező rendszeres jövedelmüket mégis felveszik készpénzben, és azzal egyenlítik ki a

<sup>44</sup> Lásd ELTEG (2010).

<sup>45</sup> A fogyasztóvédelemről szóló 1997. évi CLV. törvény 8. §-a.

<sup>46</sup> Az elektronikus hírközlésről szóló 2003. évi C. törvény 128. § (4) bekezdése.

közüzemi számláikat, valamint azzal fizetnek a mindennapi vásárlásaik során.<sup>47</sup> A lakosság bankszámlával nem rendelkező hányada pedig értelemszerűen csak készpénzben juthat eseti vagy rendszeres jövedelméhez. Hosszabb távon még az is szükségessége és indokoltta teszi a készpénz használatát, hogy Magyarországon az egyes települések – a lakosság számától, illetve régiótól függően – jelentősen különböznek a készpénzmentes fizetést lehetővé tevő infrastruktúrával (bankfiókokkal, POS-terminálokkal) való ellátottság tekintetében.<sup>48</sup>

A külföldi tapasztalatok alapján azonban egyértelmű tendencia az elektronikus fizetési módok térhódítása első sorban azért, mert hatékonyabbak, olcsóbbak. Várhatóan Magyarországon is – ha volumenében nem is, de arányában – csökkenni fog a készpénz szerepe a fizetési forgalomban.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

BÓDI-SCHUBERT ANIKÓ (2010): A készpénz szerepe a rejtett gazdaságban kvalitatív eredmények és továbblépési lehetőségek. *MNB Kutatási jelentés*, február.

EURO LEGAL TENDER EXPERT GROUP (2010): *Report of the Euro Legal Tender Expert Group (ELTEG) on the definition, scope and effects of legal tender of euro banknotes and coins*. Euro Legal Tender Expert Group, Brussels. [URL](#).

EUROPEAN CENTRAL BANK (2011): The use of euro banknotes results of two surveys among households and firms. *ECB Monthly Bulletin*, April.

HELMECZI ISTVÁN (2010): A magyarországi pénzforgalom térképe. *MNB-tanulmányok*, 84.

LEO VAN HOVE (2003): *Making electronic money legal tender: pros & cons*. [URL](#).

LESZKÓ ERIKA (2009): Nem kell félnünk a kerekítéstől!. *MNB-szemle*, július.

MNB (2012a): *Jelentés a fizetési rendszerről*.

MNB (2012b): *Jelentés a pénzügyi stabilitásról*, november.

ODORÁN RITA-SISAK BALÁZS (2008): A magyar gazdaság készpénzigénye továbbra is olajozottan működhet a rejtett gazdaság?. *MNB-szemle*, december.

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

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.

<sup>47</sup> Részletesebben lásd Takács (2011).

<sup>48</sup> Részletesebben lásd Helmecci (2010).

# Interjú Harald Uhliggal

(Szilágyi Katalin, Kónya István)



Harald Uhlig 2007 óta egyetemi tanár, 2009 óta pedig tanszékvezető a University of Chicago közgazdaságtan tanszékén. Előtte a Princeton Egyetemen, a Tilburg Egyetemen, valamint a berlini Humboldt Egyetemen tanított. Kutatásokat folytat a makroökonómia, pénzügyi piacok és a bayesi ökonometria területein, különös tekintettel ezek találkozási pontjaira. 2006 és 2010 között az *Econometrica* társszerkesztője volt. Tanácsadóként segíti a Bundesbank és a Federal Reserve Bank of Chicago munkáját. Jelenleg a CEPR üzleti ciklusokat dátumozó bizottságának elnöke. Kutatási munkatárs a CEPR-ban, az NBER-ban, valamint választott tag az *Econometric Society*ben. 2003-ban megkapta a német „Verein für Socialpolitik” Nagydíját.

– Beszélne arról, hogy melyek a legfontosabb kutatási területei, és jelenleg milyen projekteken dolgozik?

Általában érdekelnek a pénzügyi piacok és a makroökonómia közötti kölcsönhatások, valamint a Bayes-féle idősoros módszerek. Több futó projekten is dolgozom; vannak köztük régiek és újak is. Az egyik kedvenc projektemben a szuverén adósságválságokkal és a pénzügyi mentőakciókkal foglalkozom. Ebben a jelenlegi európai helyzet is motivál. Ezen a projekten közösen dolgozom *Francisco Roch*-sal, aki jelenleg az IMF-nél van, de korábban a University of Chicagón a doktorandusz hallgatóm volt. A *Cole és Kehoe*<sup>1</sup>, illetve *Arellano*<sup>2</sup> által korábban kidolgozott adósságválság-modelleket ötvözzük, és azt vizsgáljuk, hogy indokoltak lehetnek-e és milyen következményekkel járnak a pénzügyi mentőakciók. Természetesen sokféle kérdés merül fel ezzel kapcsolatban. Közülük kifejezetten egy kérdésre koncentráltunk: egy adósságvásárlási garancia – amely hasonló talán az EKB által is elképzelhető – eredményezheti-e az egyensúlyok közül a kívánatos megválasztását, és hogyan kell eljárni ezzel kapcsolatban? A modell tartalmazza a vevői sztrájk lehetőségét: amikor a koordináció esetleges kudarca esetén a vevők nem hajlandók megvásárolni valamely ország adósságát, ezt a jelenlegi vevők figyelembe veszik – ez nagyon magas hozamokat eredményezhet egy ilyen vevői sztrájk lehetőségét nem tartalmazó helyzethez képest. A modellnek ez a tulajdonsága egybevág azokkal a nézetekkel, amelyek szerint jelenleg rosszindulatú spekulánsok – szövetkezve egyes európai országok ellen – felhajtják a hozamokat, és így a döntéshozóknak be kell avatkozniuk. A modellünk természetesen semmilyen rosszindulatú elemet nem tartalmaz: az adósságvásárlóknak egyszerűen figyelembe kell venniük, hogy az ország a jövőben nem lesz képes továbbgörgetni az adósságát. A vevői sztrájk akár be is teljesítheti önmagát: ha a vevők sztrájkba lépnek, az ország nem tudja fizetni az adósságát; mivel az ország nem fizet, a vevői sztrájk eleve jó döntésnek bizonyul, hiszen a vevők úgysem kapnák vissza a pénzüket egy fizetéseképtelenné vált országtól. Ez a koordinációs probléma többszörös egyensúlyt eredményez. A modellbe bevezetünk egy pénzügyi mentőcsomagot nyújtó ügynökséget, amely valójában nem más, mint egy nagybefektető. A mentőcsomagot nyújtó ügynökség is piaci hozamot szeretne elérni, mint mindenki más, viszont jelentős piaci súlya van. Ezért meg tudja ígérni, hogy a piacon marad még akkor is, ha senki más nem hajlandó az ország adósságát megvásárolni. Tehát amikor mindenki más sztrájkol, egyedül ez az ügynökség nem csatlakozik a sztrájkhoz. Ha a beavatkozása elég jelentős, az ország nem válik fizetéseképtelenné, és a többi vevő rájön, hogy nekik sem kellett volna

<sup>1</sup> COLE, HAROLD L.–TIMOTHY J. KEHOE (2000): Self-Fulfilling Debt Crises. *Review of Economic Studies*, vol. 67 no. 1, pp. 91–116.

