



MNB-szemle

2014. július





MNB-szemle

2014. július



Jelen kiadvánnyal a Magyar Nemzeti Bank célja az, hogy a szakmai és szélesebb közvéleményt közérthető formában tájékoztassa a magyar gazdaságban végbemenő alapvető folyamatokról, és 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: Bodnár István, P. Kiss Gábor, Kocsis Zalán, Szegedi Róbert

A kiadványban szereplő cikkek szerzői: Ábel István, Banai Ádám, Banyár József, Bodnár László, Csontos Orsolya, Hosszú Zsuzsanna, P. Kiss Gábor, Körmendi Gyöngyi, Luspay Miklós, Lehmann Kristóf, Madarász Annamária, Mérő Bence, Motyovszki Gergő, Nagy Koppány, Szalai Zoltán, Szebelédi Ferenc, Windisch László, Zubor Zoltán

A kiadványt jóváhagyta: Kisgergely Kornél, Nagy Márton, Palotai Dániel

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank

Felelős kiadó: Hergár Eszter

1850 Budapest, Szabadság tér 9.

www.mnb.hu

ISSN 1788-1463 (on-line)

Tartalom

Összefoglaló	3
Ábel István, Lehmann Kristóf, Motyovszki Gergő, Szalai Zoltán: Deflációs félelmek a fejlett gazdaságokban	7
Banai Ádám, Hosszú Zsuzsanna, Körmendi Gyöngyi, Mérő Bence: A kamatcsökkentés hatása a banki jövedelmezőségre	18
Banyár József, Nagy Koppány, Szebelédi Ferenc, Windisch László, Zubor Zoltán: A nyugdíj-biztosítási ajánlás háttere	23
Bodnár László, Luspay Miklós, Madarász Annamária: MNB-kötvény betétesítésének hatása a pénzforgalomra	36
Csortos Orsolya, Lehmann Kristóf, Szalai Zoltán: Az előretekintő iránymutatás elméleti megfontolásai és gyakorlati tapasztalatai	45
P. Kiss Gábor: Elkülönített nyugdíjegylenleg	56
Függelék: A nyugdíjrendszerek rövid áttekintése	62
Függelék – Az MNB-szemle eddig megjelent cikkei (2006. június – 2014. március)	64
A Magyar Nemzeti Bank kiadványai	69

Összefoglaló

TISZTELT OLVASÓ!

A Magyar Nemzeti Bank nagy jelentőséget tulajdonít annak, hogy széles körben ismertté váljanak azok a jegybanki elemzések, amelyek különböző időszerrű, közérdeklődésre számot tartó gazdasági és pénzügyi folyamatokkal foglalkoznak. Az MNB-szemle 2014. második száma összesen hat cikket tartalmaz, az aktuális jegybaki gondolkodás széles körét felölelve.

Ábel István, Lehmann Kristóf, Motyovszki Gergő és Szalai Zoltán tanulmánya a fejlett gazdaságok deflációs félelmeiről ír. A cikkben kifejtik, hogy az árszint csökkenése önmagában nem defláció. De ha az árszint csökkenése kiterjedt, tartós, beépül a várakozásokba és a likviditási csapda korlátozza a monetáris politika mozgásterét, valamint adósságszpirál kialakulásától lehet tartani, akkor deflációs veszély fenyeget.

Banai Ádám, Hosszú Zsuzsanna, Körmendi Gyöngyi és Mérő Bence azt vizsgálja, hogyan hat a kamatcsökkentés a banki jövedelmezőségre. A jegybanki kamatcsökkentések számos csatornán keresztül gyakorolnak hatást a magyar bankrendszer jövedelmezőségére. Tanulmányukban áttekintik az alapkamat–banki jövedelmezőség kapcsolat szempontjából fontos hatásmechanizmusokat. Ezután számszerűsítik egy 100 bázispontos kamatcsökkentés hatását a bankrendszer jövedelmezőségére. Eredményeik szerint a jövedelmezőségi hatás kétéves időhorizonton bár nem elhanyagolható, a monetáris politika transzmisszióját nem befolyásolja érdemben. Mivel számításaiik függenek a makrogazdasági környezet kiinduló állapotától, így az eredmények nem használhatók automatikusan bármely kamatszint mellett.

Banyár József, Nagy Koppány, Szebelédi Ferenc, Windisch László és Zubor Zoltán a nyugdíjbiztosítási ajánlás háttérét mutatja be. Annak érdekében, hogy az öngondoskodást valóban elősegítő, az ügyfelek igényeit és szükségleteit kielégítő és a jogalkotó szándékának megfelelő biztosítási termékek legyenek a piacon, a Magyar Nemzeti Bank 2014. május 26-án ajánlást adott ki. A cikk az ajánlás háttérében meghúzódó elméleti és gyakorlati megfontolásokat összegzi.

Bodnár László, Luspay Miklós és Madarász Annamária az MNB-kötvény betétesítésének hatása a pénzforgalomra címmel írt tanulmányt. Cikkünkben azt vizsgálják, hogy az MNB-kötvény betétte alakítása milyen lehetséges alkalmazkodási reakciókat válthat ki likviditás terén a bankrendszer szereplőiből, majd historikus adatsor segítségével arra keresik a választ, hogyan érintheti a hitelintézeteket az MNB-kötvény fedezeti körből való kiesése.

Csortos Orsolya, Lehmann Kristóf és Szalai Zoltán az előretekintő iránymutatás elméleti megfontolásait és gyakorlati tapasztalatait elemezte. Az előretekintő iránymutatás válság alatti gyakorlatát és annak tapasztalatait a Federal Reserve (Fed) és az Európai Központi Bank (EKB) példáján keresztül mutatják be. Vizsgálódásaik szerint elmondható, hogy a válságot követően ezen kommunikációs eszköz stratégiai jelentősége csökkenhet, de egyértelmű elmozdulás történt a monetáris politikai helyzetértékelés és az arra való reakciók kommunikálása, így a transzparensabb jegybanki működés felé.

P. Kiss Gábor a nyugdíjgyenleg fiskális szabályozásáról írt tanulmányt. Az európai uniós fiskális szabályok a nyugdíjjárulék és nyugdíjkiadás éves egyenlegét veszik figyelembe, így a hosszabb távú egyensúlytalanság kezelésére nem adnak megfelelő ösztönzést. Indokolt lehet, hogy a nyugdíjgyenleg kerüljön ki e fiskális szabályok hatálya alól, annak egyensúlyát úgy szabályozva, hogy az hosszabb időtávon legyen biztosított. Ebben az esetben megszűnne az azonnali hatású lépések irányába megjelenő ösztönző hatás, ami a lassabb hatású intézkedéseket a rövid távra koncentráló szabályok miatt háttérbe szoríthatja. E nagyobb rugalmasság akkor nem ad lehetőséget visszaélésekre, ha a nyugdíjgyenleg előrevetítése megbízható, ellenőrzött módon történik, és a hosszabb távú egyenleg korrekciójához szükséges intézkedések meghozatala nem halogatható. Szükséges továbbá a nemzeti szabályok és az EU fiskális keretrendszerének harmonizálása.

Szerkesztőbizottság

Ábel István, Lehmann Kristóf, Motyovszki Gergő, Szalai Zoltán: Deflációs félelmek a fejlett gazdaságokban

2014 elején erősödtek az eurozóna deflációjával kapcsolatos aggodalmak. Az eurozóna számos országában az alacsony vagy negatív infláció növeli a defláció kockázatát. Az Európai Központi Bank kommunikációja arra utal, hogy komolyan számolnak a defláció kockázatával. A japán gazdaságpolitika már több mint egy évtizede a deflációval küzd, és az utóbbi időben a gazdaságélénkítés érdekében a mennyiségi és a minőségi lazítás több eszközét is alkalmazza. Magyarországon deflációs kockázatok közvetlenül nem fenyegetnek, egy esetleges euroövezet-beli tartós deflációnak és az ezzel járó stagnálásnak azonban lennének kedvezőtlen hatásai ránk nézve is. A cikkben kifejtjük, hogy az árszint csökkenése önmagában nem defláció. De ha az árszint csökkenése kiterjedt, tartós, beépül a várakozásokba és a likviditási csapda korlátozza a monetáris politika mozgásterét, valamint adósságspirál kialakulásától lehet tartani, akkor deflációs veszély fenyeget.

ÁRCSÖKKENÉS ÉS DEFLÁCIÓ

Az árszínvonal csökkenése (negatív infláció) önmagában nem feltétlenül jelent deflációt. Ahhoz, hogy deflációról beszélhessünk, több tényező együttes teljesülése szükséges. Ha az árszintcsökkenés tartós, gyenge a keresleti környezet (negatív kibocsátási rés mellett) és az árszínvonal jövőbeli alakulására vonatkozó várakozásokba is beépül, akkor a gazdaságban defláció van. A deflációt erősíti, ha a jegybank likviditási csapda¹ helyzetbe kerülve nem tud kellően alacsony reálkamatot fenntartani. Nem jelent deflációt az, ha az árszint egyszeri, átmeneti hatású sokkok miatt csökken (pl. indirekt adók mérséklése, bázishatás). Az árcsökkenés sem defláció, amely a technológiai fejlődés, a termelékenységnövekedés vagy a nemzetközi verseny erősödésének eredményeként válik tartóssá. Az ilyen jellegű árcsökkenés általában csak egyes szektorokat érint, és nem az egész gazdaságot általánosan jellemző árcsökkenésként jelenik meg. A defláció jellemzően az aktivitás visszaesésével párosul, míg a technológiai fejlődés, a termelékenységnövekedés és a növekvő verseny eredményeként bekövetkező árcsökkenés a gazdasági növekedésre kedvezően hat.

A termelékenység növekedése és a nemzetközi kereskedelmi verseny természetes módon hathatnak az árak csökkenésének irányába. Ez lehet sokszerű, ekkor beszélünk pozitív kínálati sokkról, ami például a nyersanyag- és energiaárak hirtelen és tartós csökkenése nyomán, illetve ugrásszerű technikai fejlődés eredményeként adódhat. A mai globális gazdaságban ilyen tényezőként említik egyes szolgáltatások fejlődését, ami például árcsökkenést eredményez a telekommunikáció és a pénzügyi szolgáltatások területén. Az Egyesült Államokban jelenleg megfigyelhető árcsökkenési trend jobbra ilyen tényezőkre vezethető vissza. Az ilyen árcsökkenés deflációs veszélyt nem jelent. Bár más termékek árainak csökkenésébe is begyűrűzhet, de megállíthatatlan spirálban csökkenő termelést és növekvő munkanélküliséget nem okoz, hiszen ekkor nem az általános árszínvonal eséséről beszélünk, hanem csak a gazdaságban lévő relatív árak megváltozásáról. Egyes termékek olcsóbbá válása esetén a vásárlók az ennek révén megmaradó jövedelmüket más termékekre költethetik, vagy az olcsóbb termékből többet vásárolhatnak. Esetleg ha megtakarítják, más szereplők kölcsönvehetik azt és elkölthetik. Az aggregált kereslet csökkenése is lehet sokszerű (egyszeri negatív keresleti sokk), például

¹ A likviditási csapda kérdésével már Keynes is részletesen foglalkozott, bár hozzátette, hogy a gyakorlatban ő még nem látott ilyen szituációt. Keynes megállapításait részletesen idézi Burdekin–Siklós (2004). Az irodalomban kialakult egy „abszolút” és egy „relatív” felfogása. Az előbbire ad például Krugman (1998) a japán defláció okait és a gazdaságpolitikai kiutat tárgyaló nagy hatású írásában. Ebben a felfogásban likviditási csapda akkor alakul ki, amikor a jegybank elérte nominális kamataival a zéró alsó korlátot és már nem tud tovább élénkíteni. A relatív értelmezést Krugmannel vitatkozva Jan A. Kregel fejtette ki. Kregel értelmezésében a likviditási csapda már a zéró alsó korlát előtt is kialakulhat, amikor a piacok egyoldalúvá válnak, mert minden szereplő szerint már csak a kamatok emelkedése valószínű, további csökkenése nem. A szereplők a kamatemelkedés miatti tőkeveszteség kockázatait elkerülendő nem tartják a kötvényeket, ehelyett nem kamatozó eszközt kívánnak tartani (készpénz, likvid számlapénz stb.). Közös azonban mindkét érvelésben, hogy nagyon alacsony irányadó kamatok mellett a monetáris politika kamateszköze hatástalanná válhat. Bővebb ismertetését lásd Csontos et al. (2014).

a fogyasztók vagyonában bekövetkezett hirtelen értékvesztés miatt (pl. a részvényárfolyamok esése következtében). Fontos azonban itt is világosan látni, hogy ez önmagában még nem jelent deflációt. Bár a tőzsdei árfolyamok jelentős esése a deflációs kockázatok növekedését jelezheti, deflációs veszélyről csak abban az esetben beszélhetünk, ha a negatív keresleti sokk következtében az árak csökkenése tartós, ez beépül a várakozásokba, és a monetáris politika mozgástere is korlátozott a folyamatok ellensúlyozására. Ilyen helyzet kísérőjelensége a likviditási csapda, amikor a szinte korlátlan likviditáskínálat sem képes megfordítani az árak és a termelés csökkenését.

A DEFLÁCIÓ KEDVEZŐTLEN HATÁSAI

A defláció három csatornán keresztül foghatja vissza a gazdasági aktivitást. Az egyik csatorna a reálkamat emelkedése nyomán a magánszektor keresletének, a fogyasztásnak és a beruházásoknak a kiesésén vagy halasztásán keresztül okoz öngerjesztő recessziót és tartós árszínvonal-csökkenést.² A másik csatorna a munkapiaci merevségek és a bérek nominális csökkentése ellen ható erők következtében létrejövő korlátozott munkapiaci alkalmazkodás. Az árszint csökkenése esetén a reálbér csökkentése különösen nagy nominálbér-csökkentést igényelne. Bár a munkásokat szűkös helyzetükben nem akadályozná az alacsonyabb bérű munka vállalása, az alkalmazkodást hátráltatják a munkapiaci merevségek, a munkaadókat kötő szabályok és szerződések, ami növekvő munkanélküliséghez és csökkenő termeléshez vezethet.³ Rugalmasabb munkapiaci alkalmazkodás nélkül a recesszióból való kilábalás igen hosszadalmas lehet. A defláció költségeit növelő harmadik csatorna az adósságszpirál és az általa kikényszerített adósságkeelépítéssel járó veszteségek. Az adósságkeelépítés realterheinek növekedése miatt is fenntarthatatlan adósság csökkentése érdekében a gazdasági szereplők gyakran a vagyontárgyakat áron alul kénytelenek eladni. A kényszerlikvidálás, a pénzügyi eszközök, ingatlanok elértéktelenedése elkerülhetetlen akkor, amikor ezektől mindenki szabadulni kényszerül az adósság csökkentése érdekében.

Reálkamat csatorna

A defláció költségeinek többsége nem az infláció szigorúan vett negatív értékétől függ, hanem a legtöbb esetben már a várakozásokat alulmúló, de még pozitív infláció esetén is megjelennek a kedvezőtlen hatások (amelyek később kifejezett deflációhoz is vezethetnek). A hangsúly a várakozásoktól való eltéréseken van,

mert ez vált ki alkalmazkodási kényszert. Az egyik ilyen hatás, hogy a vártnál alacsonyabb infláció (vagy defláció) megemeli a reálkamatokat, és ez hat a vállalkozások és a háztartások döntéseire. Magasabb reálkamatok mellett a fogyasztás elhalasztása csökkenti a keresletet, növeli a munkanélküliséget. A magasabb reálkamatok a beruházások tőkeköltését is növelik, így a hozam nettó jelenértékének csökkenése a beruházások visszaeséséhez vezet. A kereslet csökkenése árleszorító hatású, ami tovább növelheti a reálkamatot, és beindulhat egy negatív spirál. Ebben a mechanizmusban a szereplők adósságállománya (*stock*) nem kerül szóba, a termelés, beruházás és fogyasztás (*flow*) kategóriái közötti kapcsolatokról beszélünk a hagyományos gazdasági ciklusokkal kapcsolatban megszokott keretben.

Itt fontos kiemelni, hogy a reálkamat a nominális kamattal mellett a gazdasági szereplők inflációs várakozásaitól függ. A negatív várakozások öngerjesztő folyamatokon keresztül destabilizálhatják a gazdaságot, míg a megfelelően horgonyzott pozitív inflációs várakozások elejét vehetik egy ilyen spirálnak. A deflációs spirál kialakulását számos más stabilizáló mechanizmus is megakadályozhatja. Mindent egybevéve a gazdasági ciklus ezen csatornáin keresztül kialakuló deflációnak gyakorlati jelentősége csekély, a hagyományos eszközökkel stabilizáló fiskális és monetáris politika nyomán a megfelelően horgonyzott várakozások előbb-utóbb a recesszióból való kilábalást segítik.

Probléma akkor merülhet fel, ha a fiskális és a monetáris politika mozgástere is korlátozott. Likviditási csapda közelében lehetséges például, hogy a központi bank nem képes elegendő stimulust biztosítani a defláció semlegesítésére, hiszen nem tudja a nominális kamattal megfelelő mértékű csökkentésével ellensúlyozni a reálkamat megemelkedését. Ebben a helyzetben a szinte korlátlan likviditáskínálat is képtelen lehet megfordítani az árak és a termelés csökkenését. Ilyenkor a monetáris politika előrettekintő iránymutatása az inflációs várakozásoknak a hosszabb távú inflációs cél felé navigálását segítheti. Az inflációs cél horgony szerepének betöltése a monetáris politika hitelességén múlik, és ettől függ az előrettekintő iránymutatás sikeressége. Akkor működik, ha a jegybank el tud köteleződni amellett, hogy akkor is alacsonyan fogja tartani a jövőben az alapkamatot, amikor azt a makrogazdasági helyzet már nem igényelné, és egyúttal képes megakadályozni, hogy a hosszú hozamok idő előtt megemelkedjenek az inflációs várakozások megemelkedése miatti megnövekedett tőkevesztés-kockázatok következtében. Ezt a jegybank szükség esetén hosszabb

² A történelem deflációs epizódjait a XIX. század végéig áttekintő Burdekin–Siklos (2004) írás részletesen leírja az egyes epizódokat, melyek többsége a reálkamat csatorna mechanizmusával írható le. A deflációs adósságszpirál, melyet Fisher-féle adósságdeflációnak neveztek a szerzők, csak mint komoly fenyegetésként kerül szóba a történelmi áttekintésben, bár az 1929–33-as válság során éppen ez zajlott le. Ezzel kapcsolatban kiemelik nemzetközi jellegét, azt, hogy fontos megkülönböztető jellemzője a többi epizóddal szemben, hogy az Egyesült Államokban és a világ számos más országában egyszerre következett be.

³ Keynes szkeptikus volt a bércsökkentésekkel mint alkalmazkodási mechanizmussal szemben olyankor, amikor az aggregált kereslet egyébként is elégtelen. Felfogásában a bérek fontos részei az aggregált keresletnek, azok további csökkenése erősítheti a negatív spirált.

lejárható értékpapír-vásárlásokkal is elérheti.⁴ Az alacsony reálkamatpálya ígérete és az inflációs várakozások célhoz hangoltsága együttesen gazdaságélénkítő hatást gyakorol.

Munkapiaci merevségek

A másik csatorna, amelyen keresztül a defláció költségei jelentkeznek, a reálbér-alkalmazkodás korlátozottsága. Mérsékelt pozitív infláció esetén is elérhető egy enyhe reálbércsökkenés úgy, ha a nominális bérek nem emelkednek az infláció mértékével. Ha a gazdaságban van termelékenységnövekedés, akkor egy lassú reálbér-alkalmazkodás is elérhető úgy, hogy a reálbér-emelkedés mértéke elmarad a termelékenység növekedésének mértékétől (lásd alább a keretes írás). Alacsony vagy

negatív infláció esetén azonban a reálbérek csökkentésének egyedüli módja a nominális bérek csökkentése marad. Számos tanulmány foglalkozott azzal a kérdéssel, hogy a munkavállalók nehezen fogadják el bérük számszerű nominális csökkenését, azaz a nominális bérek lefelé merevek (lásd Akerlof et al., 1996; Altonji–Devereux, 2000; Benigno–Ricci, 2011; Daly–Hobijn, 2014 és Kahn, 1997). Egy negatív sokkot követően a vállalatok így kevésbé tudják a termelésük bérhányadát a reálbérek csökkentésével mérsékelni, ezért inkább a munkaerő elbocsátásán keresztül teszik ezt, ami a munkanélküliség növekedéséhez, a recesszió súlyosbodásához vezethet. Defláció esetében a reálbérek nemhogy kevésbé tudnak alkalmazkodni, de egyenesen nőni fognak, ami a kiinduló sokktól függetlenül növelheti a munkanélküliséget.

1. keretes írás

A fajlagos munkaköltségek (ULC) alkalmazkodásáról

A nemzetközi ár- és bérversenyképesség szempontjából meghatározó tényező a fajlagos munkaerőköltségek (ULC) külföldi versenytársakéhoz viszonyított aránya (ULC alapú reálárfolyam). Ennek három tényezője a nominális árfolyam, a nominális bérek, illetve a munkaerő termelékenysége. A reálárfolyam leértékelődése javítja a versenyképességet, és ez gyengébb nominális árfolyammal, alacsonyabb nominális bérekkel vagy magasabb termelékenységgel érhető el. Ezek közül a leginkább kedvező az az eset, amikor a javulás a gyorsabban növekvő termelékenységen keresztül valósul meg, hiszen ez nem vezet gazdasági visszaeséshez, munkanélküliséghez. A reálleértékelődés egyéb módzatai viszont problémákat okozhatnak.

A nominális bérek jelentős csökkentése a fent említett merevségek miatt általában csak súlyos munkanélküliség körülményei között képzelhető el, ami a kereslet csökkenésén keresztül recesszióhoz és erősödő deflációhoz vezet, továbbá jelentős adósságállományok esetén a lentebb kifejtett adósságspirál kialakulását is okozhatja. Mindez felülírhatja a gyengébb reálárfolyam versenyképesség-növelő hatását. Az ilyen típusú alkalmazkodást segítheti, ha a külkereskedelmi partnerországokban magas a bérinfláció, ekkor ugyanis a relatív bérek a hazai nominális bérek effektív csökkentése nélkül is könnyen javíthatók.