<sup>2</sup> ARELLANO, CRISTINA (2008): Default Risk and Income Fluctuations in Emerging Economies. *American Economic Review*, vol. 98 no. 3, pp. 690–712.

sztrájkolniuk. A beavatkozás megoldja az eredeti koordinációs problémát, és eljut a kívánatos, alacsony hozammal járó, sztrájkmentes egyensúlyi helyzethez. A modellünkben alkalmazott mentőcsomagot nyújtó ügynökség nem veszít a helyzeten, de nem is tesz szert átlagosnál nagyobb nyereségre: egyszerűen piaci hozamhoz jut a portfóliója után. Ezt követően azt elemeztük, hogy mekkorának kell lennie az ígért beavatkozásnak. Azt is tudni szeretnénk volna, hogy melyik az a méret, ahol a mentőcsomagot nyújtó ügynökségnek ki kell vonulnia, mert olyan rossz a helyzet, hogy az ország alapvető okok (nem csupán napfolthatás<sup>3</sup>) következtében válik fizetésképtelenné. Azt az eredményt kaptuk, hogy bizonyos adósságtartományban a mentőcsomag részét képező garanciáknak nagyon rövid időn belül nagyon nagy összegűeknek kell lenniük, szinte addig a mentőcsomagméretig, ahol az ügynökségnek az adott ország teljes újonnan kibocsátott adósságát meg kell vásárolnia. Egy kicsivel e fölött viszont az ügynökségnek teljesen ki kell szállnia, mivel ha az adósságteher túl magas, az ország fundamentális okok miatt válik fizetésképtelenné, még a vevői sztrájk lehetősége nélkül is. A tanulság az, hogy egy ilyen ügynökség egy bizonyos pontig segíthet, de e fölött ki kell szállnia. A második tanulság az, hogy megfelelő árak mellett kell mindezt megtennie, figyelembe véve, hogy az illető ország fundamentális okok következtében a pénzügyi segítség ellenére is fizetésképtelenné válhat. A harmas számú tanulság pedig az, hogy ha az ügynökség ki tudja küszöbölni az adósság továbbgörgetésével kapcsolatos napfoltkockázatot, a hozam eleinte csökken, de emiatt az ország még több hitelt vesz fel, és az adósság szintje nő. Bizonyos mértékig a vevői sztrájjal járó koordinációs probléma miatt bekövetkező fizetésképtelenség helyébe itt a fundamentális fizetésképtelenség lép, mivel az országnak túl magas lesz az adóssága. Bár a mentőcsomagot nyújtó ügynökség kiküszöböli a koordinációs problémával járó rossz egyensúlyt, csak kismértékben csökkenti a fizetésképtelenség bekövetkezésének valószínűségét. Ha tehát a nemfizetés valószínűségét akarjuk kiküszöbölni, erre a módszer alkalmatlan, viszont ha csak a nem kívánatos napfolt egyensúlyi helyzetet szeretnénk megszüntetni, ez ésszerű lépés is lehet. Számos egyéb kérdést is fel lehetne vetni ebből a modellkeretből kiindulva, és remélem, hogy a jövőben módom lesz ezeket is végiggondolni.

*– Bizonyára van kialakult álláspontja az euro jelenlegi válságát illetően. Megosztaná velünk az ezzel kapcsolatos nézeteit?*

A teljesség kedvéért: az ezzel kapcsolatos véleményem túlmegy azon, mint amit komoly kutatási eredményekből szilárd következtetésként levonhatunk. Ezzel együtt nem tetszik az erről folyó vita jelenlegi iránya, úgy vélem, hogy a vita meglehetősen zavaros. Egyesek azt állítják, hogy meg kell mentenünk az eurót. De mit is jelent ez az állítás? *Duisenberget* (Wim Duisenberg, az EKB első elnöke 1998–2003 között – a szerk.) már korábban megkérdezték, hogy mit is jelent valójában az euro bukása. Válaszában a stabil infláció fenntartását emelte ki egyedüli mérőeszközként. Amikor az emberek az „euro megmentéséről” beszélnek, nem tudom, hogy mire is gondolnak valójában. Az euroövezetben működő pénzügyi rendszer megmentése a cél? Hiszen ez az EKB egyik feladata. Azt jelenti-e az „euro megmentése”, hogy meg kívánjuk menteni az egyes országokat a fizetésképtelenségtől? Hol van itt a kapcsolat? Azt jelenti-e az „euro megmentése”, hogy meg akarjuk előzni, hogy egyes országok kilépjenek az euroövezetből? Miért volna olyan szörnyű, ha mondjuk Görögország csatlakozna Dániához és más európai országokhoz, amelyek nem részei az euroövezetnek? Milyen veszélyt jelent ez az euróra nézve? Ebben az esetben először jó volna mindezt tisztázni, csak azt követően lehet elkezdni keresni a megfelelő gazdaságpolitikai lépéseket. Mondok egy példát. Ha stabilan akarjuk tartani a fizetőeszközt, valószínűleg helytelen lépés nagy mennyiségű eurót nyomtatni és ezt a pénzt rossz fedezet ellenében kiosztani: ez a későbbiekben inflációhoz vagy a jegybank veszteségéhez vezethet. Ha tehát a stabil fizetőeszköz megőrzése a prioritás, és ha a Duisenberg által javasolt mérőeszközt használjuk, ez nem megfelelő megoldás. Ennek ellenére az EKB jelenleg ezt teszi, vagyis *Draghi* (Mario Draghi, az EKB elnöke 2011 novemberétől – a szerk.) és az EKB döntéshozói más-ként fogják fel a kérdést. Vajon a pénzügyi rendszer stabilitásának megőrzése az elsődleges céljuk? Ezt sem hinném. A hosszú távú újrafinanszírozási műveleteket illetően az EKB lényegében a saját országuk adósságának megvásárlására ösztönözte a bankokat. Egy sérülékeny görög banknak viszont semmiképpen sem érdeke, hogy görög államkötvényeket vásároljon. Egy sérülékeny spanyol banknak semmiképpen sem állhat érdekében, hogy spanyol államkötvényeket vásároljon, ugye? Ha meg kívánjuk őrizni a bank stabilitását, arra kellene ösztönöznünk, hogy szabaduljon meg a spanyol kötvényektől és vásároljon helyettük német kötvényeket! Mindezt azért csinálják, hogy csökkentsék a spanyol államkötvények hozamát, és megmentésük Spanyolországot a fizetésképtelenné válástól vagy attól, hogy kilépjen az eurozónából. Komolyra fordítva a szót. Ki akarna-e lépni akár Spanyolország, akár Görögország az eurozónából, ha tényleg úgy alakulna a helyzet? Nem hinném. Úgy gondolom, hogy mind Spanyolország, mind Görögország számára kedvezőtlen lenne

<sup>3</sup> A napfolthatás („sunspot”) azt jelenti, hogy a gazdasági szereplők viselkedése és így a lehetséges egyensúlyok kiszámíthatatlanul és nem fundamentális okok miatt váltokoznak.

kikerülni az euroövezetből. Az eurozóna részeként rengeteg transzferben részesülnek, és a szerződéseket úgyis euroalapon kötik meg: tehát semmi sem ösztönzi őket a kilépésre. Az egyetlen ország, amelynek érdekében áll kilépni az eurozónából, az Németország, hiszen ő garantál és végső soron fizet ki rengeteg pénzt a jelenlegi helyzet fenntartása érdekében. Számomra az jelentené az eurozóna végét és az euro végét, legalábbis a ma ismert formájában, ha Németország úgy döntene, hogy kilép az euroövezetből. Számomra tehát úgy tűnik, hogy az EKB a tűzzel játszik, amikor elkezd kiigazítani a dél-európai országokat és azok bankrendszerét: mindez ösztönözheti Németország kilépését. Az EKB megsérti az eredeti szerződéseket, megsérti a Maastrichti Szerződést, és a politikája sérti a parlamentek fiskális kérdések fölötti túlnyomó hatáskörét. A költségeket és az adókat a parlamenteknek, nem az Európai Központi Banknak kellene meghatározniuk. Könnyen előfordulhat, hogy az Európai Alkotmánybíróság úgy határoz, hogy az EKB jogtalanul beavatkozik a nemzeti parlamentek költségvetési jogkörébe. Ez olyan helyzet kialakulásához vezethet, amikor Németországnak egyszerűen ki kell lépnie, ha a német Alkotmánybíróság egyetért azzal, hogy ilyen jogsérelemre került sor.<sup>4</sup> Ha tehát Draghi meg kívánja menteni az eurót, semmiképpen sem akarhatja, hogy mindez bekövetkezzen. Ha Draghi óvatosan próbálna eljárni, nem szabadna a tűzzel játszania – mégis ezt teszi. Egyértelmű tehát, hogy más a célja. Bemutattam egy kutatásomat, ahol a mentőcsomagok és a garanciák a kívánatos egyensúlyi helyzet elérését szolgálhatják, kiküszöbölve a vevői sztrájjal járó egyensúlyi helyzetet. Az EKB úgy is felfogható, mint ez a nagy, külső befektető, amely a dolgok ilyen kimenetelét garantálni tudja. Ha az EKB ezzel akar érvelni, akkor nagyon egyértelműen meg kell fogalmaznia ezt. Ebben az esetben viszont nagyon bonyolult módon, nagyon óvatosan kell eljárni. Biztosítania kell, hogy kizárólag a napfoltokat küszöböli ki. De az, hogy alamizsnát osztogat olyan bankoknak, amelyek hazárdjátékokat játszottak az eszközeikkel, és rajtavesztettek, vagy, hogy olyan országoknak utal pénzeket, amelyek képtelenek a saját ügyeiket tisztába tenni, nagyon rossz ösztönzést jelent. Ezzel morális kockázatot hozunk létre. Úgy gondolom, hogy Spanyolország már jó úton haladt ahhoz, hogy a pénzügyeit rendbe tegye. Az EKB azonban egyszer csak előáll azzal, hogy: ne aggódjatok, mi majd megvesszük a kötvényeiteket. Ez politikai szempontból lehetetlenné teszi, hogy Spanyolországban bárki is a megszorítások mellett érveljen, hiszen mindenki tudja, hogy az EKB akkor is megveszi a kötvényeket, ha minden más összeomlik. Ki az az örült, aki most Spanyolországban a szükséges, de nehéz politikai döntések mellett érvelne, ha egyszer létezik külső segítség? Valakinek azonban meg kell fizetnie ennek az árát: ezek a források nincsenek ingyen. Én személy szerint amellett vagyok, hogy vissza kell térni az eredeti szabályokhoz és kimondani: ha egy bank bedől, ne aggódjunk miatta túlzottan. A bankcsődök elkerülésére régóta létező és működő megoldási mechanizmussal rendelkezünk. Fizetőképes, de illikvid bank számára lehet hitelezni, viszont ha a bank fizetéseképtelen, át kell venni, ki kell fizetni a részvény- és kötvénytulajdonosokat, és megvizsgálni, hogy mit tehetünk a megmaradt eszközökkel, lehetőség szerint találni kell egy megfelelő vevőt. Ha egy ország válik fizetéseképtelenné, nem nyújtunk a számára mentőcsomagot, hanem hagyjuk, hogy fizetéseképtelenné váljon. A fizetéseképtelen ország nem olyan szörnyű dolog, nem a világ vége. Előfordul. Az ilyen kötvényeket birtokló befektetők veszítenek, de hát ilyen a piac: az ember egyszer nyer, egyszer veszít. Ha tényleg visszatérnénk az eredeti szabályokhoz, és megengednénk a fizetéseképtelenség bekövetkezését, valószínűleg viharos lenne a helyzet. Ez egy ideig komoly nehézségekkel járna, de aztán a problémák megoldódának, és egészséges bankokkal, egészséges pénzügyi egyensúllyal folytatnánk tovább; megszűnnének a fenyegető veszélyek, hogy az EKB nagy összegű adósságot vásárol, és így tovább. Minden újra rendbe jönne tehát. Egy rövid kellemletlen időszak után visszatérni a kívánatos helyzetbe: szerintem ez sokkal jobb, mint tovább rugdosni a problémát, mindenfajta morális kockázatot teremtve és mesterségesen életben tartva sok zombi bankot. Csak meg kell nézni Görögországot. Ki akarták segíteni őket, de egyértelmű, hogy az ország vagy újra fizetéseképtelenné válik, vagy még több pénzt kell beöntenie kívülről. Miért? Egyszer kell cselekedni, de akkor helyesen. Lépjünk túl rajta, foglalkozunk a jövővel. Ez a véleményem.