A valuta nominális árfolyamának leértékelődése közvetlenül az importáron és közvetve a versenyképesség javulása miatt feltehetően bővülő külső keresleten keresztül inkább inflációs hatású, itt figyelembe kell azonban venni az export közvetlen és közvetett importtartalmát, illetve a gazdaság külföldi devizában denominált adósságállományának méretét. Az árfolyam leértékelődése esetén hazai valutában kifejezve nő a külföldi adósság értéke, ami növeli az adósság reálterhét. Az így kényszerűen beinduló mérlegalkalmazkodás ellensúlyozhatja a gyengébb árfolyam export-versenyképességre gyakorolt kedvező hatását, és szélsőséges esetben deflációs spirál elindítója is lehet, ami súlyosbodó recesszióval járhat.

⁴ Lásd bővebben Csontos et al. (2014) és Aglietta (2013), 19–24. o. A Federal Reserve, a Bank of England és a Bank of Japan is kombinálta az előretekintő iránymutatást értékpapír-vásárlásokkal annak érdekében, hogy a hosszabb hozamokat is alacsonyan tartsák. A jegybankok általában a rövid kamatszengmensre összpontosítanak, a hozamgörbe hosszabb lejáratúinak csak szükség esetén avatkoznak be. A szándékolt cél elérése ebben a szengmensben sokkal bizonytalanabb.

Deflációs adósságspirál

A harmadik csatorna ennél is nagyobb problémát jelent. A fenntarthatatlan méretűvé vált adósságállományok csökkentése érdekében tett lépések a fogyasztás és a beruházások visszaesését okozzák. Az inflációs pályának az adósság felvételekor vártnál alacsonyabb alakulása növeli az adósság reálterhét. Ha minden adós képes lenne elkerülni a csődöt, akkor a hitelezők javára történő jövedelemátcsoportosítás következne be defláció idején. Mivel a hitelezőket általában magasabb megtakarítási ráta jellemzi, ezért ez a jövedelemátcsoportosítás csökkenti a fogyasztási keresletet. A keresletkiesés és az árcsökkenés együtt az adóbevételek csökkenésével jár, miközben az államadósság finanszírozási terheit ez nem csökkenti, emiatt a hiány növekedhet. De még ez sem okoz feltétlenül gondot, mert elképzelhető, hogy a halasztott fogyasztás és a csökkenő beruházás miatt növekvő lakossági és vállalati megtakarítások makroszinten finanszírozzák a hiány növekményét, emiatt nem feltétlenül romlik a fizetési mérleg. A nagyobb baj a magánszektor adósságai miatt keletkezhet. A lakosság és a vállalatok adósságterheinek növekedése egy deflációs spirálba kerülő gazdaságban hasonló hatású, mint amit a devizaadósságnál az árfolyam leértékelődése okoz. Az adósság nominálisan rögzített, és általában a korábbi magas kamatok terhelik, miközben a hitelek mögött lévő eszközök (ingatlan vagy más biztosítékok) értéke a deflációval csökken. Már ahhoz is, hogy a fennálló hiteleket ne kelljen csökkentenie, a vállalatnak újabb biztosítékot kell felajánlania, kiegészítve a közben elértéktelenedő fedezeteit. Ez a magánszektor adósságleépítésre, a mérlegszerkezet átalakítására (*deleveraging*) kényszeríti. Az adósságleépítési törekvés következményei már öngerjesztő hatásúak. Az erre fordított pénz nem jelenik meg keresletként, hanem többnyire közvetlenül és áttételesen is csökkenti a beruházásokat.

A fogyasztás elhalasztása miatti keresletcsökkenés (ha az még nem adósságleépítés miatti tartós csökkenés) inkább kapacitáskihasználatlanságot okoz és átmeneti jellegű, nem vezet a kapacitások leépülésére. Az adósságleépítés azonban általában a kapacitásokat szűkíti. Ennek kialakulásához ráadásul nem is feltétlenül szükséges, hogy az árak ténylegesen csökkenjenek, már az is elég, ha az áremelkedés üteme tartósan elmarad attól, mint amit a hitel felvételekor vártak. Ilyen esetben jelentősen magasabb lesz az adósságszolgálat (reálkamat) az eredetileg számítottnál. Ez a meglepetés a kalkulációk újragondolását kényszeríti ki, és ez egyfajta mérlegalkalmazkodás kezdete, ami a tovagyrúzó és öngerjesztő csatornákon keresztül csaphat át deflációba.

Míg a termelés, beruházás és fogyasztás (*flow*) kölcsönhatásai a gazdasági ciklus során stabilizáló mechanizmusokat is kiválta-

nak, az adóssággal (*stock*) kapcsolatos összefüggések alapvetően megváltoztatják a helyzetet. A bankok kitüntetett szerepet játszanak e folyamatban. Látni, hogy ügyfelek bajba kerülnek, csökkentik a hitelezést. Mivel a bankok nemcsak a vállalatokat hitelezik, hanem más bankokat is, a hitelviszafogás tovagyrúzik, és más bankokat is a hitelek csökkentésére kényszerít. Ez pedig újabb ügyfeleket hoz nehéz helyzetbe, és tovagyrúzik a kedvezőtlen folyamat. Normál gazdasági ciklus idején a bankrendszer képes megállítani az adósságspirált, és ezzel stabilizálja a gazdaságot. A konjunkturális és hitelezési feszültségeket észlelve a jegybank csökkenti a kamatot, és likviditást juttat a bankrendszerbe. Így nem kényszerül a bankrendszer csökkenteni a hitelezést, és képes segíteni a recesszióból való kilábalást. A magánszektor pedig mérsékli megtakarításait, és növekszik a fogyasztási és beruházási kereslet a piacon. Az adósságspirál esetében azonban a bankszektor likviditásának biztosítása és az alacsony kamatok mellett a magánszektor továbbra is igyekszik csökkenteni az adósságát, növelve megtakarításait. A megtakarítás növelése viszont kevesebb fogyasztást és visszaeső beruházást jelent, ami a recesszió mélyülésén keresztül öngerjesztő hatású módon kudarcba fullad. A lakosság jövedelmei visszaesnek, nem sikerül akkora megtakarítást elérni, ami az adósságot a kívánt szintre csökkentené, sőt az immár csökkentett adósság terhe relatíve még súlyosabb a jövedelemhez viszonyítva, ezért még inkább próbál megtakarítani. A vállalati szektor mérlegalkalmazkodása hasonlóképpen önbeteljesítő kudarc, és az adósságleépítés folytatása irányába kényszeríti.

A jegybank kamatcsökkentése és a likviditás fenntartása segít, de csak korlátozott eredményre vezet. A kamatcsökkentés egy bizonyos szint alá nem mehet, mert a likviditás ezen túl készpénzben csapódik ki (abszolút vagy relatív) likviditási csapda, keresletet nem generál. A deflációs adósságspirált, ha egyszer beindul, nehéz megállítani. Önmagától, beavatkozás nélkül pedig a recesszió tartóssá válhat (stagnálás). Az adósságspirál a fent tárgyalt deflációs epizódokhoz képest azért különösen fenyegető, mert adósság nélkül a megtakarítási kényszer hamar enyhülne, és a rendszer stabilizálna. Az adósságspirál esetében az adósság reálfelértékelődése defláció esetén folyamatosan újratermeli e kényszert, és ezzel öngerjesztő módon táplálja a deflációs mechanizmust.

MIT TEHET A JEGYBANK A LIKVIDITÁSI CSAPDA ELÉRÉSE ESETÉN?

Amíg a monetáris politika mozgásterét nem korlátozza a likviditási csapda, addig konvencionális eszköztárával el tudja érni a reálkamat csökkenését, ami az élénkítő aktivitáson keresztül a deflációs nyomást ellensúlyozhatja.⁵ A nulla közeli kamatszint

⁵ A jegybank defláció elleni fellépésének széles eszköztárát ismerteti Bernanke (2002) és Svensson (2003). A deflációs veszélynek a monetáris politika szemszögéből történő értékelésre jó példa Borio–Filardo (2003) írása.

környékén azonban más a helyzet. Itt előfordulhat, hogy a gazdaság stabilizálásához szükségesnél magasabb a reálkamat, amit a jegybank már nem tud az alapkamat csökkentésével tovább mérsékelni, így a tartósan gyenge reálgazdasági környezetben defláció alakulhat ki.

Ekkor a defláció ellen az inflációs várakozásoknak egy pozitív inflációs célhoz való hiteles horgonyzásával próbálhat meg eredményt elérni, hiszen ez likviditási csapda esetén is korlátozhatja az előretekinthető reálkamat növekedését, továbbá meggátolja, hogy a defláció beépüljön a várakozásokba, és öngerjesztő folyamatokat indítson el. Még ebben az esetben is előfordulhat azonban, hogy az így előálló reálkamat magasabb annál, mint ami a gazdaság stabilizálásához szükséges lenne. A rövid lejáratú kamatok nullára csökkentésén túl segíthet még a hosszú távú hozamok mérséklése is. Mindehhez nemkonvencionális monetáris politikai eszközökre, mennyiségi és minőségi lazításra is szükség lehet. A mennyiségi lazítás olyan eszközvásárlásokat takar, amelyek során a központi bank aktívan beavatkozik egyes pénzügyi eszközök piacán, és ezáltal csökkenti az ottani, akár hosszabb lejáratú hozamokat is. Ilyen lépéseket tett a mostani válság kitörése után a Fed, a Bank of England és a Bank of Japan, illetve bizonyos mértékben az Európai Központi Bank is. Ennek hatásossága a pénzügyi rendszer állapotától is függ. A másik, jelenleg leginkább alkalmazott módszer az ún. előretekintő iránymutatás (*forward guidance*), ami a monetáris politika jövőbeli alakulására vonatkozó várakozások aktív befolyásolásával próbál hatást gyakorolni a jelenbeli makrogazdasági folyamatokra. Ez a laza monetáris kondíciók és az alacsony kamatkörnyezet tartós fenntartásának ígéretével próbálja meg lejjebb szorítani a hosszú lejáratú nominális kamatokot is, ami így előre tekintve egy alacsonyabb várt reálkamatpályát igyekszik kialakítani a jelenben, és ezzel ösztönzőleg hatni a reálgazdaságra.⁶

Mindezek ellenére, amikor már megjelent a defláció, és beépült a várakozásokba, akkor a fenti lépéseknek is valószínűleg csak korlátozott lehet a hatása. Éppen ezért, ha kellően nagy a defláció kialakulásának kockázata, érdemesebb lehet preventív módon reagálni rá, és inkább megelőzni, mint harcolni ellene.

A Taylor-szabály és a Fisher-egyenlet

A deflációs csapda elméleti lehetőségének egyik legismertebb mai modelljét Benhabib et al. (2001) ismerteti. Elemzésük nagy visszhangot váltott ki, és bár a vizsgált DSGE modell feltevései meglehetősen megszorítóak, a szemléltetésül használt egyszerű keret későbbi gyakorlati elemzéseknél is jól bevált (Antolin-

Diaz, 2014; Bullard, 2010). Az alábbiakban Antolin-Diaz (2014) ábrázolását vesszük át a deflációs veszély szemléltetésére a japán, az európai és az amerikai adatokat használva.

Az 1. ábrán két összefüggést szemléltetünk sematikususan. Az egyik összefüggés a monetáris politika kamatdöntését ábrázolja az infláció függvényében: $r_{nominális} = f(\pi)$. Ezt nevezhetjük a Taylor-szabály görbének, amely azt fejezi ki, hogy az infláció emelkedésére a jegybank kamatemeléssel válaszol, méghozzá az infláció ütemének növekedésével nem arányosan, hanem annál agresszívabb kamatemeléssel, minél gyorsabb az áremelkedés. Ezt az arányeltérést fejezi ki a görbe felfelé hajló része. Az infláció persze általában nem közvetlenül a kamatváltozásra reagál, hanem a keresleti és a kínálati viszonyok eltéréseinek tükré. Túlkereslet esetén áremelkedés, túlkínálat esetén ár-csökkenés a piac reakciója. A kereslet és a kínálat egyensúlytalanságát a kibocsátási rés is kifejezi (nem csak az infláció), és ez is része a Taylor-szabálynak (bár az ábrán ezt nem tettük explicitté). Ha a kibocsátási rés negatív, ha kereslethiány és recesszió jellemzi a gazdaságot, akkor ennek ellensúlyozására a jegybank csökkenti a kamatot. A kamatcsökkentésnek azonban van egy abszolút alsó korlátja nulla százaléknál, ezt szemlélteti a Taylor-szabály görbe ellaposodása a vízszintes tengelyhez közelítve.⁷

Az 1. ábrán szereplő másik összefüggés, melyet szaggatott vonallal jelzünk, és melyet Fisher-egyenletnek szokás nevezni (Fisher, 1933). E szerint a gazdaság szereplői döntéseiknél a reálkamat ($r_{reál}$) mértékét veszik figyelembe. A nominális kamat ($r_{nominális}$) ennek a reálkamatnak az inflációs várakozásokkal (π^e) megnövelt értéke:

$$r_{nominális} = r_{reál} + \pi^e$$

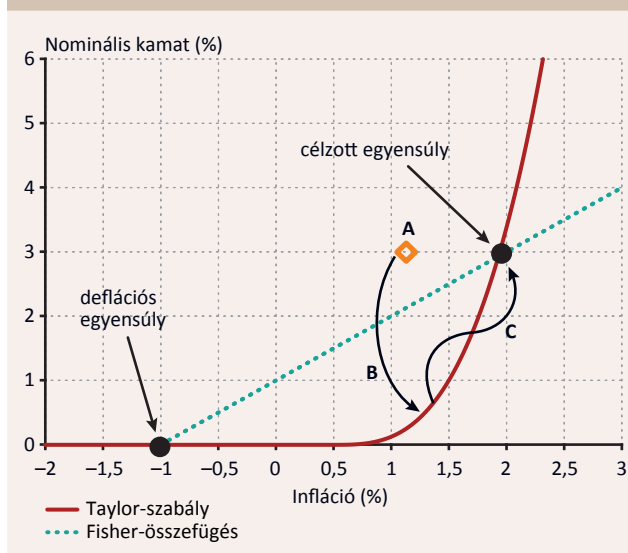
Az ábrázolt Fisher-összefüggés azt az állapotot mutatja, amikor a várt infláció megegyezik a tényleges inflációval, a reálkamat pedig 1 százalék (más reálkamatszintekhez más, párhuzamos egyenesek tartoznak). Ha ez az érték az *egyensúlyi reálkamat* (konstans 1 százalék), akkor e mellett változatlan az infláció, ez alatt inflációs, e felett pedig deflációs/deflációs nyomás alakul ki. A Taylor-szabályt ábrázoló görbe és az egyensúlyi reálkamathoz tartozó Fisher-féle szaggatott vonal metszésénél kerül egyensúlyba a gazdaság abban az értelemben, hogy a monetáris politika döntési szabálya által implicált nominális kamat és a gazdaságban lévő infláció eredményeként éppen az egyensúlyi reálkamat áll elő. A két metszéspont közül a kívánatos célzott egyensúly az, ahol az infláció megegyezik a jegybank inflációs céljával (ezt figyelembe véve határozódik meg

⁶ Modern kötvénypiacok mellett ezt az élénkítő törekvést megíúsíthatja, ha a szereplők túlreagálják az élénkítő inflációs várakozásokat, és a kötvények árfolyamvesztését elkerülendő eladásokba kezdenek. Az eladások a reálhozamok emelkedését eredményeznék. Lásd Csontos et al. (2014).

⁷ Lásd az 1. lábjegyzetet az abszolút és a relatív alsó korlátról vagy likviditási csapdáról.

a Taylor-szabály). Ha a gazdaság az 1. ábrán A ponttal jelzett pontban van, az nem egyensúlyi állapot. Az infláció alacsonyabb, a reálkamat pedig magasabb, mint az egyensúlyban lenne. Erre a gazdasági szereplők például úgy reagálhatnak, hogy érdemes ilyen reálkamatok mellett megtakarításaikat növelni, vagyis csökken a fogyasztás, ami keresletcsökkenésen keresztül az árakat is mérsékli. Ez a jelenség az infláció csökkenése és esetleg negatív kibocsátási rés kialakulása miatt kamatcsökkentést indokolhat a monetáris politika részéről. Ezt jelzi az ábrán a B jelű pályaszakasz. A kamatcsökkenés egy idő után beruházásokat indukál, ezek növekvő foglalkoztatást és a kereslet növekedését eredményezhetik, ami inflációs nyomás kialakulására és végső soron kamatemelésre vezet (C szakasz).

1. ábra
A Taylor-szabály és a Fisher-egyenlet



Az alkalmazkodási folyamatot itt csak elnagyoltan és feltevésekre épülő elvi érveléssel írtuk le. Részletesebb elemzésre lenne szükség a mennyiségi jellemzők pontos összemérésével ahhoz, hogy realisabb képet kaphassunk az alkalmazkodásról. Felmerül a gyanú, hogy adott esetben az alkalmazkodás nem a kívánatos egyensúly irányába húz, hanem a 2. ábrán szemléltetett deflációs csapda felé lejt a pálya. Ebben a helyzetben a reálkamat éppen az egyensúlyi szintjén van, de nem teljesül a jegybank inflációs célja, és a monetáris politikának korlátozottak a lehetőségei további lazításra, a reálkamat további csökkentésére. Ettől a ponttól balra, az egyensúlyinál magasabb reálkamat esetén pedig öngerjesztő módon fokozódik a deflációs nyomás.

Részletesebb elemzésben bemutatathatnánk a likviditási csapda ismertebb, abszolút változata helyett a relatív változatot is, ek-

kor a Taylor-szabályt képviselő görbe végig zérónál magasabb marad, és pozitív értéknél metszi a nominális kamatok képviselő tengelyt. A fenti bemutatás azért is leegyszerűsítő, mert egyetlen kamattal jellemzi a monetáris kondíciókat, miközben a valóságban a teljes hozamgörbe játszik szerepet a monetáris transzmisszióban. A nagy, likvid kötvénypiacokon a hosszú hozamok viselkedését nagyban befolyásolják a növekedési és inflációs várakozások, miközben érzékenyek a rövid kamatok változásaira. A magasabb várt inflációt ezeken a lejáratokon a magasabb nominális kamatok nem tudják kompenzálni a kötvényeken elszennvedett tőkeveszteség miatt, tehát a hosszú kamatok viselkedése bizonytalan, a fenti egyszerű Fisher-egyenlet annak még az irányát sem tudja jól leírni.⁸

Végül emlékeztetünk, hogy a Taylor-szabály a monetáris politika lehetőségeit ragadja meg és a fiskális politikát explicit módon nem építi be. Richard Koo szerint, aki a „mérlegválság” fogalmát bevezette az irodalomba, a mérlegalkalmazkodás miatt a gazdaság élénkítését csak fiskális politikai expanzióval lehet elérni.⁹

JAPÁN ÉS AZ EUROZÓNA INFLÁCIÓS JELLEMZŐINEK ÖSSZEHASONLÍTÁSA

A japán jegybank stratégiai keretrendszere továbbra is elsődlegesen az árstabilitás elérését célozza. A 2013. januári monetáris politikai ülésen 2 százalékos inflációs célt vezettek be erőteljesebb elköteleződéssel, mint az egy évvel korábbi átmeneti cél. Mivel az ország hosszú idő óta elhúzódó deflációs nehézségekkel szembesül, ezért a jegybank minden eszközzel igyekszik elkötelezni magát a deflációs spirálból való kitörés mellett.

Az elmúlt 15 évben Japánban az átlagos éves árváltozás $-0,3$ százalék volt. Az 1929–33-as nagy gazdasági válsággal szemben, amikor viszonylag rövid idő alatt nagy árcsökkenés következett be, Japánban egy kismértékű, de nagyon hosszú időn keresztül tartó fogyasztói árcsökkenést tapasztaltunk. A munkanélküliség terén is mérsékelt volt a romlás, a legrosszabb időkben is csak 5,5 százalékos volt a munkanélküliség, szemben a nagy gazdasági válság idején kialakult tömeges munkanélküliséggel. Azt mondhatnánk, hogy a jelenkori japán defláció egy krónikus életmód problémához hasonlítható. Mihelyt a várakozások erre álltak be, a kitörés igen nehezzé vált. Japánban a helyzet kezelését az is nehezítette, hogy a jegybanki kamat már 1995-ben 0,5 százalékra csökkent, és további csökkentésre már szűk tér maradt. Az árcsökkenés ártott a beruházásoknak és fékezte a gazdaság növekedését. Makrogazdasági szempontból azonban a fogyasztóiár-deflációnál jóval nagyobb veszteséget okozott az adósságdefláció, illetve a drámai ingatlanárésés.¹⁰

⁸ Lásd Kregel (2000), ismerteteti Csontos et al. (2014).

⁹ Koo számítása szerint 1999–2005 között a költségvetés 460 trillió jen deficitköltekezéssel 2000 trillió jen GDP-t „mentett meg”

¹⁰ Naohiko et al. (2005) és Koo (2012). Az ingatlanárak 1990-ben 87 százalékkal estek. Az értékpapír- és ingatlanvagyon-vesztés az 1989-es GDP háromszorosát tette ki, míg 1923–33-ban az USA-ban az éves GDP-vel egyezett meg (Koo, 2012).

A japán gazdaság az elmúlt másfél évtizedben a hosszan elhúzódó mérlegleépítési folyamat miatt súlyos növekedési nehézségekkel szembesült.¹¹ Az 1990-es évek első felében jelentős áresés zajlott le az ingatlanpiaci eszközök területén (5 év alatt a felére estek a városi ingatlanok árai), ami a növekedési kilátások jelentős csökkenése miatt a privát szektorban adósságleépítést (mérlegalkalmazkodást) eredményezett. A gazdaságpolitika a rugalmas béralkalmazkodás irányába mozdult el, hogy tompítsa a foglalkoztatás visszaesését. A csökkenő bérek, az erős vállalati verseny és a növekvő import miatt a vállalatok árazási stratégiája megváltozott, és defláció (az általános árszínvonal csökkenése) alakult ki.

A tartós defláció összefüggött a gyenge gazdasági növekedési várakozásokkal. Az 1990-es évektől induló adósságleépítés alatt a gazdaságélénkítést a folyamatos monetáris lazítással sem sikerült elérni. Az 1999-től alkalmazott zéró alapkamat politikáját a japán jegybank egészen a deflációs várakozások fennállásáig hirdette meg. A monetáris lazítás azonban eredménytelennek bizonyult. Sőt, a 2001-ben érzékelhető globális recessziós félelmek tovább erősítették Japánban az alacsony gazdasági aktivitással és az árszínvonal csökkenésével kapcsolatos várakozásokat. A jen felértékelődése a dollárral szemben súlyosbította a folyamatot. Mindez rontotta az export-versenyképességet és olcsóbbá tette az import termékeket, ami szintén az infláció mérséklődése irányába hatott. Mivel a hagyományos monetáris politikai eszközök már elérték korlátaikat, a japán jegybank 2001 és 2006 között mennyiségi lazítást kezdett alkalmazni annak érdekében, hogy a monetáris kondíciók további lazítása révén a gazdasági növekedést és a hitelezést újra beindítsa. A hatéves időszak alatt nem sikerült a gazdaságot érdemben élénkíteni, és a deflációs várakozások megszilárdultak. Az előretekintő iránymutatás és az értékpapír-vásárlás együttesen is alig tudta csökkenteni a hosszú lejáratú hozamokat, és bizonyosan kevés volt ahhoz, hogy az aggregált keresletet élénkítse.¹² A szereplők mérlegalkalmazkodása, a bankok kockázatkerülése dominálta a jegybanki politika hatását.¹³ A globális pénzügyi válság alatti újabb növekedési nehézségek mellett a további monetáris lazítás sem tudta tartósan megakadályozni az árszínvonal további csökkenését.