*– Akkor talán térjünk vissza a kedvenc kutatási területéhez. A (tágra értelmezett) DSGE-modellek pénzügyi súrlódásokkal és más típusú súrlódásokkal történő kiegészítését és továbbfejlesztését célzó legújabb kísérletekre gondolok. Ön szerint az a helyes irány, hogy ragaszkodunk az alapokhoz, és azokat finomítgatjuk tovább, vagy valami egészen másra számíthatunk a közeljövőben? Illetve kell-e, hogy teljesen másképpen alakuljanak a dolgok?*

Szerintem hagyni kell, hogy virágozzék minden virág. Mindig nagyon örülök, ha valaki előáll valami izgalmas új megoldási móddal egy adott problémára. Soros György még intézetet is alapított az Új Közgazdasági Gondolkodásnak szentelve. Ez rendben van. Én is szeretem az új közgazdasági gondolkodást. Az újfajta közgazdasági gondolkodásra mindig

<sup>4</sup> Az interjú augusztus elején készült. A német alkotmánybíróság szeptember közepén zöld utat adott az EKB adósmentő tervének, az Európai Stabilitási Mechanizmusnak (ESM).



szükség van, kutatóként erre kell törekednünk. De ez nem könnyű feladat, nem igaz? És hát ugye attól, hogy valami új, még nem lesz szükségképpen jó is. Tehát, amire szükségünk van, az a jó új közgazdasági gondolkodás. Ha bárki előáll valami új és nagyszerű ötlettel – rajta, próbáljuk ki! De amíg egyesek ezzel foglalkoznak, valakinek azzal is foglalkoznia kell, hogyan lehet tökéletesíteni az eddigi módszereket. Nem véletlen, hogy valami sikeres volt a múltban: elképzelhető, hogy csak egy kicsit kell rajta csiszolni, és érdemesebb ebben az irányban haladnunk. Szóval próbálkoznunk kell ezzel is, azzal is, versenyeztessük meg a módszereket, és majd kiderül, hogy melyik válik be a legjobban. Sok szakember ma is számos különböző szemszögből próbálja megközelíteni ezt a problémát. Az, hogy rengeteg kísérlet zajlik jelenleg, nagyon izgalmas a kutatók számára, viszont összezavarja a kutatások felhasználóit, és még jobban összezavarja a külvilágot. Mindenesetre tény, hogy rengeteg különféle módszert próbálnak ki különböző problémák megválaszolására.

*– Elképzelhető-e, hogy bármelyik új módszer egyszer majd olyan sikeres legyen, mint a jelenlegi paradigma?*

A „siker” sohasem értelmezhető önmagában. A jelenlegi paradigmán belül, a jelenlegi modellekkel is egész jó eredményekre juthatunk. Ezek a modellek sohasem egy elvont térben léteznek; minden modellt meghatározott céllal hoztak létre. A közgazdászok feladata, hogy választ találjanak különböző kérdésekre. Az egyes közgazdászok más és más kérdésekre adnak válaszokat: a különféle modellek tehát különböző kérdésekhez és célokhoz kapcsolódnak. Az egyes modellek nagyon hasznosak bizonyos kérdések megválaszolására, de teljesen haszontalanok másfajta kérdéseket illetően. A közgazdász szakmát gyakran éri a vád, hogy nem láttuk előre a 2008-as válságot. Újságírók úgy vélekedtek, hogy a modellek nem voltak alkalmasak a válság előrejelzésére. Az az igazság, hogy ezeket a modelleket eleve nem erre a célra alkották meg. Lehet, hogy inkább a hivatásos előrejelzőket kellene vádolni a mulasztással, hiszen nekik a jóslás, az előrejelzés a feladatuk. Kérdezzük meg őket, hogy miért nem voltak rá képesek. A hozzám hasonló kutatókat elsősorban a megfigyelt jelenségekről való gondolkodás és az ezekre adott lehetséges magyarázatok érdeklik. Előrejelzéssel nem foglalkozom. Ehelyett megvizsgálom a 2008-ban és 2010-ben bekövetkezett eseményeket és az ezek nyomában felvetődő érdekes kérdéseket. Lehet, hogy ezek alapján azután felállítok egy modellt, amely képes megválaszolni ezeket a kérdéseket. Egy ilyen modell aztán lehet hasznos, vagy éppen haszontalan a különféle olyan intézmények számára – és szerintem a jegybankok, az IMF vagy az OECD ilyen intézmények –, amelyeknek az a feladata, hogy megpróbálják előre látni, hogy mit hoz a jövő. Ha ezeknek az intézményeknek a feladataik ellátásához jobb modellekre van szükségük, talán el kellene gondolkodniuk azon, hogy miként ösztönözhetnék ezek kidolgozására a kutatókat. Íme egy érdekes kérdés. Ha lenne egy időgépünk, és az ember a mai tudásával visszamehetne 2006-ba, milyen alapvető eszközöket és modelleket vinne magával, mik volnának a legfontosabb tényezők, amelyeket meg kellene vizsgálni, amelyek segítenének előre jelezni a kibontakozó eseményeket? Attól tartok, hogy a pénzügyi súrlódásokkal foglalkozó legfrissebb modellekkel sem jutnánk sokra. Esetleg olyan tényezőket kellene megvizsgálni, mint például az ingatlanárak és -bérleti díjak aránya, a részvényárfolyam-osztalék-arányok vagy a hitel-GDP-arány: ezek volnának az árulkodó jelek. Előfordulhat, hogy a különféle tényezők elérik azt a szintet, ahol nagyon törekennyé válnak egy potenciálisan nagy horderejű esemény hatására. Ez az elképzelés nem teljesen új keletű, ennek ellenére a most elérhető legjobb modelljeink segítségével még mindig nem tisztáztuk teljes mértékben. A jelenlegi DSGE-modellek inkább az utólagos magyarázatra alkalmasak. A kutatók különféle adatokat – pl. a pénzügyi piacokon az árfolyam-különbözetekre vonatkozó adatokat – táplálnak be ezekbe a DSGE-modellekbe, amelyeket egyes DSGE-modellek növekvő pénzügyi súrlódásként értelmeznek. Legjobb esetben is ezek következményeit lehet a modellekkel elemezni. Mindazonáltal valószínűleg lehetetlen mondjuk két évre előre jelezni, hogy nőni fognak-e az árfolyam-különbözetek. Nem lehetséges egy ilyen új modellel visszamenni 2006-ba az időgépünkkel, remélve, hogy majd képesek leszünk megjósolni az egy év múlva bekövetkező válságot. Megismétlem, hogy ez így rendben is van, ha a legtöbb kutatóhoz hasonlóan megelégszünk azzal, hogy utólag elemezzük az eseményeket. Nem elégedhet meg azonban ezzel egy olyan intézmény, amelyik megpróbál elébe menni az eseményeknek. A kérdésre válaszolva tehát, hogy melyik módszer lesz sikeres, illetve kevésbé sikeres a jövőben: ehhez először tisztáznunk kell a célt, hogy körülbelül mit szeretnénk vele elérni, azaz, hogy a módszer és modell milyen célt szolgáljon. Talán hasznos volna, ha a jegybankok vagy az OECD nagyon pontosan megfogalmaznák, hogy mire is van szükségük. Azt hiszem, megvannak ehhez az eszközeik, nem igaz? Ekkor lépnek be a képbe a kutatók: elég, ha egy kis ösztönzést kapnak, hogy ebben az irányban kezdjenek el kutatni, és így a jövőben remélhetőleg megfelelőbb eszközök állnak majd rendelkezésre.