A továbbra is fennálló zéró alapkamat miatt 2013 áprilisában a japán jegybank vezetői az ún. „mennyiségi és minőségi lazítás” (MML) program bevezetéséről döntöttek. Két pillérrel igyekeznek növelni a mérlegfőösszegben a hosszabb lejáratú japán államkötvények arányát. Egyrészt éves ütemben 50 billió jennel bővítették az eszközvásárlási program keretösszegét, másrészt a mérlegben lévő eszközök átlagos lejáratát hosszabb lejáratú eszközök vásárlásával igyekeztek növelni. Így az eddigi átlagos 3 éves lejárat 7 évre növekedhet. Az ülésen egyhangúan döntöttek arról, hogy a fő céleszköz a fedezetlen egynapos hitelráta helyett a monetáris bázis lesz. Terveik szerint évente 60–70 billió jennel bővül majd a monetáris bázis, és a programot az inflációs várakozások cél körüli stabilizálódásáig tartják fenn. A mennyiségi és minőségi lazítás kiterjesztésével egy időben előretekintő iránymutatásában jelezte a bank, hogy ezt a politikát (agresszív lazítás) mindaddig fenn fogja tartani, amíg az infláció tartósan a 2 százalékos célérték közelébe emelkedik.

A japán tapasztalatokat szemlélve felmerül a kérdés, hogyan lehetett volna ezt elkerülni. Ahearne et al. (2002) elemzése szerint a defláció bekövetkezése Japánban teljesen váratlan volt. Az erőteljes verseny vállalati racionalizálást kényszerített ki, ami miatt nőtt a munkanélküliség, és bár a fogyasztás bővült, a defláció tartóssá vált.

DEFLÁCIÓ FELÉ SODRÓDIK AZ EUROZÓNA

Az eurozónában az infláció már több hónapja a cél alatt alakul. Ugyanakkor az alacsony inflációt leginkább néhány ország negatív árváltozása, illetve az alacsony energia- és nyersanyagárak okozzák, nem az egész eurozónára kiterjedő csökkenő kereslet. Emellett az inflációs várakozások a cél körül horgonyoztak, övezeti szinten nem látszanak a vásárlások elhalasztásának jelei, és az Európai Központi Bank előrejelzése szerint az előrejelzési horizonton az aggregált kereslet fokozatosan növekszik. Az Európai Központi Bank ezért nem látja közvetlen veszélynek az övezeti szintű deflációt.¹⁴

¹¹ Shirakawa korábbi jegybankelnök szerint Japán két évtizedet veszített el, és ebből csak az első évtized tulajdonítható a mérlegválságnak. Egy évtized után a mérlegek kitisztultak; azt követően alapvetően a társadalom öregedésével magyarázható az alacsony növekedési ütem: a munkavállalói korú népességre vetítve ugyanis az egy főre jutó GDP növekedési üteme megfelel más fejlett országok hasonló adatának. A demográfiai problémát nem látja kezelhetőnek az aggregált kereslet élénkítésével (Shirakawa, 2012).

¹² Ugai (2007), Aglietta (2013).

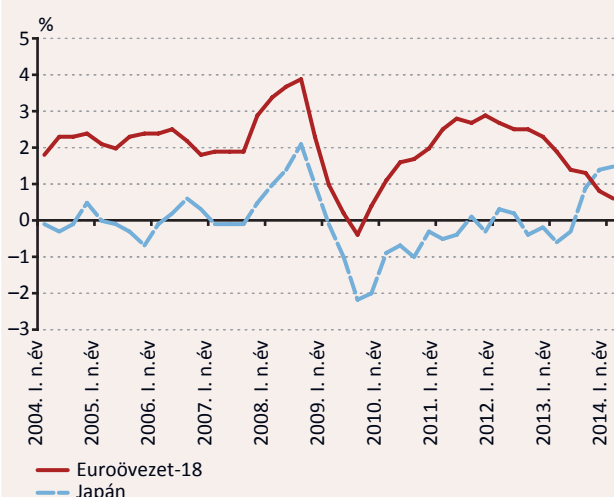
¹³ „Az inflációs várakozások horgonyozottságának fontosságát széles körben elismerik, és sok jegybank ezt a monetáris politika hatékonysága egyik mutatójának tekinti. Ugyanakkor nincs elfogadott elméletünk arra, hogy miként tereljük vissza az inflációs várakozásokat a célra, ha egyszer lefelé eltolódtak. Különösen nincs olyan elméleti magyarázatunk, amely megmagyarázná, hogy miként lehet emelni az inflációs várakozásokat a zéró alsó korlát mellett, illetve amely ennek elérésére alkalmas és megvalósítható monetáris politikát javasolna.”

¹⁴ Ezzel kapcsolatban sok az ellenvetés, számos elemző úgy látja, hogy az Európai Központi Bank halogató magatartása nagyon kockázatos (Mody, 2014).

Az inflációs trendek bemutatása

A makrogazdasági összefüggések kereteiből kilépve, pusztán az áralakulásra koncentrálva is láthatunk deflációra utaló jeleket az eurozónában. Az eurozóna inflációs tendenciáit az 1990-es évek óta deflációval küzdő Japán folyamataival összevetve az utóbbi időben nyugtalanító a kép (2. ábra).

2. ábra
A fogyasztóiár-index alakulása Japánban és az eurozóna 18 országában



Forrás: OECD.

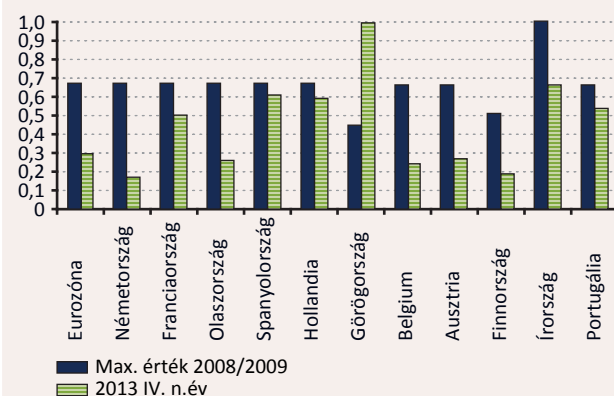
Egyes eurozónabeli országokban, elsősorban azokban, amelyek súlyos válságba kerültek és külső mentőprogramra szorultak, megfigyelhető negatív áralakulás (Ciprus, Görögország és Lettország). Ez azonban önmagában még nem jelenti azt, hogy övezeti szintű defláció fenyegetne, ugyanis ezekben az országokban a zóna egészéhez képest szükséges relatív áralakalmazkodás nem zárja ki az ilyen negatív áralakulás átmeneti voltát. A csatlakozás előtti, a zóna átlagát meghaladó, és emiatt versenyképességet rontó árak kiigazítása a csatlakozás után, egy monetáris unión belül árcsökkenést feltételez, mert az árfolyam leértékelése nem korrigálja a korábbi eltérést. A monetáris unión belüli egyes országok negatív áralakulása addig nem okozhat deflációt, amíg az országok többségében pozitív infláció van. Egy integrált piacon az arbitrázmechanizmus biztosítja, hogy az árkülönbségek nagysága bizonyos korlátok között maradjon, hosszabb időhorizonton a termelési tényezők áramlása is ebbe az irányba hathat.

Az eladósodottabb országokban azonban a reálkamatok jelentősen megnövekedtek, miközben az infláció egy százalék alá

esett, ami így együttesen már a deflációs adósságspirál kialakulásának veszélyét jelzi. Nulla közeli infláció esetében a reálbér csökkentésével szembeni ellenállás (nominálbérmerevség) felerősíti a munkapiaci alkalmazkodás zavarait. Ez jelenleg az eurozóna perifériaországaiban kapott különös hangsúlyt, mert a versenyképesség helyreállítása a reálberek csökkenését kényszeríti ki. Az eurozónán belüli áreltérések dinamikája kedvezőtlen, és a divergencia irányába mutató hatások működnek. Mivel az irányadó kamat minden tagországban azonos, magasabb inflációjú országokban a reálkamat alacsonyabb, ami a növekedés élénkítésének irányába hat. A problémákkal küzdő perifériaországokban jelenleg deflációs tendenciák érvényesülnek, ami egyben magasabb reálkamatot jelent, ami a recesszió mélyülésének irányába hat.¹⁵

Az eurozóna országai közötti különbségek figyelembevételével Husabő (2014) egy olyan deflációs kockázati indikátort számolt, amely azt méri, hogy a háromhavi árváltozásokban a negatív érték milyen széles körben fordult elő.¹⁶ A deflációs kockázat értékeléséhez nemcsak az Európai Központi Bank inflációs mutatójára (HICP) vonatkozóan méri a negatív változást, hanem a termelői árak (PPI), a GDP-deflátor és a bérek negatív változásait, valamint azt is figyelembe veszi, hogy az HICP komponenseinek nagyobb része mutatott-e negatív változást. Az indikátorban nemcsak a termékdimenziót, hanem az időbeliséget is figyelembe veszi. Ha az év több mint felében érvényesült negatív ártrend, azt tekinti deflációnak. Az indikátor harmadik eleme a várakozások alakulását méri. A deflációs indikátor 0 és 1 közötti értéket vehet fel, az 1 érték a deflációt jelző érték. Az országoként számolt indikátorértékeket a 3. ábra mutatja be.

3. ábra
A deflációs kockázati index alakulása az eurozónában (2008/2009 és 2013)



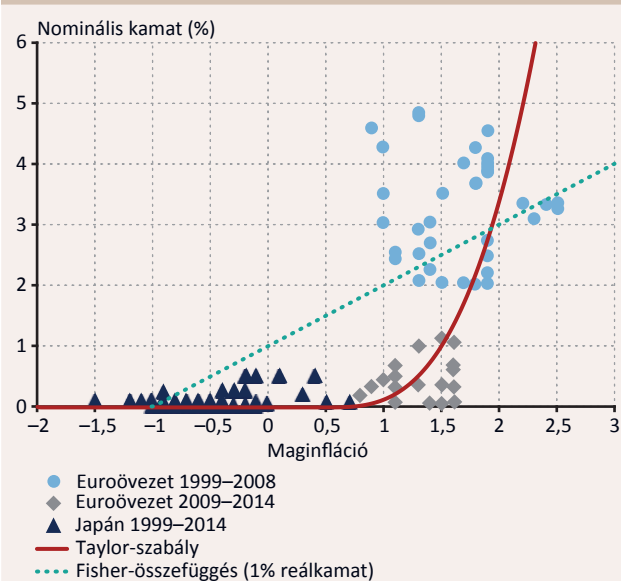
Forrás: Husabő (2014).

¹⁵ A súlyosbodó divergencia veszélyére Walters (1986) hívta fel a figyelmet.

¹⁶ A defláció soktényezős mérési kérdéseivel foglalkozó IMF-tanulmányok közül Decressin–Laxton (2009) és Kumar et al. (2003) adnak részletes áttekintést.

A 3. ábra alapján azt látjuk, hogy a defláció veszélye Görögország kivételével minden egyes tagországban csökkent 2013 végére az azt megelőzően kritikus 2008–2009-es maximum értékekhez képest. Ebben az összehasonlításban a defláció veszélye csökkenni látszik az eurozóna egészében. Időközben azonban változott a monetáris politika is, és a defláció szempontjából kritikus nulla kamathoz kerültünk közelebb. Japán és az eurozóna inflációs és kamatadatait ábrázolva a Benhabib et al. (2001) által tárgyalt és Bullard (2010), valamint Antolin-Diaz (2014) által alkalmazott keretben a 4. ábrán látható kép adódik, amely arra utal, hogy defláció felé sodródott az eurozóna.

4. ábra
Defláció felé sodródik az eurozóna



A defláció kockázatát nem zárja ki teljesen az Európai Központi Bank sem abban az esetben, ha az övezeti szintű árindex tartósan nagyon alacsonyan, például egy százalék alatt marad. Ez már befolyásolhatja a vásárlók várakozásait is. Továbbá, ha az övezet egészében alacsony az infláció, akkor az megnehezíti a versenyképességüket veszített országok relatív áralkalmazkodását: nagyobb bér- és költségcsökkentésre van szükség a relatív versenyképesség visszanyeréséhez, esetleg kisebb, de hosszabb ideig elhúzódó negatív áralakulásra lehet szükség.

Bár az Európai Központi Bank ezt nem említi, a deflációnak elemzők által hangoztatott adósságspirál változata már jelenleg is hat.¹⁷ Az adósok (háztartások, vállalatok és a közületi szektorok) reálterhei magasabbak, mint a hitelfelvételkor számított adósságszolgálat. Ez különösen érvényes az árcsökkenést megtapasztalt, válság sújtotta országokban. Ezekben az országokban a mérlegalkalmazkodást az alacsony infláció vagy az ár-

csökkenés tovább nehezíti. Az IMF értékelésében (Moghadam et al., 2014) az eurozónában kialakult helyzetet jelenleg a defláció szó helyett a „lowflation” verbális innováció tükrözi.

ÖSSZEGZÉS

Deflációról akkor beszélhetünk, ha az árcsökkenés tartós kereslethiány (negatív kibocsátási rés) mellett, stagnáló gazdaság és zero közeli kamatkörnyezetben következik be, amikor az inflációs várakozások is tartósan alacsony szinten maradnak. Átmeneti tényezők hatására bekövetkező árcsökkenés nem defláció. A termelékenység növekedése vagy az árverseny okán bekövetkező tartós árcsökkenés sem defláció, mert ez általában a gazdasági növekedés élénkülésével párosul. Ez alapján Japán elveszett évtizede a deflációval való küzdelem jegyében telt, és a jelenlegi folyamatok a nagyon erőteljes mennyiségi és minőségi lazítás ellenére sem ígérnek gyors kilábalást ebből. Az eurozóna egészét tekintve a deflációs kockázatok alacsonyak, ugyanakkor egyelőre nem dönthető el, hogy a periféria országai kialakult kényszerű adósságkepzés közben ezek a gazdaságok talpra tudnak-e állni, vagy belecsúsznak egy adósságspirállal jellemzett deflációba.

FELHASZNÁLT IRODALOM

AGLIETTA, M. (2013): *The zero lower bound and the financial instability hypothesis. An inquiry into the arcane of monetary policy*. URL: http://www.univ-paris13.fr/cepn/IMG/pdf/texte_cepn_150313.pdf.

AHEARNE, A-J. GAGNON-J. HALTMAIER-S. KAMIN (2002): Preventing Deflation: Lessons from Japan's Experiences in the 1990s. *International Finance Discussion Papers*, No. 729, June. Board of Governors of the Federal Reserve System.

AKERLOF, GEORGE A.-WILLIAM T. DICKENS-GEORGE L. PERRY (1996): The Macroeconomics of Low Inflation. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1996-1, pp. 1–52.

ALTONJI, JOSEPH G.-PAUL J. DEVEREUX (2000): The extent and consequences of downward nominal wage rigidity. *Research in Labor Economics*, Volume 19., pp. 383–431. Emerald Group Publishing Limited.

ANTOLIN-DIAZ, J. (2014): Deflation risk and the ECB's communication strategy. *Fulcrum Research Papers*, 4 February.

BENHABIB, J.-S. SCHMITT-GROHÉ-M. URIBE (2001): The Perils of Taylor Rules. *Journal of Economic Theory*, 96 (1–2) January, pp. 40–69.

¹⁷ De Grauwe (2014).

- BENIGNO, PIERPAOLO–LUCA ANTONIO RICCI (2011): The Inflation-Output Trade-Off with Downward Wage Rigidities. *American Economic Review*, 101, pp. 1436–1466.
- BERNANKE, B. (2002): *Deflation: Making Sure “It” Doesn’t Happen Here*. [Beszéd]. National Economists Club, Washington, D. C. November 21. URL: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm>.
- BORIO, C.–A. FILARDO (2003): *Back to the Future? Assessing the Threat of Deflation*. Basel: Bank of International Settlements.
- BULLARD, J. (2010): Seven Faces of ‘The Peril’. *Review, Federal Reserve Bank of St. Louis*, September, pp. 339–352.
- BURDEKIN, R. C. K.–P. L. SIKLOS (szerk., 2004): *Deflation. Current and Historical Perspective*. Cambridge University Press.
- BURDEKIN, R. C. K.–P. L. SIKLOS (2004): Fears of Deflation and the Role of Monetary Policy, Some lessons and an Overview. In BURDEKIN, R. C. K.–P. L. SIKLOS (szerk., 2004): *Deflation. Current and Historical Perspective*. Cambridge University Press, pp. 1–30.
- CSORTOS O.–LEHMANN K.–SZALAI Z. (2014): Az előretekintő iránymutatás elméleti megfontolásai és gyakorlati tapasztalatai. *MNB-szemle*, Vol. 9. No. 2.
- DALY, M. C.–B. HOBIJN (2014): Downward Nominal Wage Rigidities Bend the Phillips Curve. *Working Paper Series*, 2013-08. Federal Reserve Bank of San Francisco. URL: <http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2013/wp2013-08.pdf>.
- DANSKE BANK (2014): *Monitor. Euro area deflation monitor*, 19 May. URL: http://www.danskebank.com/en-uk/ci/Products-Services/Markets/Research/Documents/EuroAreaDeflationMonitor_190514.pdf.
- DECRESSIN, J.–D. LAXTON (2009): Gauging Risks for Deflation. *Staff Discussion Note*, SPN/09/01. International Monetary Fund.
- DE GRAUWE, P. (2014): Should we worry about deflation?. *The Economist*, 16 January. URL: <http://www.economist.com/blogs/freexchange/2014/01/deflation-euro-zone-1>.
- FISHER, I. (1933): The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica*, March, pp. 337–57.
- HUSABØ, E. (2014) Deflation indicator for the euro area. *Economic Commentaries*, No. 1. URL: http://www.norges-bank.no/pages/99090/Economic%20Commentaries_2014_1.pdf.
- KAHN, SHULAMIT (1997): Evidence of Nominal Wage Stickiness from Microdata. *American Economic Review*, 87, pp. 993–1008.
- KOO, R. (2011): The world in balance sheet recession: causes, cure, and politics. *Real-World Economics Review*, no. 58, 12 December 2011, pp. 19–37. URL: <http://www.paecon.net/PAERReview/issue58/Koo58.pdf>.
- KREGEL, JAN A. (2000): Krugman on the liquidity trap: why inflation will not bring recovery in Japan. In ARENA, R.–N. SALVADORI (szerk.): *Money, Credit, and the Role of the State*, pp. 223–236. Aldershot: Ashgate.
- KRUGMAN, P. (1998): It’s Baaack: Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity*, 29 (2), pp. 137–206.
- KUMAR, M. S.–T. BAIG–J. DECRESSIN–C. FAULKNER–MCDONAGH–T. FEYZIOGLU (2003): Deflation: Determinants, Risks and Policy Options. *IMF Occasional Paper*, No. 221.
- KURODA, H. (2014): *The practice and theory of unconventional monetary policy*, Speech at the 17th World Congress, hosted by the International Economic Association (IEA), Sweimeh, Jordan, 7 June 2014. URL: <http://www.bis.org/review/r140610a.pdf?frames=0>.
- MODY, A. (2014) : *The ECB must – and can – act. But may already have waited too long*. Bruegel. URL: <http://www.bruegel.org/nc/blog/detail/article/1323-the-ecb-must-and-can-act/>.
- MOGHADAM, R.–R. TEJA–P. BERKMEN (2014): *Euro Area – „Deflation” Versus Lowflation*. URL: <http://blog-imfdirect.imf.org/2014/03/04/euro-area-deflation-versus-lowflation/>.
- NAKASO, H. (2014): *The conquest of Japanese deflation – interim report, speech delivered at Athens Symposium “Banking Union, Monetary Policy and Economic Growth”, Athens, 19 June 2014*. URL: <http://www.bis.org/review/r140620d.pdf>.
- NAOHIKO BABA–SHINICHI NISHIOKA–NOBUYUKI ODA–MASAAKI SHIRAKAWA–KAZUO UEDA–HIROSHI UGAI (2005): Japan’s deflation, problems in the financial system and monetary policy. *BIS Working Papers*, No. 188. URL: <http://www.bis.org/publ/work188.pdf?noframes=1>.

SHIRAKAWA, M. (2012): Deleveraging and Growth: Is the Developed World Following Japan's Long and Winding Road?. *Lecture at the London School of Economics and Political Science*, January. URL: https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2012/ko120111a.htm/.

SVENSSON, L. E. O. (2003): Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others. *Journal of Economic Perspectives*, 17 (4), pp. 145–166.

UGAI, H. (2007): Effects of the quantitative easing policy. A survey of empirical analysis. *BOJ Monetary and Economic Studies*, March. URL: <http://www.imes.boj.or.jp/research/papers/english/me25-1-1.pdf>.

WALTERS, A. (1986): *Britain's Economic Renaissance*. Oxford University Press. Oxford.

Banai Ádám, Hosszú Zsuzsanna, Körmendi Gyöngyi, Mérő Bence: A kamatcsökkentés hatása a banki jövedelmezőségre

A pénzügyi közvetítőrendszer megfelelő hosszú távú jövedelemtermelő képessége alapvető fontosságú pénzügyi stabilitási szempontból. Fontos kérdés ezért, hogy a gazdasági folyamatok, és azon belül is a monetáris politika, hogyan befolyásolják a bankrendszer jövedelmezőségét. A jegybanki kamatcsökkentések számos csatornán keresztül gyakorolnak hatást a magyar bankrendszer jövedelmezőségére. Tanulmányunkban áttekintjük az alapkamat–banki jövedelmezőség kapcsolat szempontjából fontos hatásmechanizmusokat. Ezután számszerűsítjük egy 100 bázispontos kamatcsökkentés hatását a bankrendszer jövedelmezőségére. Eredményeink szerint a jövedelmezőségi hatás kétéves időhorizonton –26,9 milliárd forint (vagyis az éves átlagos eltérés –13,4 milliárd forint), ami bár nem elhanyagolható, a monetáris politika transzmisszióját nem befolyásolja érdemben. Mivel számításaink függenek a makrogazdasági környezet kiinduló állapotától, így az eredmények nem használhatók automatikusan bármely kamatszint mellett.