*– A speciális szoftverek, például az éppen Ön által kifejlesztett Toolkit vagy a Dynare rendkívüli mértékben megkönnyítették a makrogazdasági modellezést. Egyesek szerint a csomagolt kód széles körű hozzáférhetősége túlsá-*



*gosan megkönnyíti a belépést, és értelmetlen alkalmazásokat eredményez. Egyetért-e ezzel, és ha igen, tényleg problémát jelent-e ez?*

Az a helyzet, hogy ezeket a „toolkit” programokat még régebben írtam saját magamnak, majd feltettem az internetre, hátha mások is hasznosnak találják majd őket. Igen népszerűek lettek, aminek én természetesen nagyon örültem. Nagyon sokan használták ezeket az eszközöket, egyesek még tovább is fejlesztették, és egyre bonyolultabb feladatokra használták őket – nagyszerű! Ennek még jobban örültem. Franciaországban *Michel Juillard (Banque de France – a szerk.)* azóta kifejlesztette a Dynare-t. Azt hiszem, hogy ez inkább egy nyílt forráskódú szoftver, vagyis ennek a kódnak a kifejlesztésében többen is részt vettek. A Dynare újabb, mint az általam írott programok, és sok olyan funkciója van, amire az én „toolkit” programjaim nem képesek. Ez a technológiai fejlődés. Én személy szerint még mindig könnyebben tudok bizonyos dolgokat megcsinálni a saját programjaimmal, mint a Dynare-ral. Mások a Dynare-t használják, amivel természetesen nincsen semmi baj. Egyértelmű, hogy megkönnyítette a fiatal kutatók számára a belépést, és hogy sok mindent könnyebb vele elvégezni. Az eredmény minősége természetesen azon múlik, hogy mire használjuk a szoftvert. A számítógépes kutatók mondása szerint: „ahol szemét megy be, onnan szemét is jön ki”. A nem megfelelő modell rossz eredményhez vezet, még akkor is, ha az tetszetősen bonyolult. Még mindig az emberi tényező a legfontosabb. Ezeknek az eszközöknek a megléte persze rendkívüli eredmény. Ezeknek köszönhető, hogy a makroökonómák komolyabban veszik az adatokat, komolyabban veszik a becslést, a megoldási módszereket és a makroökonómiai dinamika megértését. Lényegesen megemelték a vita színvonalát.

*– Érdeklík Önt a szakpolitikai kérdések: részt vesz-e a makroökonómiai politika formálásában? Foglalkozik-e jegybanki tanácsadással akár Európában, akár az USA-ban?*

Van valamiféle szerződés a Bundesbankkal és a Chicago Federal Reserve Bankkal, ennek ellenére nem állítanám, hogy szakpolitikai kérdésekben tanácsokat adnék a számukra. Ez mindössze annyit jelent, hogy odamegyek és elbeszélgetünk a kutatóikkal. Előfordul, hogy előadást tartok nekik a saját kutatásaimról, vagy az ő kutatásaikat vitatjuk meg, és általános gazdasági és monetáris politikai témákról beszélgetünk. A szakpolitikára legnagyobb befolyással rendelkező emberek ezeken a megbeszéléseken nem vesznek részt. Az a benyomásom, hogy sokan közülük nem is nagyon tartják a kapcsolatot a kutatókkal. Egy fontos kivétel *Otmar Issing*, aki 1998 és 2006 között az Európai Központi Bank igazgatósági tagja volt. Ő sokat beszélgetett a kutatókkal, és nagyon becsülöm azért a kezdeményezéséért, hogy az EKB részt vegyen a kutatókkal folytatott vitában; ő volt ennek a folyamatnak az egyik kiemelkedő alakja. Nem is tudom, hogy miért ilyen ritka ez a szakpolitikusok körében. Bizonyára okosak, és egész biztosan nagyon elfoglaltak, rengeteg dolguk van. Számos szakpolitikai kérdésben azonban alaposan végig kell gondolni a mögöttes közgazdaságtani vonatkozásokat. Nem tudom biztosan, hogy mennyi eszmecsere folytatnak a közgazdászokkal, de az a benyomásom, hogy nem sokat. Valószínűleg hasznos lenne, ha gyakrabban sort kerítenének rá. Gyakran elgondolkodom azon, hogy sok jegybanknál, például a Magyar Nemzeti Banknál is milyen kiváló és tapasztalt közgazdászok alkotják a kutatói állományt. Kapcsolatban állnak az egyetemi kutatással, és kiváló elemző készségekkel rendelkeznek, ami szerintem rendkívül hasznos a szakpolitikai kérdéseket illetően. Ennek ellenére az ő szakértelmük valahogy elsikkad a legfelső vezetői szinten. A jegybankoknál még csak-csak működik a dolog. A fiskális politikában azonban úgy látom, hogy egyáltalán nem. Nehéz lenne bármilyen értelmes kommunikációt felfedezni a fiskális politika formálói és a közgazdász-kutatók között. Egyes kollégáim szerint a munkaerő-piaci politikában nem ez a helyzet, de én szkeptikus vagyok. Rejtély számomra, hogy a közgazdaságtani tudás és a jó közgazdasági elemzés milyen módon kerülhetne be a szakpolitikákba.

*– Régebben blogolt is.*

Igen, volt egy blogom a közgazdasági témájú német napilapnál, a *Handelsblattnál*. Számomra ez csak hobbi volt, nem volt része a fő tevékenységemnek. De üdítő volt vele foglalkozni. Gyakran, ha valami érdekeset olvastam a lapban a gazdaságpolitika tárgykörében, úgy éreztem, közgazdászként én is szívesen hozzászólnék a témához. A blog erre kiváló lehetőséget nyújtott. Nekiültem, és két óra múlva már fenn is volt a neten, és mindenki olvashatta. De túl sok időm ment el a spam kommentek kigyomlálásával: mindig voltak ilyenek, amelyeket ki kellett törölnöm, mert semmi közük nem volt a blog témájához. Mintha robotprogramok küldték volna őket. Időigényes volt törölni őket. Úgyhogy eljött egy pillanat, amikor úgy gondoltam: eddig élveztem, de itt az ideje abbahagyni, így hát lezártam a blogot. Talán volt azért valami hatása. Egyszer, 2008 szeptemberében nagyon aggasztott egy tömeges banki pénzkivétel Németországban, amivel kapcsolatban meglehetősen egyértelmű dolgokat írtam a blogomban. A *Handelsblattnál* azonban valaki úgy ítélte

meg, hogy a leírtak túl veszélyesek, úgyhogy kitörölték az egész bejegyzést. Csakhogy az olvasók felfigyeltek a blogbejegyzés törlésére, és emiatt sokkal többen látogattak el az oldalamra. Sőt, valamilyen automatikusan mentett formában még meg is maradt a cikk, úgyhogy el is tudták olvasni. Szóval a törlés épphogy növelte a blogom népszerűségét, következésképpen sokkal többen olvasták, mintha a Handelsblatt semmit se csinált volna vele. Számomra ez érdekes tanulság volt az internetes kultúrával kapcsolatban.

*– A makrogazdaságtant súlyos bírálatok érték amiatt, hogy nem volt képes előre megjósolni a válságot. Megalapozott-e ön szerint ez a bírálat? Véleménye szerint melyek voltak a fő gondok a válság előtti makrogazdaságtannal?*

Ezt a kérdést igazából a hivatásos előrejelzőknek kellene feltenni. Kutatóként nem veszek részt az előrejelzésben, nem ez a céloom. De ha valaki fel is emeli a hangját, hogy figyelmeztessen bizonyos veszélyekre, vajon meghallják-e? Hadd mondjak egy példát. 2003-ban az Európai Bizottság közgazdasági osztálya konferenciát szervezett a jegybankok politikája és a fiskális politika közötti kölcsönhatásokról, és felkértek, hogy írjak egy tanulmányt a témáról. Tudományos dolgozatot rendeltek azzal a megkötéssel, hogy akár általános egyetemi tananyagként is felhasználható legyen, vagy, hogy kicsit is alaposabb közgazdasági ismeretekkel rendelkező olvasók is megértsék. A tanulmányomnak tehát ezt a címet adtam: *Egységes pénz, de többféle költségvetési politika Európában: Mik a következmények?* A konferencián elhangzott előadásokat kötetben is kiadták, a tanulmányom így az interneten is elérhetővé vált. A tanulmány két részből áll, most a második részéről szeretnék beszélni. A második részben azt a kérdést tettem fel: mi történik, ha az Európai Monetáris Unió valamelyik tagországa államcsödbe kerül, vagy ha az államcsőd veszélye komolyan felmerül? Mi volna az Európai Központi Bank teendője? Milyen kérdéseket kell egy ilyen esetben végiggondolnunk? Nem volt elég élénk a fantáziám, hogy minden lehetőséget végiggondoljak, ráadásul a határidő is szorított. De legalább felvettem a kérdést, beszéltem róla a brüsszeli konferencián, amelyen az EKB és más intézmények szakpolitikai irányítóihoz közelebb álló kutatók is részt vettek, és hallották az általam elmondottakat. Ha tehát a szakpolitikusok közül egy is komolyan vette volna a kérdést, vagy akár egy újságíró is felkapta volna a témát, úgy gondolva, hogy vitára érdemes, lehetett volna az ügynek folytatása. De nem lett, nulla érdeklődés mutatkozott a felvetés iránt. Ebből azt a tanulságot szűrtem le, hogy ha egy kutató a konjunktúra idején felhívja a figyelmet bizonyos káros fejleményekre, Kasszandrává válik, azaz ügyet sem vetnek a szavaira. Biztosan nem én voltam az egyetlen, aki ilyesmit tapasztalt.

*– Peter Howitt állítása szerint a jegybanki gyakorlat és a tudományos makrokutatások közötti kapcsolat jóval gyengébb az elméleti közgazdászok által kívánatosnak tartott mértéknél. Mit gondol erről, és hogyan lehetne fejleszteni a köztük lévő kölcsönhatást?*

Véleményem szerint a jegybankok e tekintetben kifejezetten jól teljesítenek. Mehetnének persze jobban is a dolgok, de különösen a jegybankok nagyot fejlődtek. Szerintem harminc évvel ezelőtt a tudományos vitát tekintve nem álltak a helyzet magaslatán. Ma sok jegybank rendkívül felkészült kutatói állománnyal rendelkezik, akik részt vesznek a tudományos életben is, tanulmányokat írnak, és olvasnak, és párbeszédet folytatnak a tudományos kutatói közélettel. Az egyetemi és tudományos kutatók és a jegybanki kutatók között kiterjedt kommunikáció folyik. Ennek hatására a makroközgazdászok által kutatott kérdések köre is jelentősen megváltozott. Például számos kutatás irányul a monetáris politikai sokkok hatásaira, többek között éppen amiatt, hogy a jegybankokat érdekelte ez a terület. Ezzel szemben jóval kisebb kutatói figyelem irányul a fiskális politika számos területére. Ezekben a területeken a szakpolitikusok kevésbé figyeltek oda a tudományos eredményekre, következésképpen a kutatók más kérdések felé fordultak. Meggyőződésem, hogy a fiskális politikát jelentősen javítani lehetne, ha ezen a területen is megvalósulna valamiféle együttműködés. A jegybankokhoz hasonlóan miért nem hoznak létre kutatói csoportokat a pénzügyminisztériumokban és gazdasági minisztériumokban, biztosítva számukra az időt és az erőforrásokat ahhoz, hogy – miközben a szoroson vett minisztériumi munkájukat végzik – a tudományos közéletben is aktívan részt vehessenek? A következő nehéz feladat természetesen az, hogy a tényleges politikaformálásban hogyan tudjuk ezt a belső közgazdasági szakértelmet hasznosítani. Ezt a folyamatot nem ismerem a kellő mélységben. Gyakran úgy gondolom, hogy jó lenne, ha a magas szintű szakpolitikusoknak is lenne közgazdasági doktori fokozata és szakmai folyóiratokban megjelent publikációi. Ezáltal jobb rálátásuk lenne a kutatói munkára, következésképpen jobban tudnák hasznosítani a rendelkezésükre álló kutatói állományt. Nincs olyan, hogy gombnyomásra érkezik a tökéletes válasz egy adott problémára. Inkább folyamatos kommunikációra van szükség, hogy alaposan körül lehessen járni a kérdéseket, és azonosítani tudjuk a folyamatokat mozgó alapvető erőket. A jegybankok vezetése sem hasznosítja kellőképpen ezt az erőforrást. De a fiskális politikával vagy a munkaerő-

piaci politikával összehasonlítva a kettőt nem lehet egy napon említeni. A többi szakpolitikai terület példát vehetne a jegybankokról.