A KAMATCSÖKKENTÉS BANKI JÖVEDELMEZŐSÉGRE GYAKOROLT HATÁSÁNAK LEHETSÉGES CSATORNÁI

Az alapkamat-csökkentés több direkt és indirekt csatornán keresztül érinti a jövedelmezőséget, legközvetlenebbül a banki forinthitel- és forintbetét-kamatokat befolyásolja.

A kamatidősorok alapján az új kibocsátású hitelek és új elhelyezési betétek kamatai gyorsan és nagymértékben követik az alapkamat alakulását, ezért ezeken a kamatmarzs közel változatlan, így a jövedelmezőséget sem érinti közvetlenül.

Áttérve az állományi kamatok alakulására, a betétek jelentős részét teszik ki a látra szóló forintbetétek. Mivel ezek kamata olyan alacsony, hogy nem tud az alapkamattal együtt csökkenni, a betéti marzs szűkül. Ez a kamatcsökkentés egyik legjelentősebb negatív hatása a jövedelmezőségre. A látra szóló betétekhez hasonló az alapkamat-csökkentés hatása a fix kamatozású betéteknél, mivel ezeknél is a kamatfelár csökken együtt az alapkamattal. A referenciakamatozású betéteknél a betéti kamat az alapkamat változását követi, ezért a kamatmarzs változatlan marad, ami így a jövedelmezőséget nem érinti.

A hitelek között is (a betétekhez hasonlóan) találhatók fix és referenciakamatozású termékek. Ezeknél az alapkamat-csökkentés hatásmechanizmusa a betéti kamatoknál leírtakkal megegyező, de ellentétes előjelű, azaz a referenciaárazású

termékeknel az alapkamat-csökkentés nem befolyásolja a jövedelmezőséget, míg a fix kamatú hiteleknél javítja. A forinthitel-állomány közel harmada államilag támogatott lakáshitel. Bár itt a hitelfelvevő számára a kamat hosszú időszakra fixált (legalább 5 évre), a támogatási rendszer miatt a jövedelmezőséget nem befolyásolja jelentősen a kamatcsökkentés. A piaci kamatozású forinthitelek között megjelennek a referenciaárazású hitelek is. A kamatcsökkentés ezeknél sem befolyásolja a jövedelmezőséget lényegesen. Végül, a fedezetlen hitelek között jelentős szerepük van a fix kamatozású hiteleknek, amelyek jövedelmezőségére pozitívan hat a kamatcsökkentés.

A banki hitel- és betéti kamatok változása nemcsak a kamatfeláron, hanem a hitel- és betétállományon keresztül is befolyásolhatja a jövedelmezőséget. A betéti kamatok csökkenése a betétállomány csökkenésével járhat együtt, mivel a háztartások és a vállalatok megtakarításait áthelyezhetik olyan eszközökbe, amelyek nagyobb hozamot biztosítanak. Ez viszont azt is jelenti, hogy a bankrendszernek más, drágább forrásokkal kell pótolnia a magánszektor megtakarításait, ami a jövedelmezőségre negatív hatással van. Minél alacsonyabb szintre süllyed a jegybanki alapkamat, annál erősebb lehet ez a hatás. A hitelkamatok csökkenése ugyanakkor a hitelkereslet növekedését eredményezheti, amely alacsony hitelkockázatú új hitelkihelyezéseken keresztül növeli a teljesítő hitelállományt, javítja a bankok hitelfortfólióját és jövedelmezőségét. Jelenleg a magyar gazdaságban ezt a csatornát több hatás is gyengíti: a háztartások magas eladósodottsága, óvatos fogyasztói visel-

kedése és a bankokkal szembeni bizalmatlansága a háztartási hitelkeresletet a csökkenő kamatok mellett is tartósan alacsony szinten tartja. A vállalati szegmensben 2013 második felében az új kibocsátáson belül jelentős részt tett ki a Növekedési Hitelprogram (NHP), amelynek kamata független a jegybanki alapkamattól, így a kkv-szegmens hitelkeresletére nézve meghatározóbb hatást gyakorolt, mint az alapkamat alakulása.

Az alapkamat-változás a hitel- és betéti állományokon felül a további mérlegtételekből származó nyereség/vesztés alakulását is befolyásolja. Érdemes ezek közül kiemelni a két legfontosabb csatornát: néhány eszközoldali tétel (például állampapír) árának változásából származó átértékelési hasznót és a nyitott árfolyam-pozíciókból következő esetleges bevételeket. A magyar bankrendszer mérleg szerkezetéből és árfolyam-pozíciójából fakadóan egy kamatcsökkentés mindkét csatornán keresztül pozitív hatással van a jövedelmezőségre.

Az alapkamat az eddig említett csatornákon túl a reálgazdaságon és az árfolyam-alakuláson keresztül is befolyásolja a banki jövedelmezőséget. Az alapkamat-csökkentés segíti a hazai konjunkturális kilátások javulását, növeli a beruházást és a foglalkoztatást, valamint a gyengébb árfolyammal elősegíti az export növekedését is. Így egyrészt a beruházás és a termelés növekedésével a vállalati hitelkereslet is nő, másrészt a vállalatok nyereségessége is javul, ami csökkenti a hitelek nemteljesítési kockázatát. Ugyanakkor a gyengébb árfolyam növeli a törlesztési terheket, ami – különösen a nem exportáló, devizában eladósodott vállalatok esetében – ellentétes hatást gyakorol a hitelek nemteljesítési valószínűségére (probability of default – PD). A termelés növekedésével a foglalkoztatás és a háztartások rendelkezésre álló jövedelme is emelkedik, ami növeli a háztartási hitelkeresletet, illetve a hitelképes háztartások számát, és így a jövedelmezőség javulását okozza. Ezen túl két további csatornán keresztül is hat a kamatcsökkentés a hitelek teljesítményére. Az alacsonyabb kamatok a referencia-kamathoz kötött hiteleknél kisebb törlesztőrészt, így javuló portfólióminőséget jelentenek, a háztartási portfóliónál azonban ezek kevésbé jellemzők. A kamatcsökkentés következtében esetlegesen gyengülő árfolyam viszont negatívan hat a devizahitelek teljesítményére, ami a bankrendszerre is veszteségeket ró. A háztartási portfóliónak pedig továbbra is a nagyobb része devizában denominált. Összességében nem egyértelmű tehát, hogy a hitelállomány minősége milyen irányba változik egy kamatcsökkentés hatására.

A gazdasági konjunktúra javulásával a hitelfedezetként szolgáló ingatlanok értéke is emelkedhet, ami a nemteljesítővé vált hitelek veszteségrátájának (loss given default – LGD) csökkenésén keresztül mérsékli a hitelezési veszteségeket. A lakásárak továbbra is csökkenő trendje azonban arra utaló jel, hogy a fedezetértékek növekedéséhez a gazdasági konjunktúra nagyobb mértékű javulására van szükség. A devizahitellel rendelkezőknél

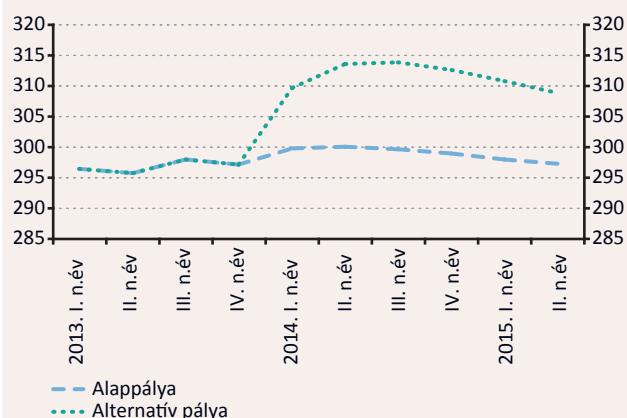
viszont az árfolyam gyengülése az LGD emelkedésével is együtt járhat, ugyanis az árfolyamváltozás – a fennálló tőketartozással ellentétben – a fedezetek forintban kifejezett értékét nem emeli. Mivel a hitellel rendelkező háztartások jelentős része devizában adósodott el, ezért a háztartási portfólió esetében a kamatcsökkentés – a kedvezőbb gazdasági konjunktúra ellenére – a gyengébb forintárfolyam miatt romló portfólióminőséget is okozhat.

Az alapkamat változása a bankrendszer mellett más szektorok jövedelmi helyzetére is hatással van. Az alapkamat-csökkentés az alacsonyabb betéti és hitelkamatok miatt mérsékli a nettó megtakarító szereplők jövedelmét, míg javítja a nettó hitelfeltevők jövedelmi pozícióját. Az alacsonyabb kamatszint a nettó kamatkidáson keresztül javíthatja az államháztartás egyenlegét. A forintbiteleseknel az alacsonyabb kamatszint miatt csökkenő törlesztési terhek javítják, míg a devizahiteleseknel a gyengébb árfolyam következtében magasabb törlesztőrészek rontják a jövedelmi helyzetet.

A HATÁSOK SZÁMSZERŰSÍTÉSE

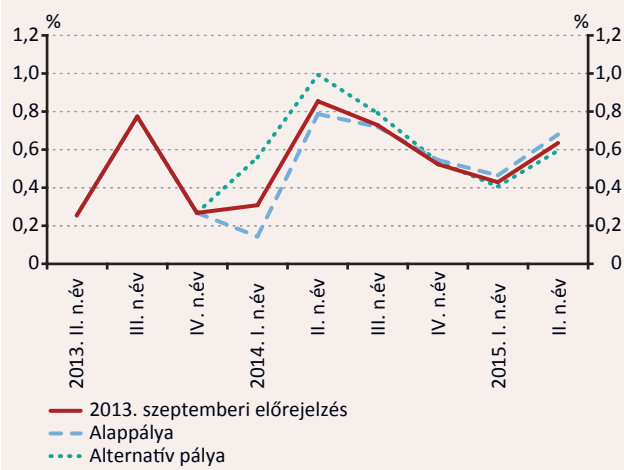
A kamatcsökkentés hatásvizsgálatához a jegybanki stressztesztet használjuk fel (Banai et al., 2013), tényidőszaknak a 2013 második negyedévéig tartó időszakot tekintjük. Az alappályán egy olyan monetáris politika hatását szimuláljuk, ami a 2013 második negyedévéig végbement kamatcsökkentések után a teljes előrejelzési horizonton változatlanul tartja az alapkamatot. Ehhez képest az alternatív forgatókönyv során az alapkamat a két éves horizonton tartósan 100 bázisponttal alacsonyabb. A makrogazdasági pályák generálása az Inflációs Jelentés című MNB-kiadvány előrejelzését is előállító MPM modell (Szilágyi et al., 2013) segítségével történt. Eszerint egy ilyen monetáris politika hatására az árfolyam körülbelül 4 százalékkal gyengébb szintre kerül, míg a GDP növekedési üteme rövid távon nagyobb mértékű lesz, majd a második évben némileg korrigálódik (szintben azonban végig magasabb GDP-pálya ala-

1. ábra
A forint-euro árfolyam szintje a különböző pályákon



kul ki a lazább monetáris kondíciók mellett). (Az 1. és a 2. ábrán a két makrogazdasági forgatókönyv, illetve a GDP-növekedés esetében az MNB 2013. szeptemberi, hivatalos előrejelzése látható. Az alappálya az eredeti, az alternatív pálya pedig az alacsonyabb alapkamathoz tartozó értékeket jelöli.)

2. ábra
A GDP növekedési üteme a különböző pályákon



Így a két pályán a bankrendszer nyereségének különbsége azt adja meg, hogy egy 2013 második negyedéve után bekövetkező, további 100 bázispontos, tartós kamatcsökkentés mekkora változást idéz elő a bankrendszer jövedelmezőségében.

A stresszteszt során szokásosan használt feltevések nagy részét alkalmazzuk ebben az elemzésben is, a probléma specialitása miatt azonban néhány esetben ezeken változtatunk. A jövedelmezőség előrejelzése során eddig azzal a feltevessel éltünk, hogy az előrejelzési horizonton a hitel- és betéti kamatfelárak változatlanok. Mivel jelen esetben alapvető fontosságú, hogy az alapkamat-csökkentés milyen gyorsan és milyen mértékben jelentkezik a betéti és hitelkamatok alakulásában, figyelembe vettük, hogy átárazódás szempontjából a különböző állományok kamatai eltérő mértékben követik az alapkamat változását. Eddigi tapasztalataink alapján (figyelembe véve a bankok mérleg szerkezetét is) a következő feltételezésekkel éltünk: a háztartási betéti kamatokban a 100 bázispontos kamatcsökkentésből csak 75 bázispont valósul meg, míg a vállalati betéti állományon 25 bázispont, a hitelkamatok ugyanakkor teljes mértékben követik az alapkamat változását. Az eszközárak változása miatti ártértékelődésről azt feltételeztük, hogy csak a két éven belül lejáró eszközöket értékelik át. A hitelezési veszteségek előrejelzésének módszertanán és a többi feltételezésen nem változtattunk.

A hitel- és betéti kamatok fentebb leírt módon történő szám-bavételével a jövedelmezőségi modellen keresztül tudjuk majd mérni az alapkamat hitel- és betéti marzsokra gyakorolt közvetlen hatását. A stressztesztet statikus mérleg feltételezésével készítjük, így alap- és stresszpályán is csupán az induló betét- és hitelállományok árfolyam miatti ártértékelése történik. Arra vonatkozóan, hogy a betéti állomány hogyan változik az alapkamat hatására, nem rendelkezünk megbízható becsléssel, a hitelállomány esetében pedig jelentős növekedésnek kellene ahhoz bekövetkeznie, hogy szignifikánsan legyen képes javítani a jövedelmezőséget. Ez azonban a háztartások óvatos viselkedése miatt csekély valószínűségű. Ezért indokolt lehet a szokásosan alkalmazott statikusmérleg-feltétel választása. A háztartási hitelek esetében az LGD számításánál a lakásokkal (és így a fedezetek értékével) kapcsolatban alappályán változatlan-ságot szoktunk feltételezni. Ez a lakáspiacon megfigyelhető folyamatokhoz képest egy (véltetően) optimista feltételezés, így a kamatcsökkentés hatására alakuló pozitívabb lakásárpályát még nem lenne indokolt alkalmazni, ezért a háztartási hitelek fedezetértékének emelkedésével nem számolunk. A gazdasági konjunktúra javulásának kedvező hatása a GDP-n, a foglalkoztatáson, az exporton és a fogyasztáson keresztül megjelenik a háztartási és vállalati PD- és LGD-becslésekben, és ez kedvezőbb portfólióminőséget eredményez. Az árfolyam és a kamatok törlesztőrészekre gyakorolt hatását szintén a PD-becsléseken keresztül számszerűsítjük.

EREDMÉNYEK

A hitel- és betéti kamatok alakulásán keresztüli hatás döntően a látra szóló betétekből származó, csökkenő kamatjövedelemben tükröződik. Becsléseink szerint a két pálya között jelentkező különbség a teljes, kétéves horizonton 28,2 milliárd forint, azaz, ha 100 bázisponttal csökken az alapkamat, az a csökkenő kamatjövedelemen keresztül évente 14 milliárd forinttal mérsékli a bankrendszer jövedelmezőségét.

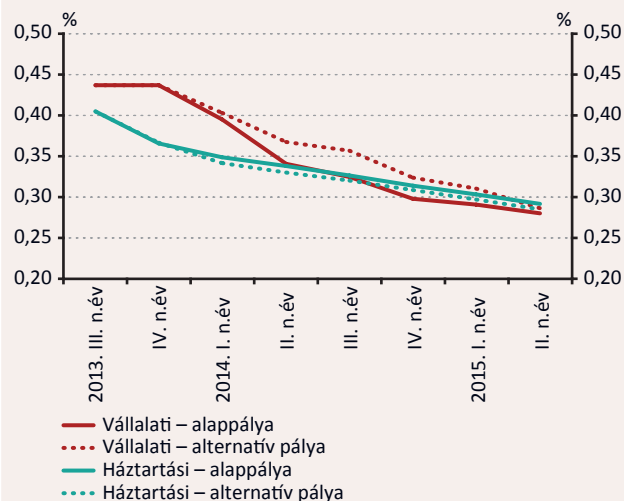
A nyitott árfolyam-pozícióból fakadóan a 4 százalékkal gyengébb árfolyam a kétéves horizonton körülbelül 1,3 milliárd forintos pozitív ártértékelési hatást eredményez.¹ A 100 bázispontos kamatcsökkenés az eszközoldali tételek átárazódásán keresztül 10,3 milliárd forint pozitív eredményt jelent bankrendszeri szinten.

Mind a vállalati, mind a háztartási portfólió esetében az alacsonyabb alapkamat miatti gyengébb forintárfolyam kezdetben növeli a nemteljesítő hitelek arányát és a nemteljesítéskor várható hitelezési veszteségeket. Ezt a hatást az első negyedévekben

¹ A külföldi befektetésekből származó nyitott pozíció esetleges eredményhatását nem vettük figyelembe.

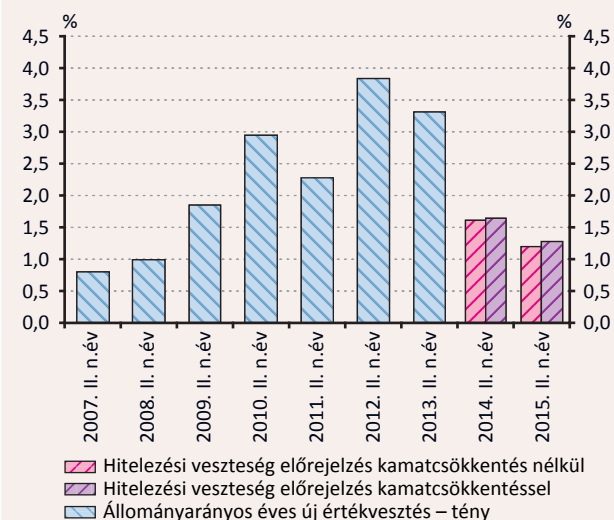
csak az alacsonyabb kamatok miatti kisebb törlesztőrészletek ellensúlyozzák, majd hosszabb távon az erősebb gazdasági konjunktúra is szerepet kap, melynek hatása késleltetve jelentkezik. Ezek eredőjeként a vállalati portfólió esetében a hitelezési veszteségek az alacsonyabb alapkamattal számoló pályán magasabbak, különösen a kétéves horizont első évében, majd fokozatosan közelítik az alappálya értékeit (3. ábra).

3. ábra
Az értékvesztés eredményrontó hatása az állomány arányában

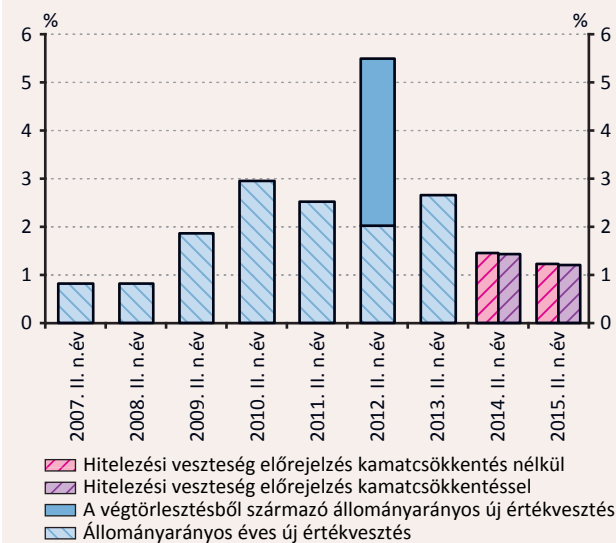


Alacsonyabb alapkamat mellett a háztartási portfólión szinte a teljes horizonton kismértékben kedvezőbb a hitelezési kockázatok alakulása. (Utóbbiban nagy szerepet játszik az árfolyamgát, amely a devizaadósok jelentős részét megóvjaa az árfolyamváltozás okozta törlesztőrészlet-emelkedéstől. Így a háztartási portfólió esetében az árfolyam hatása mérsékeltebb, mint a vállalati portfólió esetében.) A két pálya közötti

4. ábra
Hitelezési veszteség a vállalati portfólión



5. ábra
Hitelezési veszteség a háztartási portfólión



különbség viszonylag kicsi a teljes hitelezési veszteségekhez képest (4. és 5. ábra). A vállalati portfólió esetében a teljes, kétéves horizonton a hitelezési veszteség alacsonyabb alapkamat mellett 10,8 milliárd forinttal magasabb. A háztartási hiteleknel ugyanezen periódusban a hitelezési veszteség az alacsonyabb alapkamatú pályán kismértékben kedvezőbb, körülbelül 0,5 milliárd forinttal kisebb.

Az eddig említett főbb csatornákon kívül még további, kevésbé fontos vagy technikai jellegű hatással is számoltunk a Szenáriók összehasonlítása során. Ilyen például az a veszteség, amely gyengébb árfolyam esetén a bankoknál az árfolyamgát következtében jelentkezik, vagy az önkormányzati portfólión keletkező értékvesztés eredményrontó hatása, vagy az eltérő adózás előtti jövedelem miatti különbség a fizetendő adóban. Az árfolyamgát következtében 3 milliárd forinttal növekszik a bankok vesztesége az alacsonyabb alapkamat mellett, az alacsonyabb adózás előtti jövedelem miatt viszont 3 milliárd forinttal kevesebb adót kell fizetniük, míg az önkormányzati portfólión keletkező értékvesztés eredményrontó hatása elhanyagolható. A három hatás együtt így mindössze 0,1 milliárd forinttal kisebb jövedelmet eredményez a kétéves horizonton.

A fontosabb hatások két pálya közötti különbségét foglalja össze az 1. táblázat. Eszerint tehát kétéves horizonton az alacsonyabb alapkamat a kamatbevételeken, a vállalati portfólió hitelezési veszteségén és az árfolyamgáton keresztül rontja (összesen körülbelül 42 milliárd forinttal csökkenti), míg az esz-közoldali tételek árának változásán, a nyitott árfolyam-pozíció keresztüli bevételen, a háztartási portfólió hitelezési veszteségein, valamint az alacsonyabb fizetendő adókon keresztül javítja (körülbelül 15 milliárd forinttal) a bankok jövedelmezőségét. Ezek eredőjeként az alapkamat 100 bázispontos, tartós

csökkentése a bankrendszer jövedelmét két év alatt összesen 26,9 milliárd forinttal csökkenti.