*– Mielőtt az USA-ba költözött, sok évet töltött Európában. Meglátása szerint milyen jelenleg a szakma helyzete Európában? Van-e közeledés Európa és Amerika között, vagy még mindig egyértelműen az USA vezeti a tudományos életet?*

Európában sok a kiváló közgazdász, vannak nagyon jó egyetemi tanszékek, de Európa egészében véve még mindig jókora lemaradásban van az USA-hoz képest. Egyszerűen hihetetlen, hogy mennyi elsőrendű közgazdász van az Egyesült Államokban. Néha az a benyomásom, hogy ha csak a Chicagóban és környékén tevékenykedő makroközgazdászokat és az összes európai makroközgazdászt vetjük össze, az eredményeket és a kutatási tevékenységeket nézve a chicagói tudományos közösség felveszi a versenyt egész Európával. Szóval a makrogazdasági kutatás szempontjából Chicago kicsit olyan, mintha egész Európát egyetlen városba pakolták volna össze. Nagyszerű érzés egy ilyen közösséghez tartozni. Európában elismerés illeti a CEPR-t (*Centre for Economic Policy Research – a szerk.*), amiért kiváló embereket hozott össze, de itt ez nem könnyű feladat. Európában még bőven van hová fejlődni. Ennek számos oka van. Természetesen Európának megvan a lehetősége rá, hogy utolérje, sőt akár le is hagyja Amerikát. Európa nem szegényebb az Egyesült Államoknál, és valószínűleg a szellemi vitára is fogékony a hangulat. Sok más európai születésű, de az Egyesült Államokban dolgozó közgazdászhoz hasonlóan én is szerettem Európában élni. Rengeteg valódi lehetőség van tehát itt. Sok egyetemet kifejezetten vállalkozó szellem jellemez, és ezzel sikereket érnek el.

*– Van-e még valami, amit megosztana velünk?*

Nagyjából ennyit akartam mondani. Most először járok a Magyar Nemzeti Bankban. A benyomásaim nagyon kedvezőek, és sok sikert kívánok az itt folyó munkához. Sok intelligens és érdekes emberrel beszéltem az MNB-nél, és örülök, hogy itt lehettem. Nagyon köszönöm a meghívást.

# Függelék

## AZ MNB-SZEMLE EDDIG MEGJELENT CIKKEI (2006–2012)

### VII. évfolyam 3. szám (2012. október)

DIVÉKI ÉVA–LISTÁR DÁNIEL (2012): Biztos, ami biztos! A magyar lakosság vélekedése a fizetési megoldások biztonságáról

FELCSER DÁNIEL–LEHMANN KRISTÓF (2012): A Fed inflációs célja és a bejelentés háttere

HOLLÓ DÁNIEL (2012): Egyensúlyhiányok azonosítása a magyar bankrendszerben („korai figyelmeztető” rendszer)

KOROKNAI PÉTER–LÉNÁRT-ODORÁN RITA (2012): Az egyes szektorok külső forrásbevonásának alakulása

SZALAI ZOLTÁN (2012): A válságkezelés válsága? A költségvetési kiigazítással kapcsolatos viták az európai monetáris unióban

STEPANCHUK SERHIY (2012): 11. Makrogazdasági Kutatási Műhelykonferencia az MNB-ben. Mikrogazdasági magatartás és annak makrogazdasági következményei a pénzügyi válság idején

Interjú Fabio Canovával

### VII. évfolyam 2. szám (2012. június)

DIVÉKI ÉVA (2012): Kártyázzunk vagy nyomtassunk? Hogyan bocsássunk ki cafetériaüdvözlőket elektronikus formában?

FÁBIÁN GERGELY–MÁTRAI RÓBERT (2012): A nemkonvencionális jegybanki eszközök magyarországi alkalmazása

LEHMANN KRISTÓF (2012): A nemkonvencionális jegybanki eszközök nemzetközi tapasztalatai

PULAI GYÖRGY–REPPA ZOLTÁN (2012): A végtörlesztésekhez kapcsolódóan bevezetett jegybanki euroeladási program kialakítása és megvalósítása

RÁCZ OLIVÉR MIKLÓS (2012): A gazdaság ciklikus pozíciójának megítélése bizalmi indikátorok segítségével

TURJÁN ANIKÓ–BROSCH JUDIT (2012): Egységes eurofizetési övezet (SE PA): Teljes gőzzel előre!

### VII. évfolyam 1. szám (2012. február)

KISS M. NORBERT–MOLNÁR ZOLTÁN (2012): Hogyan hatnak a devizapiaci szereplők a forintárfolyamra?

KATRIN RABITSCH (2012): 10. Makrogazdasági Kutatási Műhelykonferencia az MNB-ben. Fiskális kiigazítás, államadósság és ezek nemzeti és globális következményei

SZIGEL GÁBOR–FÁYKISS PÉTER (2012): Az eladósodás hatása a magyar háztartások pénzügyi és jövedelmi pozíciójára

### VI. évfolyam 3. szám (2011. október)

ACZÉL ÁKOS–HOMOLYA DÁNIEL (2011): Az önkormányzati szektor eladósodottságának kockázatai pénzügyi stabilitási szempontból

BENCZÜR PÉTER–KÁTAY GÁBOR–KISS ÁRON–REIZER BALÁZS–SZOBOSZLAI MIHÁLY (2011): Az adó- és transzferrendszer változásainak elemzése viselkedési mikroszimulációs modell segítségével

HOSSZÚ ZSUZSANNA (2011): A lakosság fogyasztási viselkedése és annak jövedelem szerinti heterogenitása a válság előtt mikrostatisztikák alapján

KOCSIS ZALÁN–NAGY DÉNES (2011): Szuverén CDS-felárak dekompozíciója

KOROKNAI PÉTER–LÉNÁRT-ODORÁN RITA (2011): A speciális célú vállalatok szerepe a hazai gazdaságban és a statisztikákban

PÁLES JUDIT–HOMOLYA DÁNIEL (2011): A hazai bankrendszer külföldi forrásköltségeinek alakulása

### VI. évfolyam 2. szám (2011. június)

HOMOLYA DÁNIEL (2011): Működési kockázat és intézményméret összefüggése a hazai bankrendszerben

HORVÁTH ÁGNES–KÖBER CSABA–SZILÁGYI KATALIN (2011): Az MNB Monetáris Politikai Modellje, az MPM

ÓDOR LAJOS–P. KISS GÁBOR (2011): Kivétel erősíti? Fiskális szabályok a visegrádi országokban

#### VI. évfolyam 1. szám (2011. április)

ANTAL JUDIT–GEREBEN ÁRON (2011): Feltörekvő országok devizatalalék-stratégiái – a válságban innen és túl

ERHART SZILÁRD–KOLLARIK ANDRÁS (2011): A HUFONIA bevezetése és az egynapos indexált swap- (OIS) piacok nemzetközi tapasztalatai

HELMECZI ISTVÁN NÁNDOR–KÓCZÁN GERGELY (2011): A „helyi pénznek” nevezett utalványokról

KÉKESI ZSUZSA–P. KISS GÁBOR (2011): Az 1998-as nyugdíjreform visszafordítása rövid távú megközelítésben

#### V. évfolyam 4. szám (2010. december)

HOFFMANN MIHÁLY–P. KISS GÁBOR (2010): A statisztikai deficittől az átmeneti hatásoktól megtisztított államháztartási egyenlegig

KRUSPER BALÁZS–PELLÉNYI GÁBOR (2010): A nyugat-európai országok költségvetési kiigazításainak hatásai a magyar gazdaságra

MOLNÁR ZOLTÁN (2010): A bankközi forintlikviditásról – mit mutat az MNB új likviditási prognózisa?