1. táblázat
A két pálya közötti különbség főbb csatornánként részletezve

	Különbség (Mrd Ft)
Hitelezési veszteség nélküli jövedelem	-28,2
Eszközök ártértékelődése	11,7
Hitelezési veszteség a vállalati portfólión	-10,8
Hitelezési veszteség a háztartási portfólión	0,5
Egyéb (árfolyamgát, társasági adó stb.)	-0,1
Összesen	-26,9

Érdemes még megjegyezni, hogy a bankrendszeri számok egyedi szintű heterogenitást fedhetnek el: a hitelezési veszteségek változása főleg azoknál a bankoknál lehet negatív, amelyek portfóliójában nagyobb arányban vannak devizahitelek, míg a csökkenő hitelkamatok inkább a forintban hitelezők portfóliójára gyakorolnak erősebb kedvező hatást. A nagybankok közül a legnagyobb negatív eredmény -7,4 milliárd forint. Végül az eredményeink értékelésénél fontos figyelembe venni, hogy a példánkban használt makropálya lefutása nem független a kiindulási állapottól.

KONKLÚZIÓ

Az alapkamat csökkentése a banki jövedelmezőséget több csatornán keresztül befolyásolja (a bankok lehetséges alkalmazkodását figyelmen kívül hagyva). Hatással van a kamateredmény alakulásán, egyes eszközök és források átárazódásán, illetve a hitelportfólió teljesítményén keresztül is a banki profitra. Tanulmányunkban amellet, hogy részletesen bemutattuk ezt a hatásmechanizmust, stressztesztünk keretrendszerét felhasználva számszerűsítettük is egy példán keresztül ezt a hatást. Ez alapján azt találtuk, hogy rendszerszinten egy 100 bázispontos kamatcsökkentés jövedelmezőségi hatása két év alatt -26,9 milliárd forint, vagyis éves szinten nagyjából 13,4 milliárd forinttal csökken a bankrendszer eredménye. Ez – bár nem elhanyagolható – nem olyan mértékű, ami stabilitási szempontból jelentős kockázatot hordozna. Mivel számításaink függenek a makrogazdasági környezet kiinduló állapotától, az eredmények nem használhatóak automatikusan bármely kamatszint mellett.

FELHASZNÁLT IRODALOM

BANAI ÁDÁM–HOSSZÚ ZSUZSANNA–KÖRMENDI GYÖNGYI–SÓVÁGÓ SÁNDOR–SZEGEDI RÓBERT (2013): Stressztesztek a Magyar Nemzeti Bank gyakorlatában. *MNB-tanulmányok*, 109.

SZILÁGYI, KATALIN–DÁNIEL BAKSA–JAROMIR BENES–ÁGNES HORVÁTH–CSABA KÖBER–GÁBOR D. SOÓS (2013): The Hungarian Monetary Policy Model, [A magyar monetáris politikai modell], *MNB Working Papers*, 1.

Banyár József, Nagy Koppány, Szebelédi Ferenc, Windisch László, Zubor Zoltán: A nyugdíj-biztosítási ajánlás¹ háttere

A 2014. január 1-jét követően megkötött nyugdíj-biztosítási szerződések után az adóról való rendelkezés keretében adózási ösztönző vehető igénybe. Annak érdekében, hogy az öngondoskodást valóban elősegítő, az ügyfelek igényeit és szükségleteit kielégítő és a jogalkotó szándékának megfelelő biztosítási termékek legyenek a piacon, a Magyar Nemzeti Bank 2014. május 26-án ajánlást adott ki. Jelen cikk az ajánlás hátterében meghúzódó elméleti és gyakorlati megfontolásokat összegzi. Kiindulási pont, hogy a céloknak a legjobban az egyszerű, áttekinthető termékek felelnek meg. Az adózási ösztönző önmagában alkalmas az értékesítés támogatására, ezért indokolt, hogy annak teljes összege ügyfélőnyként jelentkezzen. A nyugdíjcél elérésére a járadékok, vagy azok különféle kombinációi a legalkalmasabbak, és az egyösszegű kifizetések csak kivételes esetekben támogathatók. Befektetési egységhez kötött életbiztosítások esetében külön figyelemmel kell lenni a befektetésekre és a költségekre. A hosszú távú, nyugdíjcélú megtakarításhoz életciklus személetű befektetési megoldásokat célszerű kapcsolni, amelyek a kezdeti magas hozampotenciállal rendelkezőkhöz képest az életkor előrehaladtával egyre kisebb kockázatú eszközöket tartalmaznak. Ügyfélőny csak a túlzott költségek elkerülése esetén várható, ezért szükséges a korábban piacon tapasztalhatóhoz képest kedvezőbb költségmutatójú termékek megjelenése, erősödése, valamint az, hogy ezek ügyfelekhez történő eljuttatásában a közvetítők hatékonyan működjenek közre.

BEVEZETÉS

Az életbiztosítási piacon hosszú évek óta monoton csökkenő trend figyelhető meg a szerződésállomány tekintetében (a régmúltban kötött CSÉB szerződések hatásától megtisztítva is). Emellett az elmúlt néhány évben az életbiztosítási tartalékok stagnálnak, illetve a rendszeres díjas szerződések díjbevétele is esik. A zsugorodás okaként mindenképpen említeni kell a korábbi adókedvezmény fokozatos megszűnését, a 2008-ban kezdődött pénzügyi válságot és az ügyfelek életbiztosítási termékek iránti bizalmának csökkenését. 2014 trendfordulót hozhat, hiszen a három negatív hatás közül az adókedvezmények terén jelentős előrelépés történt a nyugdíjbiztosításokra bevezetett adókedvezmény kapcsán, miközben a pénzügyi válság enyhülésének jelei is körvonalazódnak, ugyanakkor a „bizalmi válság” feloldásához több időre és bátor lépésekre van szükség mind a szektor, mind a jogalkotó, mind a felügyeleti hatóság részéről. Bizonyos változások történtek már, elsősorban a befektetési egységhez kötött életbiztosítások transzparenciájának javítása érdekében: említendő például a teljes költségmutató (TKM) 2009-es bevezetése (MABISZ, 2009–2014), vagy a jövőre életbe lépő jutalékszabályozás, itt még azonban bőven van teendő. Az jegybank törvényben nevesített feladatai között szerepel a pénzügyi közvetítőrendszer-

rel szembeni közbizalom erősítése, amit a Magyar Nemzeti Bank (MNB) egyik kiemelt céljának tekint. Ennek jegyében született meg nyugdíj-biztosítási ajánlásunk, melynek kapcsán azt várjuk el, hogy az adókedvezménnyel támogatott nyugdíjportfólió olyan termékekben épüljön föl, melyek képesek arra, hogy az ügyfelek erodálódott bizalmát helyreállítsák és erősítsék.

2014. január 1-jei hatállyal az újonnan kötött nyugdíj-biztosítási szerződésekre önálló, éves adókedvezmény jár, amely az adóévben a szerződő által a nyugdíj-biztosítási szerződésre befizetett összeg 20 százaléka, de legfeljebb 130 ezer forint. Ez mértékében hasonló az egyéb, nem biztosítók által értékesített nyugdíjkonstrukciók (önkéntes nyugdíjpénztár, nyugdíj-előtakarékossági számla [nyesz]) adókedvezményeihez. Vagyis ezzel a lépéssel megszűnt a különböző nyugdíj-előtakarékossági megoldások adójogi szempontból eltérő kezelése, amit a biztosítási szakma már régóta kifogásolt, és amit a nyugdíj-biztosítási célú életbiztosítások erős versenyhátrányának tekintett. Az adózási ösztönző módszerében követi azt a néhány éve érezhető, pozitív tendenciát, hogy az adófizetőket nem azonnali készpénzjutattalással akarják arra ösztönözni, hogy hosszú távra lemondjanak készpénzükről, vagyis takarékoskodjanak, hanem úgy, hogy az adókedvezmény maga is a nyugdíjbiztosítást növeli.

¹ MNB (2014).

Már az eltelt rövid időszakban is érezhető, hogy az újonnan bevezetett adózási ösztönző kedvezően hat az életbiztosítási piacra. E kezdődő felfutás azonban csak akkor lehet tartósan sikeres, ha az ügyfelek életbiztosítási termékek és biztosítók iránti bizalma helyreáll, aminek kulcskérdése a nyugdíjtermékek megfelelősége. Ahhoz, hogy a jogalkotó egy adókedvezményt hosszú távon fenntarts, minimálisan szükséges, hogy meg legyen győződve annak hasznosságáról. Egy nyugdíj célú megtakarítás esetében mindenképpen szükséges a hozzáférhetőség megfelelő szabályozása, ez azonban nem elegendő. Az önkéntes nyugdíjpénztárak és a nyesz esetében viszonylag széles és mély szabályozást találunk, amelynek egyik sarkalatos eleme a szigorú költségplafon. A nyugdíjbiztosítás esetében a helyzet némileg más, mert valójában csak a hozzáférés szabályozott, az egyéb paraméterek, opciók és költségek viszont nem. Fontos társadalmi érdek az időskori megélhetés megfelelő szintű biztosítása, amiben lényeges szerep juthat a kiegészítő nyugdíj célú megtakarításoknak is. Az időskori megélhetéshez való hozzájárulás egyik oldalról társadalmi érdek, a másik oldalról viszont olyan egyéni szükséglet, amely sok esetben nem válik tudatos igénnyé. Ahhoz, hogy a nyugdíj célú megtakarításokhoz fűződő, egyéni szükségletekből levezethető állami érdek minél szélesebb körben érvényesülhessen az szükséges, hogy olyan nyugdíjtermékek legyenek a piacon, amelyek ténylegesen alkalmasak az ügyfelek szükségleteit és igényeit kielégíteni. Az állami és a fogyasztóvédelmi érdekek a nyugdíjbiztosítások esetében döntően azonosak, jogi norma formájában azonban jelenleg csak a lefedett kockázatok jelennek meg.

Az MNB mint a prudenciális és fogyasztóvédelmi felügyelő hatóság kiemelten fontosnak tartja, hogy a pénzügyi piacokon olyan termékek legyenek, amelyek megfelelnek az ügyfelek szükségleteinek és igényeinek, továbbá képesek társadalmi funkciójuk betöltésére. E célokra figyelemmel az MNB 2014. május 26-án nyugdíjbiztosításokról szóló ajánlást bocsátott ki a biztosítók megfelelő termékfejlesztésének és árazásának előmozdítására. Az ajánlás átfogó jelleggel ragadja meg a nyugdíj-biztosítási termékekkel kapcsolatos legfőbb elvárásokat és javaslatokat. Jelen cikk e javaslatok hátterét kívánja bemutatni. Az alábbiakban először röviden bemutatjuk az ajánlás alapelveit, a lefedendő kockázatokat és az adózási ösztönző szerepét, majd részletesebben tárgyaljuk a nyújtott szolgáltatásokat, járadékokat, az életciklus szemléletű befektetési szerkezetet, illetve a költségekre vonatkozó elvárások elvi hátterét. Az írás az értékesítéssel kapcsolatos elvárások, valamint az ajánlás mint eszköz kifejtésével zárul.

AZ AJÁNLÁS ALAPELVEI

Az MNB a biztosítóknak szóló javaslatok megfogalmazását megelőzően lefektette azokat az alapelveket, amelyek az egyes elvárások elvi kiindulópontjául szolgálnak, és amelyek ezeket

egységes szemléletű keretbe foglalják. Az alapelvek egyszerre ügyfélközpontúak és prudenciális szemléletűek: olyan termékstruktúrákat határolnak körül, amelyek az ügyfelek számára előnyt hordoznak, és elősegítik a biztosítók biztonságos, az ügyfelek bizalmára épülő, hosszú távon fenntartható működését is. Az MNB célrendszerében e két aspektus egymást kiegészítve szolgálja a pénzügyi rendszer stabil és megbízható működését. Az alapelvek elvárásokat fogalmaznak meg a termék szerkezetére, az értékesítésre, valamint az adózási ösztönző szerepére vonatkozóan.

A termék szerkezetére vonatkozóan az MNB elvárja, hogy az egyszerű, átlátható legyen, az ügyfél igényeit már a termékfejlesztés során vegyék figyelembe. Az értékesítés során elő kell segíteni, hogy az ügyfél az igényeinek megfelelő szerződést köthessen, és a biztosító ösztönzési rendszere segítse elő a szerződések hosszú távú fennmaradását. Ezt támogatnia kell a közvetítők tanácsadási tevékenységének is. Az adózási ösztönző az ügyfél megtakarításait kell, hogy gyarapítsa, és lényeges, hogy a biztosító semmiképp ne válhasson abban érdekeltté, hogy a szerződés lejárat előtt megszűnjön.

A NYUGDÍJBIZTOSÍTÁSOK MEGHATÁROZÁSA

Lefedendő kockázatok

A személyi jövedelemadóról szóló törvény a nyugdíjbiztosítást olyan életbiztosításként határozza meg, ahol a biztosítási esemény:

1. a biztosított halála, vagy
2. a társadalombiztosítási nyugellátásról szóló jogszabály szerinti nyugdíj szolgáltatásra való jogosultság megszerzése, vagy
3. az egészségi állapot legalább 40 százalékos mértéket elérő károsodása, vagy
4. annak a korhatárnak az elérése, ami a szerződés létrejöttékor volt az érvényes öregségi nyugdíjkorhatár.

További feltétel, hogy a szerződés létrejöttétől a teljesítéséig legalább 10 év eltelik, kivéve:

- ha haláleset vagy rokkantság miatt történik kifizetés,
- ha a biztosító teljesítése nem csökkenő összegű járadékszolgáltatás, és a járadékszolgáltatást a folyósítás megkezdésétől számított 10. év végéig vagy a biztosított haláláig nyújtják.

A jogszabály megfogalmazása alapján az látszik a helyes értelmezésnek, hogy a nyugdíj-biztosítási termékben a fentiekben felsorolt valamennyi kockázat bekövetkezése biztosítási esemény. Ellenkező értelmezés esetén egy egyszerű kockázati életbiztosítás is beleillene a meghatározásba, ami nyilvánvalóan nem felel meg a jogalkotó szándékának.

Termékek szerkezete

A jó termékek és a hatékony piaci működés előfeltétele, hogy a termékek minél egyszerűbb szerkezetűek és átláthatóbbak legyenek. A versenyt és az áttekinthetőséget segíti a komplex termékek kicsomagolásának (*unbundling*) kezdeményezése is, ami már több területen sikeresen eredményezte a költségek leszorítását² egyszerűen azzal, hogy a szolgáltatók nem tudják költségeiket elrejtetni a komplex termékstruktúra mögé. A kicsomagolás ebben az esetben azt jelenti, hogy a terméken belül szét kell választani a megtakarítási és az egyes kockázati elemeket, és ezek díját külön-külön is javasolt bemutatni. Ezzel a megoldással az ügyfél számára sokkal világosabb, hogy pontosan mit is tartalmaz a termék, és hogy melyik eleme mennyibe is kerül. Ez egyrészt elősegíti, hogy az ügyfél kiválassza az igényeinek megfelelő elemeket, másrészt pedig lehetővé teszi különböző konstrukciók díjelemeinek összehasonlítását.

ADÓZÁSI ÖSZTÖNZŐ

A jelenlegi konstrukcióban az adózási ösztönző nem az adóalap adójának csökkentő tényezőjeként jelentkezik, hanem az ügyfél adójából finanszírozott állami támogatásként, ezért nem magától értetődő, hogy magát az adózási ösztönzőt – végső soron – ki realizálja. A főbb lehetőségek:

1. A támogatás (vagy egy része) a biztosítónál csapódik le, vagyis a biztosító jövedelmezőségét javítja. Ez akkor történik, ha a nyugdíj-biztosítási termékek költsége meghaladja annak hozamát.
2. Az előző eset alesete, ha a támogatás (vagy egy része) biztosításközvetítői jutalékként csapódik le. Erről akkor beszélhetünk, ha az előzőekben bemutatott költség-hozam mérleg költségoldalra kilengésében a jutaléknak is szerepe van oly módon, hogy a jutalék a szokásos mértékhez képest nő, nem pedig csökken, ahogyan ennél a terméknél elvárható lenne, hiszen egy államilag dotált terméket könnyebb eladni.
3. A támogatás teljes egészében az ügyfelek plusz hozamaként jelentkezik.

Nem magától értetődő, hogy a fentiek közül melyik, illetve milyen kombinációban valósul meg, az is lehetséges, hogy a kép biztosítónként is változik. Ahhoz, hogy a kívánt cél valósuljon meg, terelni (*nudge*) szükséges a piacot (Thaler–Sunstein, 2011). A cél pedig egyértelműen az, hogy az adókedvezmény az ügyfélnél realizálódjon – az ajánlásunkkal ezt célozzuk.

A fenti megfontolásokra is tekintettel az ajánlás alapelveként rögzíti, hogy az állami támogatásként megjelenő adózási ösztönző az ügyfelet illeti. Ennek leképezéseként az MNB elvárja egyrészt, hogy az állami támogatásból a vagyon kezelésével kapcsolatos vagyonarányos költségeken túlmenően egyéb költségeket

ne vonjanak el, és az a költséglevonások szempontjából nem kezelhető a biztosítási díjnál hátrányosabb módon, másrészt, pedig korlátokat állít a termék árazására vonatkozóan. A megfelelő szintű átláthatóság érdekében, valamint az esetleges viszszafelezési kötelezettségek miatt szükséges, hogy a kapott állami támogatás és az azon keletkezett hozam a futamidő teljes hosszában elkülönítetten kimutatható legyen. Erre a célra megfelelő lehet egy speciális eseti számla, vagy bármilyen olyan számviteli megoldás, amely alapján a kapott támogatás és hozama kimutatható. Ugyanezen elvből az is következik, hogy a szerződés nem szolgáltatásfizetés miatti megszűnése esetén az állami támogatásra és hozamaira nézve a visszavásárlási érték 100 százalék legyen, hiszen ebből a bevételből sem jutalékot, sem pedig egyéb költséget nem lehet fizetni, így teljesen indokolatlan lenne ennél kisebb visszavásárlási összeget meghatározni. Lényeges ez abból a szempontból is, hogy a biztosító ne válhasson ellenérdekeltté a szerződés fenntartásában. Az adójogi szankció (igénybevett támogatás 20 százalékkal növelt értékben való visszatérítése) elég visszatartó erőt jelent, és nem szükséges, hogy a biztosító valamely költséglevonása az ügyfelet tovább terhelje.

A SZOLGÁLTATÁSOKRÓL

Általában

A nyugdíj, mint az időskori megélhetést biztosító jövedelem legcélszerűbben rendszeres, élethosszig tartó kifizetésekkel éri el a célját, vagyis az aktív korban felhalmozott tőke felélését alapértelmezésben szét kell osztani az egész hátralévő élettartamra, hiszen a kor előrehaladtával egyre kevésbé valószínű, hogy valaki még képes lesz új tőkét felhalmozni, illetve új jövedelemforráshoz jutni. Ugyanakkor, a kiegészítő nyugdíjak esetében figyelembe kell venni a nyugdíjrendszer egyéb elemeinek szerepét és az azokból származó jövedelmet is, valamint a kiegészítő nyugdíjtőke felhalmozásának pontos nagyságát is ahhoz, hogy annak célja pontosan meghatározható legyen. Magyarországon az időskori megélhetést döntően a társadalombiztosítási nyugdíj biztosítja, amely havi kifizetést nyújt, és inflációval indexálva folyamatosan őrzi abszolút vásárlóértékét. A kiegészítő nyugdíjnak tehát nem célja a megélhetés minimumának biztosítása, a társadalombiztosítás akár részbeni helyettesítése, így azzal szemben nem szükséges túlságosan szigorú követelményeket támasztani. Az időskori megélhetés magasabb színvonalon történő biztosítása többféleképpen is lehetséges, és az időskori biztonságot vagy annak érzetét akár a felhalmozott vagyon pusztán léte is szolgálhatja.

A nyugdíjbiztosításokra vonatkozó ajánlás megfogalmazásakor éppen ezért rugalmas javaslat körvonalazódott, amely olyan termékek piacra kerülését szorgalmazza, amelyek minél szélesebb ügyféligényt és ügyfélszükségletet képesek kielégíteni.

² Például a telekommunikáció területén, ahol már több állam kikényszerítette a komplex csomagok felbontását (The Economist, 2014).

Úgy gondoljuk, hogy a nyújtott szolgáltatást célszerű elsődlegesen a felhalmozott tőke függvényében megfogalmazni. Az ajánlás kiindulópontja az, hogy hosszú távon (tehát elsősorban akkor, ha valaki viszonylag alacsony életkorban már elkezd takarékoskodni) elegendő tőke gyűlik össze ahhoz, hogy értelmes mértékű járadék fizetésére nyíljon lehetőség. Az alapértelmezett javaslat éppen ezért az, hogy élethosszig tartó, rendszeres jövedelmet biztosító életjáradék formájában kerüljön az összeg felhasználásra (erről alább még részletesebben is beszélünk).

Kisebbségi tőkeösszeg esetén is célszerű időben elnyújtani a felhalmozott tőke felélését, az élethosszig tartó nyújtás azonban ilyenkor nagyon elaprózná az egyes járadéktagokat. Logikusan merülne fel ilyenkor az időleges életjáradék, de ez a konstrukció nyugdíjbiztosításra bizonyosan nem alkalmas, hiszen ekkor az ügyfelek egy viszonylag csekély plusz járadékért lemondanak az esetleges örökölhetőség lehetőségéről, és ez az életjáradékok elterjedésének egyik legnagyobb akadálya. A fő probléma persze az időleges járadékkal, hogy akkor ér véget, amikor már igazán szükség lenne rá. Ez elkerülhető lenne, ha az ilyen összegű tőkék kifizetését későbbi életkorokra halasztanák, de ezt a tanácsot vélhetően nem sokan fogadnák meg, ezért kompromisszumként a határozott idejű banktechnikai járadékokat ajánlottuk az ügyfelek és a szolgáltatók figyelmébe.

Az egyösszegű pénzkivonás a gyors felélés veszélye miatt általában nem preferált megoldás időskori megélhetést biztosító megtakarítások esetében, el tudunk azonban fogadni bizonyos kivételeket, alapvetően háromféléket. Az első eset az, amikor a megtakarítás összege magas, és nincs szükség vagy igény a magas összegű járadékra. Ebben az esetben az összeg egy részének egyösszegű felvétele az ügyfél igényét úgy képes kielégíteni, hogy a hosszú távú, folyamatosan megfelelő szintű jövedelem nem veszélyeztetett, feltéve, hogy annak mértéke a 30-50 százalékot nem haladja meg. Lehetséges az is, hogy nagyon határozott, indokolt ügyféligény/szükséglet jelenik meg – például idősek otthonában történő elhelyezés érdekében, vagy ha az ügyfél más biztosítótól kíván járadékot vásárolni. A harmadik esetkör pedig az, ha a megtakarítás összege olyan alacsony, hogy még egy középtávú határozott idejű járadékot sem fedezne (vagyis a járadéktagok ilyenkor is alacsonyak lennének).

Életjáradékok

A fentiek alapján tehát úgy gondoljuk, hogy a nyugdíjbiztosítás szolgáltatását alapvetően életjáradékként célszerű nyújtani, illetve felvenni. Ha megnézzük azonban a világ járadékpiacát, akkor némileg elkeserítő kép rajzolódik ki (ami tovább romlik, ha a magyar járadékpiacra vetjük a tekintetünket). Azt látjuk ugyanis, hogy számottevő mértékű (de sehol sem igazán nagy) piac az önkéntes életjáradékok területén csak néhány országban

működik. Ennél nagyobb mértékű a kötelező járadékok piaca – amelynek bevezetése (vagyis a kötelező járadékosítás) jelenleg, a magyar nyugdíjbiztosítások kapcsán még nem merül fel.

Az önkéntes életjáradékok esetében – a kötelezőekkel szemben – az ügyfelek döntési helyzetben vannak a járadékvásárlásra alkalmas nyugdíjszolgáltatás kézhez kapásakor: vásárolnak-e életjáradékot, vagy sem. Döntésük során elsősorban két dolgot próbálnak meg elkerülni:

1. várható értékben kisebb összeget kapjanak vissza járadék-ként, mint amit egy összegben befizettek díjként,
2. nehogy ne a hozzátartozóik örököljék a tőkéjük fel nem használt részét (vagy legalábbis annak nagy részét) relatíve korai haláluk esetén.

A fenti megfontolás sok-sok embert tart vissza az életjáradékok kötésétől, s okozza azt, hogy az önkéntes járadékpiacok csekély méretűek. Az első egy öngerjesztő folyamathoz vezet. Akik biztosak abban, hogy nem élnek soká, illetve bizonytalanok abban, hogy elég soká élnek-e, azok nem választanak járadékot, vagyis megvalósul a biztosítottak egyfajta autoszelekciója. Emiatt a biztosítók számíthatnak arra, hogy a járadékot vásárlók halálozási összetétele a népesség egészénél jobb (az ő szempontjukból rosszabb) lesz, vagyis eleve megemelik a járadékok díját. Ez viszont újabb racionálisan gondolkodó rétegeket szorít ki a járadékpiacról, ami újabb díjemeléshez vezet stb. Az eredmény az lesz, hogy az önkéntes járadékok díjai olyan magasak lesznek, hogy eleve csak egy kisebbségnek éri meg ilyet vásárolni, azoknak, akik bizonyíthatnak magas hátralévő élettartamra.

A második megfontolás még ezek közül is sokakat kiszorít a járadékpiacról, hiszen még a magas várható élettartamú nyugdíjasok is meghalhatnak korán. Az emberek többsége szeret a következőképpen gondolkodni: „Nem tudom biztosan, hogy mire fogom költeni a nyugdíjtőkém. Ha sokáig élek, akkor teljes egészében magamra, vagyis felélem, de ha nem ez történne, akkor a gyermekeimre, unokáimra szeretném azt hagyni.” Az azonnal induló életjáradék-biztosítás vásárlása azonban azt igényli, hogy a vásárló leszámloljon ezzel a feltételes gondolkodással, és egyértelműen úgy döntsön, hogy a nyugdíj-megtakarítását magára költi – erre azonban kevesen képesek.

De nem csak az ügyfelek, a biztosítók is vonakodnak az életjáradék értékesítésétől. Az ő fő problémájuk az, hogy az emberek és benne a járadékosok élettartama fokozatosan nő, mégpedig előre nem ismert mértékben (ezt nevezik az angol nyelvű szakirodalomban longevity problémának). Vagyis könnyen előfordulhat, hogy a tartam elején beszédett díjak végül is nem fedezik a hosszú távú nyújtott élettartamú biztosítottaknak kifizetett járadékokat.

A fenti problémahalmaz megoldására különböző kísérletek születtek. Az egyik, az angolszász piacokon bevezetett „impaired” járadékok, amelyek árendeményt adnak azoknak a biztosítottaknak, akik bizonyítani tudják, hogy betegek/rokkantak, tehát várhatóan az átlagnál rövidebb ideig élnek. Emiatt számukra is megérheti a járadékosítás, nem úgy, mint mikor egységes díjtábla van. Ugyanakkor ez a megoldás olyan piacokon javasolható, ahol már létezik számottevő méretű járadékpiac, így ezt egyelőre Magyarországon nem szorgalmazzuk.

Egy másik megoldás, hogy kompromisszumot próbálunk kötni. Azt még a járadéktól ódzkodó ügyfelek is könnyen beláthatják, hogy számukra katasztrofális következménye lehet annak az – egyébként nagyon öröndetes és kíváncsú – eseménynek, hogy túl sokáig maradnak életben. Ekkor ugyanis jó eséllyel minden pénzügyi forrásuk kiapad, és már sem fizikailag, sem mentálisan nincsenek olyan állapotban, hogy újakról tudjanak gondoskodni. Emiatt szinte mindenkinek célszerű gondoskodnia egyfajta pénzügyi „katasztrófafedezetről”, vagyis arról, hogy nagyon magas korban is legyen megfelelő kiegészítő jövedelme – ha azt megérné. Ehhez nem szükséges azonnal induló életjáradékot vásárolnia az egész tőkéjéből, ami a fenti problémákat vetné fel. Elegendő, ha tőkéje egy kisebb részéből vásárol egy hosszú időre halasztott járadékot, amely esetleg meg sem indul, ha nem éri meg a halasztás lejártát, de nagyon jól jön, ha mégis megéri.

Ez a megoldás nagyrészt kezeli az ügyfelek vonakodásához vezető két okot, és a biztosítók problémáját is, hiszen a nyugdíjtőke nagyobb része potenciálisan örökölhető marad, kisebb lesz maga a várható járadékkifizetés, így a díj és ennek a potenciális eltérése, és a biztosítók longevity problémája is kisebb egy várhatóan sokkal rövidebb ideig tartó járadékkal, mint egy potenciálisan nagyon hosszú idejűvel.

Ez a fajta megoldás elméletileg nem új, de nem különösebben ismert, ezért érdemes arra külön felhívni minden érdekelt (tehát az ügyfelek és a szolgáltatók) figyelmét. Önkéntes járadékok esetében a kanadai Moshe Milevsky vetette fel (Milevsky, 2004), mint „Advanced-Life Delayed Annuities”-t (ALDA), bár ő is visszavezette azt még korábbi kezdetekre. 2008-ban az ötletet a kötelező járadékok kapcsán az OECD kezdte el népszerűsíteni (Antolin, 2008), amelynek ez kvázi hivatalos ajánlása lett azon országok számára, akik feltőkésítési nyugdíjreformot hajtottak végre, s közelgett a járadékosítási szakasz. Magyarországon ezt Banyár József (Banyár, 2012) népszerűsítette, és 2008-ban önállóan is felfedezte azt Ágoston Kolos (Ágoston, 2008).

Kérdés, hogy a nyugdíjtőke mekkora részét célszerű erre a halasztott járadékra fordítani, illetve, hogy az ajánlásban az MNB

miért 25–30 százalékot javasol erre költeni? Erre van egy magától értetődő megoldás: osszuk be a nyugdíjtőkénket úgy, hogy (eltekintve az indexálástól) abból életünk végéig azonos havi összegű járadékot kapjunk, de úgy, hogy abból az életjáradék-rész csak magas kortól járjon.

Kvantitatíve nézve a javaslat lényege, hogy a nyugdíjtőkét (C) ne az azonnal induló járadékbiztosítás képlete³

$$\ddot{a}_x$$

alapján váltsák át járadékra, ahol az éves járadéktag

$$\frac{C}{\ddot{a}_x}$$

lenne (havi járadék esetén 12 részletben kifizetve), hanem úgy, hogy ezt a tőkét élethosszig osztják el, de csak egy magas életkortól (x+n) kötelezi el magát a biztosított a járadékosításra. Azt, hogy mekkora járadékot célszerű ilyenkor vásárolni, a

$$\frac{C}{\ddot{a}_{\overline{n}|} + \frac{1}{n} \ddot{a}_x} \quad 4, 5$$

képlettel érdemes kiszámolni. Ez a képlet hivatalosan egy elől garanciaidős (n évig) életjáradék képlete, melynek lényege, hogy ha a biztosított n éven belül meghal, az n évből még hátralévő járadékot kifizetik az örökösének (részletkérdés, hogy egy összegben, vagy járadékként), de ha tovább él ennél a tartamnál, akkor megindul egy ugyanolyan összegű halasztott járadék.

A garanciaidős járadék felbontható két járadékra: egy n éves biztos járadékra, amely a tőke

$$\frac{\ddot{a}_{\overline{n}|}}{\ddot{a}_{\overline{n}|} + \frac{1}{n} \ddot{a}_x} \cdot C$$

része, és egy halasztott járadékra, melyet a maradék részből

$$\frac{\frac{1}{n} \ddot{a}_x}{\ddot{a}_{\overline{n}|} + \frac{1}{n} \ddot{a}_x} \cdot C$$

ből vásárolnak.

Igazából nyugdíjba vonuláskor elég ezt a járadékot megvásárolni a tőke kisebb részéből, hiszen a belátható n évre a biztosítottak maguk is be tudják osztani a tőke nagyobbik részét

$$\frac{\ddot{a}_{\overline{n}|}}{\ddot{a}_{\overline{n}|} + \frac{1}{n} \ddot{a}_x} \cdot C$$

-t.

³ $\ddot{a}_x$ jelentése: x éves korú biztosított évi 1 forint élethosszig tartó járadékának nettó (vagyis költségek nélküli) jelenértéke, tehát nettó díja.

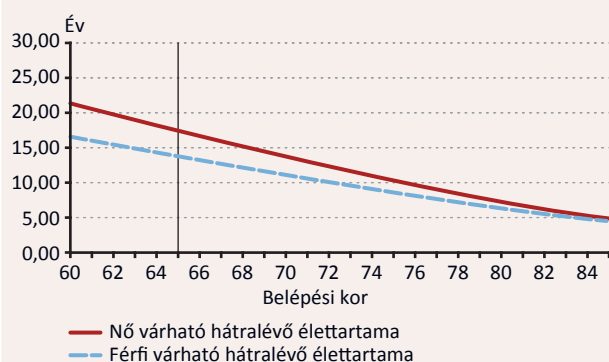
⁴ $\frac{1}{n} \ddot{a}_x$ jelentése: az n évvel halasztott életjáradék nettó díja, amelyet tehát a biztosított x éves korában vásárol, de csak x+n évesen kezd el kapni – feltéve, ha élél addig.

⁵ $\ddot{a}_n$ jelentése: az n éves biztos („banktechnikai”) járadék képlete: n évig mindenképpen jár, de csak addig.

További kérdés, hogy mekkora legyen az n . Logikus, hogy viszonylag magas, de ne túl magas. Az OECD maga úgy ajánlja, hogy az $x+n$ legyen kb. 80-85 év.

A Banyár (2012) tartalmaz számításokat, hogy ez relatíve a járadékdíjakra vetítve mit jelent. Itt most némiképp más szempontból vizsgálva a kérdést a következőket mondhatjuk. A 2009-es néphalandósági tábla szerint a várható hátralévő élettartam különböző korokban az 1. ábrán látható.

1. ábra
Várható hátralévő élettartam a 2009-es néphalandósági tábla szerint



Forrás: KSH.

Ez egyben – első megközelítésben – az életjáradékok díjait is jelenti 0 százalékos technikai kamatláb mellett.⁶ Vagyis pl. egy nő 65 éves korban 17,63 évre számíthat, ami azt jelenti, hogy havi 10 000 forint induló életjáradékhoz $10\,000 \times 12 \times 17,63 = 2\,115\,600$ forint tőkét kell összegyűjtenie nettó (vagyis nem számítva a szolgáltató költségeit, ami erre jön még).

Valójában a díjak ennél magasabbak lesznek, hiszen a járadékot választók életkilátásai jobbak, mint az egész népességé, mint fent már említettük. A garanciaidős életjáradékok díja (1 forint havi járadékra vetítve) szintén magasabb, amint azt az 1. sz. táblázat mutatja.

1. táblázat
Várható élettartamok és garanciaidős járadék díjak

Belépési kor	65
Férfi várható hátralévő élettartama	13,73
Nő várható hátralévő élettartama	17,63
Garanciaidős járadék díjai	
Férfi – 80 éves korig	17,94
Férfi – 85 éves korig	21,15
Nő – 80 éves korig	20,08
Nő – 85 éves korig	22,27

Ha viszont azt nézzük, hogy a garanciaidős járadékon belül mekkora a „katasztrófafedezet” aránya, vagyis a halasztott járadéké, akkor a 2. táblázat szerinti viszonylag alacsony relatív értékek jönnek ki.

2. táblázat

A halasztott járadék díjának aránya a garanciaidős járadék díján belül

Belépési kor	65
Férfi – 80 éves korig	16%
Férfi – 85 éves korig	5%
Nő – 80 éves korig	25%
Nő – 85 éves korig	10%

Tehát a javasolt stratégia ésszerű kompromisszumnak tűnik a számok tükrében is, még akkor is, ha figyelembe kell venni, hogy:

- ma már csak uniszex járadékokat lehet megállapítani, vagyis nem szabad különbséget tenni a férfiak és nők között. Ez azt jelenti, hogy az egységes járadékdíj a két nem díja között van, inkább közelebb a nők magasabb értékéhez (hiszen ebben a korcsoportban már többségben vannak),
- a magas kort megelőző aránya nagyobb a járadékosokon belül, így a tényleges arányok a fentiekénél magasabbak lesznek.

Az előbbiektől eltérő módon is lehet gondolkodni. Mondhatjuk azt is, hogy nem lényeges, hogy a „katasztrófafedezet” által nyújtott járadék pontosan megegyezzen az addig kapott biztos járadékkal. Ekkor eleve a nyugdíjtőkét osztjuk fel a két cél között, és azt kell megnéznünk, hogy ilyen feltételek mellett mekkora járadékot kaphatunk. A számításokat a fentiekhez képest tovább finomítottuk azzal, hogy nem a néphalandósági táblázatot használtuk, hanem figyelembe vettük, hogy a járadékosok halandósága ennél kedvezőbb, és így próbáltunk meg valamennyire realisztikusnak tűnő lehetséges járadékértékeket bemutatni.

A tőkeösszeg megosztása, illetve az átváltási kor megválasztása döntően befolyásolja a kezdő (biztos) járadék, illetve az életjáradék összegét. Például 0 százalékos technikai kamattal, 10 000 000 forint induló tőke mellett a 3. táblázat szerinti járadékértékek adódnak abban az esetben, ha az induló tőke 60, 65, 70, 75, 80 százalékát szánjuk a biztos járadékra, illetve amennyibe az életjáradék 75, 80, 85 éves korban indul. Kiindulásként egy realisztikus uniszex halandóságból indultunk ki: (a 65 év feletti korosztály összetételének megfelelően) 30 százalék férfi és 70 százalék női halandósági aránnyal, illetve a néphalandóságnál 30 százalékkal kisebb halandósággal számolva.

⁶ Ami javasolt, ha azt akarjuk, hogy a járadék értéktartó legyen, vagyis relatíve magas indexszel indexálódjon. Lehet csökkenteni a díjat a kamatláb emelésével, de akkor az értékállósága egyre kisebb és kisebb lesz.

3. táblázat**A biztos járadék és az életjáradék nagysága és arányuk a tőke különböző megosztásai esetén**

Biztos járadék								
		Biztos járadék tőkearánya						
		60%	65%	70%	75%	80%	85%	90%
Átváltási kor	75	50 000	54 167	58 333	62 500	66 667	70 833	75 000
	80	33 333	36 111	38 889	41 667	44 444	47 222	50 000
	85	25 000	27 083	29 167	31 250	33 333	35 417	37 500
Életjáradék								
		Biztos járadék tőkearánya						
		60%	65%	70%	75%	80%	85%	90%
Átváltási kor	75	32 174	28 152	24 130	20 109	16 087	12 065	8 043
	80	51 608	45 157	38 706	32 255	25 804	19 353	12 902
	85	100 020	87 518	75 015	62 513	50 010	37 508	25 005
Arány								
		Biztos járadék tőkearánya						
		60%	65%	70%	75%	80%	85%	90%
Átváltási kor	75	1,55	1,92	2,42	3,11	4,14	5,87	9,32
	80	0,65	0,80	1,00	1,29	1,72	2,44	3,88
	85	0,25	0,31	0,39	0,50	0,67	0,94	1,50

A 0 százalékos technikai kamat alkalmazása miatt a 3. táblázatban szereplő értékek a havi járadékok reálértékét jelentik (feltételezve, hogy a járadékosok számára jóváírt hozam meg egyezik az inflációval), ami valós összehasonlítást tesz lehetővé.

A tőke megosztására, illetve a belépési korára olyan paramétereket célszerű választani, amelyek úgy nyújtanak attraktív kezdeti járadékot, hogy eközben az életjáradék összege sem túlságosan alacsony. Magas átváltási kor esetén még akkor sem kapunk magas induló járadékot, ha a tőke magas hányadát allokáljuk a kezdeti járadékos szakaszra. Ha elvárjuk, hogy az induló járadék legalább 40 ezer, az életjáradék pedig legalább 25 ezer legyen, akkor a 75. évben induló életjáradék esetén a 60-65 százalékos, 80. évben induló esetén a 75 százalékos tőkemegosztás tűnik jó választásnak.

A képet jelentősen árnyalhatja, hogy a hosszú élet kockázatát a biztosító hogyan kezeli, a járadékok meghatározásához használt uniszex halandósági táblát hogyan állítja elő. A halandósági feltételezések változtatása a biztos járadékokat nem érinti, az életjáradékokra azonban jelentős hatást gyakorol (4. táblázat).

Az életjáradék értékében például a női halandóságnak 50-50 százalékról a valós megosztás közelébe (30-70 százalékra) történő felsúlyozásának hatása még nem jelentős, a járadékosok lényegesen jobb életkilátására vonatkozó feltételezés (a járadékosok halálozási valószínűsége nem csupán 75 százaléka, hanem 50 százaléka a néphalandóságnak) azonban már jelentős csökkenést idéz elő.

4. táblázat**A halandósági feltételezések hatása a halasztott járadék értékére**

		75 év/60%	75 év/65%	80 év/75%
Biztos járadék		50 000	54 167	41 667
Élet-járadék	50% ffi / 0,75	35 705	31 242	36 876
	30% ffi / 0,75	33 669	29 460	34 334
	30% ffi / 0,5	26 349	23 055	24 622

A BEFEKTETÉSI EGYSÉGHEZ KÖTÖTT ÉLETBIZTOSÍTÁSOKRA VONATKOZÓ KÜLÖNÖS AJÁNLÁSOK

Életciklus szemléletű befektetések

A nyugdíj célú megtakarítások sikerességének egyik kulcsa a megfelelő befektetés. Ez adódik abból, hogy a leghosszabb távú befektetési cél a nyugdíj, amely megtakarítási ciklus tíz évtől akár az életpálya teljes aktív hányadát, 40-45 évet is átfoghat. Tíz évnél rövidebb megtakarítási időszak általában nem tekinthető teljesen nyugdíj célúnak, ez inkább csak az utolsó időszak kései megtakarítása, amely rendkívül hasznos ugyan, de nagy valószínűséggel a megfelelő (kiegészítő) nyugdíjhoz a szükségesnél csak kisebb összegű tőke gyűjtését teszi lehetővé, és így jellegénél fogva nem nagyon tér el egy általános célú takarékoskodási formától. Nem véletlen, hogy az adózási ösztönzőkhöz is jellemzően a legalább tízéves megtakarítási idő párosul feltételként.

A biztosítók a befektetési kockázat szempontjából alapvetően kétféle terméket kínálnak: a hagyományos termékek mellett Magyarországon mintegy húsz évvel ezelőtt megjelentek befektetési egységhez kötött (BEK, illetve unit linked [UL]) biztosítások. A hagyományos biztosítások esetében a biztosító a díj és a kiigért biztosítási szolgáltatás egyenlegén keresztül egy technikai kamatnak megfelelő hozamot garantál az ügyfélnek. A biztonságos működés és a túlzott kiigérések elkerülése érdekében a jogalkotó a technikai kamatot maximálja (ez jelenleg évi 2,9 százalék), de jellemzően a biztosítók 2 százalék körüli, vagy az alatti technikai kamattal számított terméket kínálnak. A biztosítók általában a technikai kamat feletti hozam, az ún. többlethozam legalább 80 százalékát visszajuttatják a szerződés javára.⁷ A hagyományos termékek esetében a befektetési kockázatot a technikai kamat szintjéig a biztosító vállalja. Ez az ügyfél számára kiszámítható és biztonságos megoldás. A biztosító a technikai kamat biztonságos kitermelése érdekében jellemzően igyekszik minél kisebb kockázatú befektetéseket elhelyezni a tőkét, és az így keletkező többlethozam összege a kedvező időszakokban is várhatóan korlátozott. Hosszabb távon azonban megfelelő befektetési struktúra kialakításával várhatóan ennél nagyobb hozam is elérhető.

A befektetési egységekhez kötött biztosítások éppen erre az igényre születtek. Ezeknél a befektetési kockázatot az ügyfél viseli, a tőkét teljesen az igényekhez és élethelyzetekhez leginkább illeszkedő eszközökben lehet elhelyezni. A gyakorlati tapasztalat azonban az, hogy az ügyfelek maguk nehezen képesek felmérni az általuk elviselhető kockázatokat, és nem tudják kiválasztani az annak megfelelő eszközöket sem. Lényeges továbbá, hogy hosszú távú befektetések esetén nemcsak a befektetési összetételt kell a piaci viszonyokhoz igazítani, hanem biztosítani kell a kockázati szint hátralévő időtávhoz illesztését is. Az Ajánlás éppen ezért arra tesz javaslatot, hogy a nyugdíjbiztosítások ún. életciklus szemléletet kövessenek. Ennek lényege, hogy a portfólió aktuális kockázati szintje folyamatosan igazodik a nyugdíjkorhatárig hátralévő időhöz. Ez a tartam elején egy magasabb, közben egy folyamatosan csökkenő, a vége felé pedig egyre alacsonyabb kockázati szintet jelent. A mögöttes gondolat az, hogy megfelelően kiválasztott eszközök esetében a magasabb kockázat magasabb hozampotenciállal is bír (legalábbis csak akkor célszerű azt felvállalni). Miután a befektetés hosszabb távú, így kevésbé lényeges a magas volatilitás, az egyenletesség miatti simítás felesleges. Csökkent a kockázatot az ún. átlagköltséghatás is, vagyis az, hogy a megtakarítás pénzárama folyamatos, kis részletekben érkezik, így az eszközök vásárlása egyszerre csak kis mennyiségben különböző árfolyamokon történik. Amikor az idő előrehaladtával

a kockázati szint csökkentése szükséges, akkor az eszközöket hosszú átmenettel szintén kis egységekben lehet átcsoportosítani, így az árfolyamhullámzás befektetésekre gyakorolt hatása lényegesen alacsonyabb lesz. Az időszak elején a kisebb tőkére érdemes nagyobb kockázatot vállalni, míg az időszak végén már nem célszerű az összegyűjtött tőke kockáztatása.