SZOMBATI ANIKÓ (2010): Bázel III. rendszerszintű hatásai itthon és Európában

#### V. évfolyam 3. szám (2010. október)

BALÁS TAMÁS–NAGY MÁRTON (2010): A devizahitelek forinthitelekre történő átváltása

FÁBIÁN GERGELY–HUDECZ ANDRÁS–SZIGEL GÁBOR (2010): A vállalati hitelezés visszaesése Magyarországon és a kelet-közép-európai régióban a válság alatt

GEREBEN ÁRON–MÁK ISTVÁN (2010): Külföldi nem állami forintkötvény-kibocsátások lehetőségei és korlátai

KISS GERGELY (2010): Az európai válságkezelés tapasztalatai: a gazdaságpolitikai koordináció megújítása

KISS GÁBOR, P.–REPPA ZOLTÁN (2010): Quo vadis, deficit? Mekkora lesz az adóbevétel, ha visszafordul a gazdasági ciklus?

VARGA LÓRÁNT (2010): A választható tartalékráta bevezetésének indokai Magyarországon

#### V. évfolyam 2. szám (2010. június)

CSERMELY ÁGNES–SZALAI ZOLTÁN (2010): Mi a szerepük a pénzügyi egyensúlytalanságoknak a monetáris politika vitelében?

FELCSER DÁNIEL–KÖRMENDI GYÖNGYI (2010): Bankválságok nemzetközi tapasztalatai: kezelési eszközök és makrogazdasági következmények

HABÁNY LEVENTE–TURJÁN ANIKÓ (2010): Az állampapírok törlesztésének VIBER-be terelése és annak hatása a fizetési rendszerekre, illetve azok szereplőire

KISGERGELY KORNÉL (2010): A carry trade

#### V. évfolyam 1. szám (2010. március)

BODNÁR KATALIN (2010): A háztartások fogyasztási kiadásai és a lakossági bizalmi indikátor

BÓDI-SCHUBERT ANIKÓ (2010): Magas a hazai készpénzállomány – mi állhat a háttérben?

KREKÓ JUDIT–ENDRÉSZ MARIANNA (2010): A devizahitelezés szerepe az árfolyam reálgazdasági hatásában

#### IV. évfolyam 4. szám (2009. december)

GYURA GÁBOR–SZOMBATI ANIKÓ (2009): Fókuszban a rendszerkockázat – A pénzügyi felügyelés új irányai itthon és külföldön

KISS M. NORBERT–MÁK ISTVÁN (2009): Szuverén kötvénykibocsátások alakulása a kelet-közép-európai régióban a Lehman-csőd óta

SIMON BÉLA (2009): A készpénz szerepe a vállalati gazdálkodásban – hol magas a házipénztár-állomány?

VONNÁK BALÁZS (2009): Kockázatiprémiüm-sokkok, monetáris politika és árfolyam-begyűrés kis, nyitott országokban

**IV. évfolyam 3. szám (2009. október)**

BALOGH CSABA (2009): Az MNB-kötvény szerepe a hazai pénzügyi piacokon. Mi az összefüggés a magas kötvényállomány, a banki hitelezés és az állampapír-piaci kereslet között?

HOLLÓ DÁNIEL (2009): Kockázatalakulás a lakossági jelzáloghitelek piacán

KÉZDI GÁBOR–KÓNYA ISTVÁN (2009): Bérmegeállapítás Magyarországon: egy vállalati felmérés eredményei

KARÁDI PÉTER (SZERK.) (2009): Gazdaságciklus-modellek újragondolása – konferencia az MNB-ben

**IV. évfolyam 2. szám (2009. július)**

HOMOLYA DÁNIEL (2009): Működési kockázatotőke-követelmény hazai bankrendszerre gyakorolt hatása

LESZKÓ ERIKA (2009): Nem kell félnünk a kerekítéstől!

MUNKÁCSI ZSUZSA (2009): Kik exportálnak Magyarországon? Vállalati méret és külföldi tulajdon szerinti exportkoncentráció és a külföldi tulajdon hatása az exportorientációra

PINTÉR KLÁRA–PULAI GYÖRGY (2009): Kamatvárakozások számszerűsítése piaci hozamokból: aktuális kérdések

VARGA LÓRÁNT (2009): A magyar szuverén hitelkockázati felár alakulása a pénzügyi válság kitörése előtt és után nemzetközi összehasonlításban

**IV. évfolyam 1. szám (2009. május)**

BAKONYI ÁKOS–HOMOLYA DÁNIEL (2009): Az MNB által folytatott Hitelezési felmérés hatékonyságának visszamérése

BAKSAY GERGELY–P. KISS GÁBOR (2009): Törvény a fiskális felelősségről – az első felvonás

MÁK ISTVÁN–PÁLES JUDIT (2009): Az FX-swappiac szerepe a hazai pénzügyi rendszerben

P. KISS GÁBOR–SZEMERE RÓBERT (2009): Almát körtével? Mérlegen a visegrádi országok állami kiadása

**III. évfolyam 3. szám (2008. december)**

FISCHER ÉVA (2008): Pénzügyi integráció kihívásai a kelet-közép-európai régióban

KOROKNAI PÉTER (2008): Magyarország külföldi tartozása nemzetközi összehasonlításban

ODORÁN RITA–SISAK BALÁZS (2008): A magyar gazdaság készpénzigénye – továbbra is olajozottan működik a rejtett gazdaság?

REPPA ZOLTÁN (2008): Kamatvárakozások és a hozamgörbét befolyásoló makrogazdasági sokkok

SZÜCS ADRIEN (2008): Érme lesz a 200 forintos címlet

**III. évfolyam 2. szám (2008. szeptember)**

KARVALITS FERENC (2008): Monetáris politikai kihívások – globális perspektíva és a magyarországi helyzet

DÁVID SÁNDOR (2008): Az egységes euro pénzforgalmi térség, a SEPA

HOMOLYA DÁNIEL–SZIGEL GÁBOR (2008): Önkormányzati hitelezés – kockázatok és banki viselkedés

JUHÁSZ RÉKA (2008): Optimális infláció és az inflációs cél mértéke: Nemzetközi tapasztalatok és magyarországi szempontok

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

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

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

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

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

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

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

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



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

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

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

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

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

## II. évfolyam 1. szám (2007. június)

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

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

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

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

## I. évfolyam 2. szám (2006. december)

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

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

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

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

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

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

## I. évfolyam 1. szám (2006. június)

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

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

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

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

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

# 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.

### Jelentés a fizetési rendszerről / Report on payment systems

Magyarul és angolul, évente egy 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, VIII. ÉVFOLYAM, 1. SZÁM**

2013. január

Nyomda: D-Plus

H-1037 Budapest, Csillaghegyi út 19-21.