Az életciklus szemlélet befektetési szerkezet többféleképpen is megvalósítható. Kézenfekvő megoldás a céldátum-portfólió, amely esetében a vagyonkezelő a nyugdíjkorhatár időpontjára optimalizálja a befektetés hozamát. Jelenleg Magyarországon nem igazán elterjedtek a tízéves, vagy ennél hosszabb lejáratú céldátum-portfóliók, ilyen hosszú távúakhoz nincs tapasztalat sem. Amennyiben mégis ilyenben helyezik el az ügyfél pénzét, akkor a lejárat dátuma és a tényleges nyugdíjkorhatár elérése közötti időszakra a lehető legalacsonyabb kockázat vállalható (pl. pénzpiaci alap, bankbetét stb.). A céldátum-portfólió sajátos típusa a véggarantált alap. Ebben az esetben a konstrukciótól függően a biztosító, vagy a vagyonkezelő a nyugdíjkorhatár időpontjára vállal garantált hozamot. Míg a hagyományos termékek esetében a technikai kamatot a biztosítónak folyamatosan ki kell termelniük,⁸ addig a véggarancia esetében csak a megcélzott időpontra. Mivel a megtakarítás hosszú távú, a ciklus-ság hatása jól kezelhető, így összességében olcsóbban nyújtható a hagyományos termékekhez közelítő értékű garancia.

A biztosítók jelenlegi eszközalapaiból is kialakítható a megfelelő befektetési összetétel. Ehhez csupán az kell, hogy a biztosító világosan és egyértelműen kategorizálja az eszközalapjait a kockázati profil mellett azt is megjelölve, hogy milyen életkorsávban milyen arányban javasolja abban a tőkét elhelyezni. Célszerű ezért a nyugdíjtermékekhez korlátozott számú, jól körülhatárolt kockázatú eszközalapokat ajánlani annak érdekében, hogy az ügyfelek könnyen áttekinthessék a kínálatot, és egyszerűen kiválaszthassák a nekik megfelelő befektetési összetételt. A nagyobb biztonságra törekvő ügyfelek részére egyes időszakokra javasolható garantált hozamú eszközalap is.

Költségek – teljes költségmutató (TKM)

A Magyar Biztosítók Szövetsége a felügyelet korábbi kezdeményezése alapján (PSZÁF, 2007), de attól eltérő megközelítéssel dolgozta ki a TKM Chartát 2009-ben (MABISZ, 2009–2014) a biztosítási piac iránti fogyasztói bizalom erősítése érdekében. Kiszámítása és nyilvánosságra hozatala nem kötelező, a TKM Chartához csatlakozás önkéntes, de valamennyi olyan biztosító csatlakozott, amely terjeszt befektetési egységhez kötött életbiztosítást.

⁷ 80 százalékos visszajuttatást jogszabály írja elő, de csak a biztosító egészére vonatkozóan.

⁸ A hozam ingadozása esetén a kiigért többlethozamot egy jó évben akkor is vissza kell juttatni, ha korábban nem sikerült elérni a technikai kamattal megfelelő hozamot sem.

A TKM az ügyfél által viselt költségeket egy olyan minimálisan elérendő hozamként mutatja be, melyet az érintett termékek mögött álló eszközalapoknak a biztosítási szerződés tartama alatt bruttó módon (azaz a vagyonkezelési költségek levonása előtt) folyamatosan el kell érniük ahhoz, hogy az ügyfél lejáratú összegként (illetve megfelelő lejáratú értékek hiányában a TKM megállapításához használt időpontokbeli visszavásárlási összegként) nominálisan visszakapja az eredeti díjelőírás szerint befizetett díjak összegét.

Egy adott szerződés tényleges (a posteriori) költségmutatója erősen függ a termék paraméterein túl a szerződéssel kapcsolatos történésektől (a szerződés sajátos paraméterei, ügyfélviselkedés, biztosítási események, eszközalapok teljesítménye stb.). A nyilvánosságra hozandó TKM egy termékre vonatkozik. A mutató értékeit a biztosítóknak néhány modellponton, a TKM szabályzatban rögzített feltételezések mentén⁹ kell kiszámítani és közzé tenni. A feltételezések nem fedik le a termékek minden paraméterét, így a modellpontok praktikusán egy TKM-sávot eredményeznek.

A TKM Chartához csatlakozó biztosítók vállalták, hogy a költséglevonásaikat úgy maximalizálják, hogy a termékeik TKM-jei az általuk meghatározott sávon belül maradjanak, illetve amennyiben a termék speciális körülményei ezt nem teszik lehetővé, akkor erre külön felhívják az ügyfelek figyelmét. A célként kitűzött sávok:

- 10 éves tartamig: 4,75–6,75 százalék
- 15 évnél: 4,25–6,25 százalék
- 20 évnél: 3,75–5,75 százalék

A TKM Charta értelmében a nyugdíjbiztosítások mutatóit nem 35 éves, hanem 55, 50 és 45 éves belépési korról kell számolni és jelölése TKM*.

A TKM Charta önszabályozáson alapul, és a transzparencia terén rendkívül jelentős előrelépésként értékelhető ugyan, de hatása természetesen korlátozott. A nyugdíjbiztosítási termékek piacát vizsgálva megállapítható, hogy a termékek egy része ezen sávok fölött maradt (2014 májusában az alsó határoknál 1,03 és 7,30 százalék között, felső határa 2,95 és 9,55 százalék között mozgott).

A nyugdíjbiztosítások teljesítményét utólag a szerződés pénzáramainak belső megtérülési rátájával mérhetjük. A várható teljesítményt az mutatja meg, hogy egy adott TKM-ű (pontosabban költség szerkezetű) szerződés esetén az eszközalapoknak mekkora H hozamot kell ahhoz folyamatosan termelnie, hogy a szerződésen h hozam keletkezzen. A TKM meghatározása értelmében $h = 0\%$ hozamhoz $H = \text{TKM}$ szükséges.

Könnyű látni, hogy amennyiben csak f vagy arányos költségeket von a biztosító, úgy a h hozamot $H = (1 + \text{TKM}) * (1 + h) - 1$ hozammal lehet elérni ($\text{TKM} = 1 / (1 - f) - 1$). Amennyiben egyéb típusú költséglevonások is előfordulnak (pl. kezdeti költség), akkor a fenti egyenlőség nem áll fenn, de a modellfuttatások azt mutatják, hogy a szerződés h hozamának eléréséhez a $H = (1 + \text{TKM}) * (1 + h) - 1$ értéknél csak marginálisan több eszközalaphozam szükséges.

A nyugdíjbiztosítás vásárlásakor fontos szempont a befizetett díj 20 százalékának megfelelő¹⁰ állami támogatás. Ezek az adó-

5. táblázat

A szerződés h hozamát biztosító H eszközalaphozam, illetve annak közelítése egy modellponton

h	0	1%	3%	6%
H	3,399%	4,457%	6,580%	9,777%
$(1 + \text{TKM}) * (1 + h) - 1$	3,399%	4,433%	6,501%	9,603%

6. táblázat

Az adójóváírások hatása a szerződés h hozamát biztosító H eszközalaphozamra egy modellponton

	h	0%	1%	3%	6%
10 év	20% nélkül	5,51%	6,61%	8,82%	12,14%
	20%-kal	1,01%	2,15%	4,43%	7,84%
15 év	20% nélkül	3,40%	4,46%	6,58%	9,78%
	20%-kal	0,51%	1,62%	3,83%	7,13%
20 év	20% nélkül	2,60%	3,64%	5,72%	8,86%
	20%-kal	0,48%	1,57%	3,74%	6,98%

⁹ Pl.: 35 éves biztosított, csak a kötelező biztosítási szolgáltatások, átlagos biztosítási díj, éves díjfizetés csoportos díjbefizetéssel, tartam: 10, 15, 20 év (egyszeri díjasoknál 5, 10, 20 év), a költséglevonásokon felül figyelembe kell venni a mögöttes eszközalapok vagyonkezelési költségét is, de az adókat és járulékokat nem.

¹⁰ Itt feltételezzük, hogy az ehhez szükséges egyéb feltételek (pl. limitek) is teljesülnek.

jóváírások a tartam függvényében eltérő módon növelik meg a szerződés belső megtérülési rátáját (feltételezve, hogy az adó-jóváírás és az arra való jogosultság a tartam során folyamatosan fennáll), avagy másképpen fogalmazva: ugyanazon szerződés-hozam (h) eléréséhez kisebb eszközalaphozam (H) szükséges. A hatás annál kisebb mértékű, minél hosszabb a tartam. Ez némiképp kiegyenlíti azt a hatást, hogy a rövidebb tartamokon általában magasabb a TKM, mivel a nem vagyonarányos kezdeti költségek rövidebb időszakra oszlanak el a belső megtérülési ráta számításánál.

A TKM számítása során a költségelvonások között kell szerepeltetni a minimálisan kötelező kockázatok után levont díjakat, de a várható szolgáltatást nem. Ez fölfele torzítja a mutató értékét, valójában csak a valós kockázat ellenértékét meghaladó díjrészt (vállalkozói díjrész) kellene itt bekalkulálni. Ez a torzító hatás (lásd a 7. táblázat első sorának megfelelő értékétől való eltérés) erősen függ a tartamtól (rövid tartam esetén nagyobb), illetve a minimálisan kötelező kockázattól.

7. táblázat

A haláleseti kockázat TKM-torzító hatása egy modellponton

Tartam	10 év	15 év	20 év
Nincs kockázat	5,51%	3,40%	2,60%
B. ö. = éves díj	6,13%	3,73%	2,80%
B. ö. = 5 * éves díj	8,79%	5,10%	3,63%

Megjegyzés: A haláleseti szolgáltatás a számlaérték és a biztosítási összeg (b. ö.) összege.

Amennyiben az ügyfelek a minimálisan előírtól magasabb biztosítási kockázatok mellett döntenek, a mutató értékét már lefele torzíthatja az a feltételezés, hogy csak minimálisan kötelező kockázatokot kell figyelembe venni különösen magas vállalkozói díjrész esetén.¹¹ A torzítás nagyban függ attól, hogy a költségként elvont kockázati díjnak mekkora hányada a „valós” kockázat ellenértéke és mekkora a vállalkozói díjrész, illetve, hogy a kockázat „valós” mértékének alapjául szolgáló uniszex halandósági táblát hogyan határozza meg a biztosító. Az sem lényegtelen, hogy a biztosító a haláleseti szolgáltatást a számlaértéken felül vagy a biztosítási összeg és a számlaérték maximumaként nyújtja-e.

A TKM Charta azzal a feltételezéssel él, hogy a szerződés sem biztosítási esemény, sem visszavásárlás miatt nem szűnik meg korábban. A visszavásárlás egy életbiztosítás fontos, szerves opciója ugyan, de a nyugdíjbiztosítás alapvető céljával – amely alapján az állam támogatást nyújt – nem egyeztethető össze, így ezt a hatást most figyelmen kívül hagyhatjuk a pénzáramok valószínűségét is figyelembe vevő („korrigált”) TKM tekintetében. A biztosítási események miatti megszűnés figyelembevétele nem változtatja meg érdemben a TKM értékét, amennyiben egyáltalán nincs haláleseti kockázat. Ellenkező esetben a korrigált TKM érthető módon alacsonyabb, és a különbség arányaiban annál kisebb, minél nagyobb a kockázati díjba foglalt vállalkozói díjrész mértéke.

A TKM Charta szerinti TKM egy termékre vonatkozik. A TKM meghatározásának módja, illetve az egyes szerződések közötti eltérés (akár csak a biztosítási összegek terén is) miatt adott eszközalaphozam és adott termék-TKM mellett az egyes szerző-

8. táblázat

A haláleseti kockázat egyes jellemzőinek hatása a TKM-torzításra egy modellponton

(15 éves tartam)

Halandósági tábla	Vállalkozói díjrész*	Biztosítási összeg			
		nincs	éves díj	5 * éves díj	20 * éves díj
50% ffi	0%	3,40%	3,62%	4,51%	8,35%
Szolgáltatás a számlaérték és a b. ö. maximuma**		3,40%	3,42%	3,65%	6,82%
80% ffi	0%	3,40%	3,68%	4,83%	10,02%
50% ffi	33,3%	3,40%	3,73%	5,10%	11,52%
50% ffi	66,7%	3,40%	4,06%	6,98%	32,48%

*A bruttó díj százalékában.

**A táblázat többi sorában a haláleseti szolgáltatás a számlaértéken felül értendő.

¹¹ Például, ha a szerződési feltételek értelmében a biztosító halál esetén a számlaérték felett minimálisan az éves díjat kifizeti a kedvezményezett részére, akkor a 15 éves tartamú modellponton 66,7 százalékos vállalkozói díjrész esetén a 3,4 százalékos TKM 4,06 százalékra módosul. Ha azonban a szerződő az éves díj 5-szörösének megfelelő biztosítási összeget választ, akkor már 3,58 százalékkal emelkedik a TKM, aminek kb. kétharmada a magas vállalkozói díjrésznek tudható be. Azaz, ha a TKM-be csak vállalkozói díjrésznek megfelelő költségelemet számítanánk be, akkor a választott magasabb biztosítási összeggel egy magasabb TKM-ű szerződést kapnánk, mint a Charta szerint számolt TKM.

désen keletkező hozamok rendkívül eltérőek lehetnek. Egy szerződés várható teljesítményének meghatározásához a termék TKM-je jó kiindulási alapot szolgáltat, de messze nem elegendő.

9. táblázat

A pénzáramok valószínűségét is figyelembe vevő („korrigált”) TKM-ek egy modellponton

	Tartam	10 év	15 év	20 év
Nincs kockázat	Normál	5,51%	3,40%	2,60%
	Korrigált	5,55%	3,41%	2,59%
B. ö. = 5 * éves díj, 0%-os váll. díjr.	Normál	7,64%	4,51%	3,28%
	Korrigált	6,03%	3,60%	2,68%
B. ö. = 5 * éves díj, 66,7%-os váll. díjr.	Normál	12,72%	6,98%	4,71%
	Korrigált	11,22%	6,14%	4,16%

A fenti számításokat és megfontolásokat figyelembe véve az MNB a TKM-re a TKM Chartában foglaltakhoz képest némileg eltérő megközelítést alkalmaz. A TKM Chartában szereplő TKM* több különböző eltérő esetet fed le, amelyek közül az egyik a nyugdíjbiztosítás. A megkülönböztetés és a jobb kezelhetőség érdekében bevezeti a TKM^{ny} jelölést, az alábbi követelmények mellett.

A TKM számításánál azt az értéket veszik figyelembe, amelyik legalább egy mögöttes eszközalappal elérhető (ami lehet akár egy alacsony költségű pénzüpi alap is). Az alsó érték indokolás nélkül 2 százalékponttal túlléphető, ami mögött az eltérő költségű eszközalapok húzódnak. Egy rövid, szöveges indokolással (pl. a termék nyugdíjbiztosítás, magas kockázatot tartalmaz, a biztosítói költségeken túlnyúló egy vagy több szofisztikált eszközalap alapkezelési költségére tekintettel) a TKM a sáv fölé is mehet.

Az MNB ajánlásában az alábbi értékek szerepelnek javaslatként a TKM^{ny} legmagasabb értékére:

- 10 éves tartamig: 4,25% (a TKM* jelenleg: 4,75–6,75% helyett),
- 15 évnél: 3,95% (a TKM* jelenleg: 4,25–6,25% helyett),
- 20 évnél: 3,5% (a TKM* jelenleg: 3,75–5,75% helyett).

A sávhatárok helyett az MNB konkrét értékeket határoz meg. A TKM Charta az ügyfél döntését tetszőlegesnek veszi, az elérhető eszközalapok költségeit figyelembe véve jelöli ki a sávhatárokat. Az ajánlás által javasolt életciklus-szemléletben az egyes időszakokhoz kapcsolódó portfóliók is célszerűen a lejáratához igazodó állampapírokra épülnek, amit a kezdeti időszakban kiegyesítenek a magas hozampotenciállal rendelkező, magasabb kockázatú papírok, amelyek költség szintje is magasabb. Az idő előrehaladtával folyamatosan nő a kisebb költséggel járó, biztonságosabb, kiegyensúlyozottabb hozamszintű befektetések aránya. A teljes életciklusra az átlagos befektetési költség figyelembevétele indokolt. A TKM^{ny} meghatározása során ezért

nincs szükség sávhatárok kijelölésére, hanem elegendő konkrét értékek meghatározása.

A meghatározott értékeket a Chartában foglaltaktól eltérően nem bármilyen eszközalappal, hanem a tartamhoz igazodó állampapíralappal kell elérni. Az életciklus-szemléletben megjelenő átlagos befektetési költség jól közelíthető az állampapíralapok költségeihez. A javasolt modellben a befektetések jó része eleve a lejáratához igazodó futamidejű állampapírban kerül elhelyezésre. E mellé kezdetben magasabb hozampotenciálú eszközök javasoltak, amelyek befektetési költségei magasabbak, ezek azonban még csak kisebb vagyontömegben jelentkeznek. Ezt a többletet kiegyenlíti viszont az, hogy az időszak végén kevésbé kockázatos eszközök célszerűek, amelyek olcsóbbak, és az alacsonyabb költség az időszak végén a már lényegesen nagyobb megtakarításon jelentkezik. Indokolatlan lenne a javasolt TKM^{ny} legmagasabb értékét a pénzüpi alapok által elérhető értékéhez igazítani, mivel azok rövid távú eszközök, és így nem alkalmasak a befektetés hosszú távúságából adódó előnyök kiaknázására.

A TKM^{ny} esetében is lehetőség van 2 százalékpontos eltérésre. Az eltérés azonban – a TKM*-tól eltérően – nem bárhogyan, hanem csak számszerűsített módon lehetséges, és csak akkor, ha a mögöttes eszközalap komplexnek minősül és az átlagosnál magasabb hozampotenciálú, hozam- vagy tőkegaranciát tartalmaz, vagy ha a termékben lévő biztosítási kockázat ezt indokolja.

A TKM^{ny} értékének meghatározásakor alapul szolgált az, hogy az életciklus szemléletű befektetés a hosszú lejáratú állampapírok hozamához képest némileg magasabb hozampotenciállal rendelkezik. A középtávú 3 százalékos inflációs célt alapul véve az átlagosan 3–4 százalékos TKM már megfelelő értékőrzést biztosíthat. Lényeges, hogy mind a TKM, mind a TKM^{ny} tartalmazza a kockázati elemek árát is, amelyre az érték meghatározásánál szintén tekintettel kell lenni. A TKM^{ny} javasolt értékénél figyelembe vettük azt, hogy hosszabb időtávokhoz képest 10 éves tartam esetén az adózási ösztönző hatása magasabb, a biztosítót terhelő költségek porlasztására szűkebbek a lehetőségek és, hogy magasabb életkorban a kockázati elemek ára is magasabb.

ÉRTÉKESÍTÉS

Az ügyfélbizalom megerősítéséhez a megfelelő termék elengedhetetlen, de önmagában nem elegendő. A nyugdíjbiztosítások értékesítésének sikere nagyon nagy mértékben függ az értékesítésben részt vevő alkalmazottól vagy biztosításközvetítőtől. Erre tekintettel, az MNB velük szemben is megfogalmazta elvárásait. A javaslat egyik központi eleme, hogy a nyugdíj-biztosítási termékeket csak olyan személyek közvetítsék, akik ismerik a nyugdíjtermékek sajátosságait, és rendelkeznek megfelelő befektetési ismeretekkel. A befektetési egységhez

kötött nyugdíjbiztosításokhoz elengedhetetlenül szükséges, hogy az ügyfél kapjon megfelelő színvonalú, a döntését érdeemben és ténylegesen elősegítő információkat. A visszaélések megelőzése, továbbá a megfelelő költségszerkezet kialakítása érdekében az MNB javasolja a jutalékok csepegtetését, azaz olyan megoldások alkalmazását, amelyeknél a kifizetett jutalék összege nem haladja meg a befolyt díjak összegét. Minimális megoldás a 2015. január 1-jétől érvényes jutalékszabályozáshoz való konvergencia, de indokolt lehet meghatározott körülmények fennállása esetén azon kereteken belül további eltérítés a klasszikus csepegtetés felé, vagy a jutalékkulcsok olyan szinten tartása, ami a kívánt TKM-ek eléréséhez szükséges. A jutalékszint meghatározásánál azt is figyelembe kell venni, hogy egy olyan termékről beszélünk, amelynek az eladhatósága az adózási ösztönző miatt jobb, mint egy átlagos életbiztosításé.

Az újonnan bevezetett adózási ösztönző miatt előfordulhat, hogy az ügyfél számára előnyösebb az új feltételek szerinti biztosítás, még akkor is, ha emiatt az ügyfél esetlegesen egy alacsony visszavásárlási értéken tudja is a korábbi szerződését megszüntetni. Ez minden esetben egyedi megfontolást igényel, és teljes egészében testre szabott elemzés szükséges. A MNB megfogalmazása szerint ezért az a célszerű, ha a nyugdíjbiztosítás új megtakarítási elemként jelenik meg, ezért nem támogatható olyan gyakorlat, ami a már meglévő megtakarítások átcsoportosítását célozza.

Lényeges elvárás a közvetítőktől, hogy az ügyfeleknek az igényeik alapján lehetőség szerint olyan termékeket ajánljanak, amelyek megfelelnek az ajánlás előírásainak. Ha az ügyfélnek olyan különös igényei azonosíthatók, amelyek nem elégíthetők ki a piacon az ajánlásnak megfelelő termékkel, akkor az igényfelmérés során ezt az okot világosan rögzíteni kell. Ehhez hasonlóan indokolni kell azt a körülményt is, amely miatt olyan terméket választottak, amelyek TKM-je magasabb az alapértelmezett javasolt maximumnál. Az igényfelmérés során az említett indokok rögzítésének mellőzése a közvetítő részéről szakmai hibának tekinthető, így ilyen esetekben jogérvényesítési eljárások indíthatók.

AZ AJÁNLÁS MINT ESZKÖZ

Az adózási ösztönző jogszabályban való kihirdetése és a hatályba lépése között rendkívül rövid idő telt el, így mind a biztosítóknak, mind pedig a felügyelő hatóságnak mint jogalkalmazóknak kevés ideje volt a felkészülésre. A biztosítók ezért a termékfejlesztéseket jórészt a meglévő termékeik minimálisan szükséges átalakításával végezték el. Az MNB-nél viszont felmerült az igény, hogy mielőbb nyújtson segítséget a piaci szereplőknek abban, hogy az állami és ügyfélvárásoknak megfelelő termékek jelenjenek meg.

Az elvárások megfogalmazása formális módon ajánlás kiadásával történhet, ami megfelelő informális eszközökkel (egyeztetések, konzultációk) egészíthető ki. Az ajánlás mint eszköz kiválóan alkalmas a piaci szereplők viselkedésének terelésére, mert kellő mozgásteret hagy az érdekelteknek, ugyanakkor világos igazodási pontot is jelent. Az ajánlás közvetlen kikényszerítése jogi úton ugyan nem lehetséges, de nem is szükséges. Szélsőséges esetekben közvetett eszközök rendelkezésre állnak, az érdekeltekkel való körületekintő egyeztetési mechanizmusok azonban garanciát jelentenek arra, hogy a piaci szereplők is magukénak vallják a megfogalmazott alapelveket, értékeket, és azok mentén alakítsák magatartásukat.

Az ajánlás sok tekintetben újszerű. Az MNB a prudenciális szempontok mellett világos célként határozta meg a fogyasztóvédelem megerősítését, a preventív szemlélet kiterjesztését. Az MNB jelen ajánlás kibocsátásával első ízben fogalmaz meg termékszintű elvárásokat annak értelmében, hogy az új állományok már az ügyfél szempontját is fokozottan figyelembe vevő, rendszer-, vagy a piac egészére kiható kockázatot nem jelentő szerződésekből épüljenek fel és alkalmasak legyenek az erodálódó bizalom helyreállítására.

A biztosítói, közvetítői és szakmai érdekképviselőkkel, valamint a Nemzetgazdasági Minisztérium illetékes területeivel való egyeztetés és az észrevételek lehetőség szerinti beépítése elősegíti azt, hogy ne is legyen szükség keményebb eszköztár igénybevételére, és nagyon jó eséllyel lehet számítani az ajánlásban megfogalmazottak széles körű követésére. Az ajánlásban foglaltak teljesülését az MNB vissza fogja mérni, és ettől függően kerülhet sor módosításra, illetve szükség szerint jogalkotásra vonatkozó javaslatok megfogalmazására.

FELHASZNÁLT IRODALOM

ÁGOSTON KOLOS CSABA (2008): Magánnyugdíj-járadékok közötti választás. *Sigma*, 39. évf. 1-2. sz., pp. 27–47.

ANTOLIN, PABLO (2008): Policy Options for the Payout Phase. *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, No. 25. URL: <http://www.oecd.org/site/iops/principlesandguidelines/48269805.pdf>.

BANYÁR JÓZSEF (2012): *A kötelező öregségi életjáradékok lehetséges modelljei*. Gondolat Kiadó.

The Economist (2014): Special Report: Tech startups, 18 January 2014. URL: <http://www.economist.com/news/special-report/21593580-cheap-and-ubiquitous-building-blocks-digital-products-and-services-have-caused>.

MABISZ (2009): A Magyar Biztosítók Szövetségének szabályzata a Unit Linked teljes költség-mutató (TKM) számításáról és alkalmazásáról. Magyar Biztosítók Szövetsége. URL: <http://www.mabisz.hu/images/stories/docs/tkm/tkm-szabalyzat.pdf>. Letöltve: 2014. június 19.

MABISZ (2009–2014): *TKM Mutató az ügyfelek érdekében*. Magyar Biztosítók Szövetsége. URL: <http://mabisz.hu/hu/tkm.html>.

MILEVSKY, MOSHE A. (2004): *Real Longevity Insurance with a Deductible: Introduction to Advanced-Life Delayed Annuities*. Managing Retirement Assets Symposium (SoA). URL: http://www.ifid.ca/pdf_workingpapers/WP2004FEB_.pdf.

MNB (2014): *A Magyar Nemzeti Bank 2/2014. (V. 26.) számú ajánlása a nyugdíjbiztosításokról*. Magyar Nemzeti Bank. URL: http://felugyelet.mnb.hu/data/cms2421668/2_2014_MNB_ajanlas_a_nyugdijbiztositasokrol.pdf.

PSZÁF (2007): *3/2007-es vezetői körlevél a megtakarítási jellegű életbiztosítást értékesítő biztosítók és a független biztosításközvetítők vezetői részére*. Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete. URL: http://felugyelet.mnb.hu/data/cms694444/pszafhu_dearCEO3_2007.pdf

THALER, RICHARD H.–SUNSTEIN, CASS R. (2011): *Nudge – Jobb döntések egészségről, pénzről és boldogságról*. Manager Könyvkiadó és Könyvkereskedő Kft.

Bodnár László, Luspay Miklós, Madarász Annamária: MNB-kötvény betétesítésének hatása a pénzforgalomra

2014 áprilisában a jegybankban döntés született arról, hogy ugyanezen év augusztusától a kéthetes MNB-kötvényt betétte alakítják, aminek célja, hogy „a kéthetes jegybanki instrumentumból a banki forintlikviditás állampapírokba terelődjön át”¹. Ez egyben azt is jelenti, hogy e rövid lejáratú eszköz kikerül a jegybank által elfogadott fedezeti körből, így a hitelintézetek már nem tudják majd fizetési forgalmuk lebonyolítására, tehát az ügyfelek által kezdeményezett fizetési megbízások teljesítésének fedezetére sem felhasználni. Minthogy a kéthetes MNB-kötvény adja a bankok által fedezetként zárolt értékpapír-állomány legjelentősebb részét, kb. 40 százalékát, így a jegybanki döntés mindenképpen alkalmazkodást igényel a hitelintézetek részéről, amennyiben a fizetési rendszerekben elérhető likviditásuk korábbi szintjét fenn kívánják tartani. Cikkünkben azt vizsgáljuk, hogy az MNB-kötvény betétte alakítása milyen lehetséges alkalmazkodási reakciókat válthat ki likviditás terén a bankrendszer szereplőiből, majd historikus adatsor segítségével arra keressük a választ, hogyan érintheti a hitelintézeteket az MNB-kötvény fedezeti körből való kiesése.

LIKVIDITÁS

A likviditás összetevői: számlaegyenleg és hitelkeret

Magyarországon a hitelintézetek a saját és az ügyfelek fizetési megbízásainak lebonyolításához alapvetően két fizetési rendszert használnak. Nagy értékű, sürgős forintátutalások esetén a Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszert (VIBER), kis értékű forintátutalásoknál a Bankközi Klíring Rendszert (BKR) veszik igénybe. A VIBER-tranzakciók elszámolása során a fedezetbiztosítás bruttó elven történik, ami azt jelenti, hogy az adott banknak a teljes kimenő tranzakció fedezetét biztosítania kell. A nagy összegű, időkritikus tranzakciók mellett a VIBER-ben kerül kiegyenlítésre a BKR napközbeni forgalma, valamint az éjszakai forgalmából azon tranzakciók, melyek fedezetlenség okozta sorállás miatt egy rendkívüli elszámolási ciklusban kerülnek elszámolásra. Továbbá a VIBER-ben történik a kiegyenlítés a hitelintézetek Központi Elszámolóház és Értéktár (KELER) Csoport által üzemeltetett értékpapír-elszámolási és -kiegyenlítési rendszer igénybevételével lebonyolított értékpapír-ügyleteinek pénzlábát illetően is.

Ahhoz, hogy a hitelintézetek a VIBER-ben teljesíteni tudják fizetési megbízásaikat, elégséges likviditással kell ren-

delkezniük, melyet az MNB-nél vezetett számlájukon lévő számlapénzállomány (számlaegyenleg), valamint a rendelkezésükre bocsátott hitelkeret biztosít. A pénzforgalom lebonyolítása elsősorban a VIBER-tag számlaegyenlegének felhasználásával valósul meg. A számlaegyenleg nagyságát több tényező is befolyásolja, többek között az adott hitelintézet által választott tartalékráta nagysága. A tartalékráta mértékének – mely 2 és 5 százalék között szabadon választható –, valamint az adott hitelintézet tartalékalapjának szorzatából adódik a kötelező tartalék, melyet adott hitelintézetnek minimum tartania kell a jegybanknál vezetett számláján. Ezt a kötelezően tartandó minimális szintet havi átlagban kell teljesíteniük a hitelintézeteknek, azaz úgy kell gazdálkodniuk, hogy a napvégi záró számlaegyenlegeik átlaga adott hónapban elérje ezt a számukra előírt összeget. Ez a rendszer tehát rugalmasságot biztosít a bankoknak oly módon, hogy adott hónapon belül szabadabban tudják meghatározni a számlaegyenlegük nagyságát, így a fizetési forgalom számára rendelkezésre álló likviditásukat is. Több bank például a hónap elején a választott tartalékrátájánál nagyobb számlaegyenleget tart (túltartalékol), míg ezt a többletet a hónap második felében korrigálja (alultartalékol). Ezek a magatartások értelemszerűen a bank likviditását is befolyásolják.

Ha egy banknak az MNB-nél vezetett számlaegyenlege nem elégséges ahhoz, hogy a fizetési forgalmát lebonyolítsa, ak-

¹ http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Sajtoszoba/Sajtoszobakozlemenyek/MNB_Hatteranyag_Az_orszag_adossagszerkezete_tovabb_javithato.pdf

kor napközben automatikusan overdraft hitelt vehet igénybe. A legfontosabb, amire ügyelniük kell ilyenkor a bankoknak, hogy a felhasznált hitelkeretet nap végéig rendezzék, ellenkező esetben az overnight hitellé fordul át. Márpedig míg a napközbeni hitelkeret gyakorlatilag ingyen van, ára tulajdonképpen a zárolt fedezet lehetőségköltsége, addig az overnight hitel drágább, többletkiadást okoz az érintett banknak.

A rendelkezésükre álló hitelkeret nagyságát a bankok módosíthatják – amennyiben rendelkeznek még mérlegükben elégendő mennyiségű, további zároltatható értékpapír-állománnyal, akkor növelhetik – napközben VIBER-üzemidőben, majd a VIBER-zárást követően normál üzletmenet esetén 18.30-ig. A bankoknak a KELER-nél – ahol az értékpapírok nyilvántartását vezetik – kell kezdeményezniük a hitelkeret-módosítást, majd a KELER az értékpapír-oldali ellenőrzést követően továbbítja az igényt az MNB felé. Ez a folyamat azonban időigényes, hisz egy-egy változtatási kérelemnek mind a KELER, mind az MNB rendszerein át kell futnia, ez pedig értékpapírfajtánként átlagosan 5 percet vesz igénybe. Ez azért is fontos, mert ha pl. egy VIBER-rendszer tag többféle értékpapírtípusból is zároltatni akar, akkor a feldolgozás nem párhuzamosan, hanem értékpapírfajtánként egymás után következik be, így az 5 perces átfutási idő jóval hosszabb is lehet. Erre a tényre pedig tekintettel kell lenniük a bankoknak, különösen ha likviditáskezelési szempontból feszítettebb a helyzet. Ezzel a módszerrel ugyanakkor a bankoknak lehetőségük van napon belül pótolni a napi forgalmuk lebonyolításához szükséges likviditást, amennyiben annak szintjét előzetesen nem jól becsülték meg.

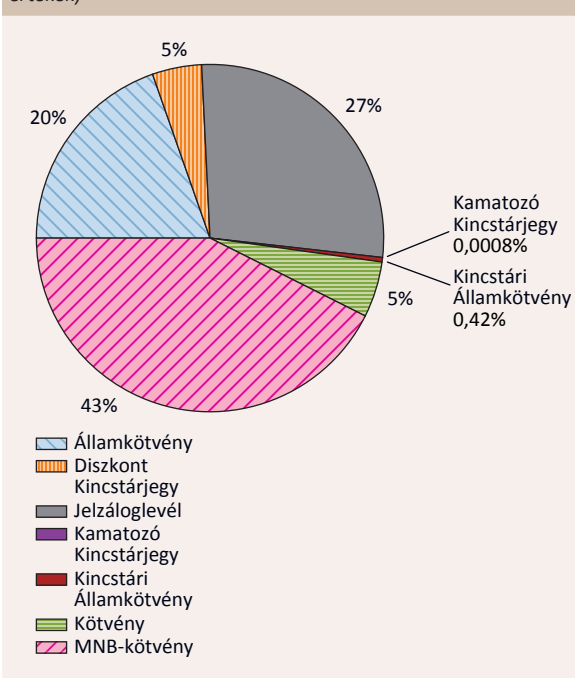
Ha nincs elégséges fedezete egy banknak a számlaegyenleg és a hitelkeret alapján egy adott tranzakció lebonyolításához, akkor a VIBER sorba állítja a megbízásokat. A tranzakciók beküldését követően történik meg a fedezetvizsgálat, amikor is kiderül, hogy az adott bank számlaegyenlege és hitelkerete elégséges fedezetet biztosít-e a teljesítéshez. Egy bank beleütközhet abba a problémába, hogy a likviditáskezeléskor a ki-menő tranzakciónak nem tudja ezt a fedezetet biztosítani az elszámolás során, így a tétel kiegyenlítése nem történik meg azonnal. Ilyenkor a VIBER sorba állítja a tranzakciókat, melyek sorrendjét a rendszertag is módosíthatja, és amint rendelkezésre áll a szükséges fedezet, a rendszer elkezd kiegyenlíteni a tételeket. Ha a VIBER körbetartozást érzékel, akkor automatikus sorlebotási mechanizmusba kezd. A rendszer összetettsége miatt azonban hálózati hatás érvényesülhet a szereplők között, vagyis ha egy hitelintézet nem teljesíti megfelelő időben a tranzakció(ka)t, akkor egy másik hitelintézet pénzforgalmában is fennakadások jelentkezhetnek.

A hitelkeret, illetve annak fedezetét biztosító zárolt értékpapír-állomány jellemzői

Hitelkeretet az MNB kedvezményezettisével zárolt értékpapír-állomány fedezete biztosít. Fontos azonban megkülönböztetnünk egymástól a teljes zárolt állományt és azt az állományt, melyet ténylegesen a pénzforgalmi hitelkeret fedezetére fel lehet használni. A zárolt állomány ugyanis nemcsak a hitelkeretnek szolgál fedezetül, hanem többek között az MNB monetáris hiteleinek, valamint a Növekedési Hitelprogram (NHP) által folyósított hitelek egy részének is. Vagyis a zárolt állomány a teljes (bővebb) halmaz és annak csupán egy részhalmaza az, amely ténylegesen fedezetet biztosít a napközbeni overdraft hitelnek. Jegybanki fedezetként különböző (jegybankképes) értékpapírok szolgálnak, így pl. megfelelő minősítéssel bíró állampapírok, jelzáloglevelek, valamint az MNB-kötvény is. A 1. ábra alapján látható, hogy jelenleg az MNB-kötvények meghatározó szerepet játszanak aggregált szinten a bankrendszer által zárolt értékpapír-állomány összetételében. Bizonyos esetekben a fedezeti körbe nemcsak értékpapírok, hanem egyéb tételek, így pl. az NHP során kihelyezett hitelek is bekerülhetnek, ennek vizsgálatától viszont cikkünkben most eltekintünk, kizárólag az értékpapírokra koncentrálunk.

1. ábra
A jelenleg elfogadható fedezetek köre értékpapírtípus szerinti bontásban

(2013. január–2014. március, napi adatok alapján számított átlagos értékek)



Az MNB javára zárolt értékpapírok egy előre meghatározott diszkontáron kerülnek elfogadásra. Ha valamely szereplő például 100 egység hitelt szeretne felvenni, akkor ehhez 100+x egységnyi értékpapírt kell zárolnia a jegybanknál a potenciális kockázatok kivédése miatt. Gyakorlatilag a kettő közti különbség, vagyis az „x” a haircut. Fontos továbbá megemlíteni, hogy a hazai fedezetkezelési gyakorlat ún. összevont fedezeti állományi („pool”) alapon működik, ami azt jelenti, hogy egyetlen állományban van összegyűjtve az összes, jegybank számára elfogadható értékpapír, melynek fedezete mellett vehet fel adott bank hitelt, vagyis nincsenek az egyes zárolt értékpapírok külön-külön „megcímkézve”, hogy azok mire lettek felhasználva. Jegybanki szempontból az a fontos, hogy a fedezeti állomány összértéke elérje a szükséges fedezeti összértéket.

Az elfogadható fedezeti kör meghatározásával a jegybank szabályozni tudja a bankok likviditását. A 2008-as válság hatására a jegybank bővítette a fedezeti kört, többek közt jelzáloglevelek, illetve önkormányzati kötvények elfogadásával, tovább segítve ezzel a bankok likviditáskezelését. Utóbbi időben az elfogadható fedezetek körét tekintve jelentős változás nem történt az önkormányzati kötvényeket leszámítva, melyek 2014. február végén kikerültek a fedezeti körből, miután az állam átvállalta azok finanszírozását. Ennek hatása azonban nem volt jelentős, mivel összesen két bank zárolt nagyobb arányban ilyen típusú kötvényeket. Ráadásul a kötvények kivezetésére az említett két rendszertag fel volt készülve, a kieső papírokat sikeresen tudták egyéb értékpapír zárolásával pótolni.

A 2008-as válság, illetve az NHP hatása a fizetési rendszerek likviditására

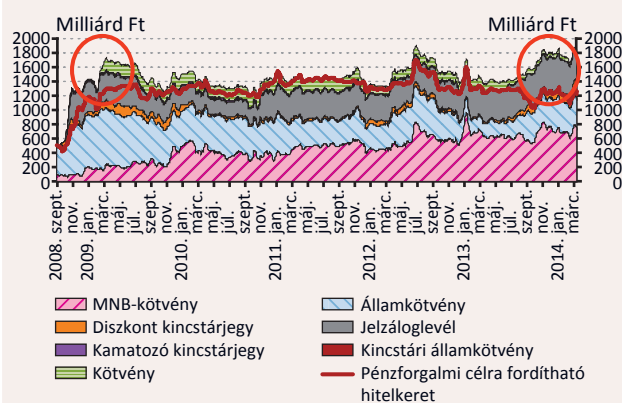
Ha nem sikerül elégséges mennyiségű likviditást szerezniük a bankoknak fizetési forgalmuk teljesítéséhez, akkor az jelentős, akár más szereplőkre is átgűrűző likviditási hatással lehet. Mivel a pénzforgalom hálózatos modellként működik, ezért akár ha csak egyetlen szereplő nem tudja fizetési megbízásait teljesíteni, annak hatása a teljes piacra átgűrűzhet. Ezzel a veszéllyel kellett 2008-ban a válság kapcsán szembenéznie a jegybanknak. A globális recesszió jelentősen átalakította a bankok likviditáskezelési szokásait Magyarországon is. A bankközi piacon a bizalom megrendült, a hitelezés gyakorlatilag leállt, ami nagyban megnehezítette a hitelintézetek számára a fizetési forgalmuk lebonyolításához szükséges likviditás napközbeni megszerzését. A kialakuló helyzetre a bankok zárolt értékpapír-állományuk és számlaegyenlegük megemelésével reagáltak. A tartalékkötelezettség fölé emelt számlaegyenleg miatt a bankok pedig jelentős overnight betétállományt építettek fel ebben az időszakban.

A válságot követően rendszerszinten és egyedi banki szinten is jelentősen megnőtt a zárolt értékpapír-állomány és azon belül is elsősorban az MNB-kötvények aránya. Aggregált szinten

a zárolt értékpapír-állomány a 2008 szeptemberében jellemző 500 milliárd forintos szintről annak triplájára, átlagosan mintegy 1400–1800 milliárd forintra emelkedett a vizsgált időszak végére (2. ábra). A zárolt állományon belül különösen a kéthetes MNB-kötvényállomány részaránya nőtt meg jelentősen, a 2008–2009-ben jellemző 10–20 százalékos szintről 40–45 százalékra mozdult el 2014 elejére. Ez nem véletlen, ugyanis a 2008-as válságot követő kormányzati tranzakciók (IMF-hitel igénybevétele stb.) jelentősen megnövelték a jegybanki devizatartalékokat, a felvett hitelek terhére elinduló állami kiadások következtében a bankok számlaegyenlege – egyúttal a bankrendszer likviditása – pedig jelentősen megnőtt. Ezt a megnövekedett likviditást a bankrendszer MNB-kötvények formájában helyezte el a jegybanknál. Látható, hogy a rendszerszintű likviditás és a kéthetes kötvényállomány szintje hozzávetőlegesen együtt mozog.

A 2008-as válság hatására az egyes hitelintézetek jóval nagyobb hangsúlyt fektettek likviditáskezelésükre. Amellett, hogy jelentősen megnövelték a jegybanki kedvezményezettiséggel zárolt MNB-kötvényállományukat, a pénzforgalmi célra rendelkezésre álló hitelkeretüket is szignifikánsan megemelték. A 2008 szeptemberében jellemző 500 milliárd forintról 2009 közepére átlagosan 1300–1500 milliárd forintra „duzzadt” a hitelkeret, amelyet a bankok azóta is igyekeznek ezen a szinten tartani.

2. ábra
A zárolt értékpapír-állomány alakulása értékpapírtípus szerinti bontásban
(2008. január–2014. március)



Megjegyzés: 10 napos mozgó átlag.

2013 második felében a zárolt értékpapír-állomány egyre nagyobb részét foglalja le az NHP-hitelek fedezete, ami miatt a pénzforgalmi célra fordítható hitelkeret részaránya a teljes zárolt állományon belül fokozatosan lecsökkent. A hitelkeret, valamint az annak fedezetét biztosító zárolt értékpapír-állomány trendje 2008 óta folyamatosan változik (2. ábra). Látható, hogy 2008–2009-ben a zárolt állománynak 80 százalékát tette ki a hi-

telkeret átlagosan. Ez azt jelenti, hogy a pénzforgalmi hitelkeret mellett még más okból, pl. egyéb jegybanki hitelek igénybevétele miatt is zárolhattak a bankok értékpapírokat. Az ezt követő években viszont nem tapasztalható jelentős eltérés a teljes zárolt állomány és a pénzforgalmi célból zárolt hitelkeret között, utóbbi közel 100 százalékát tette ki a zárolt értékpapír-állománynak. Ez a trend egészen 2013 év közepéig tartott, amikor is bevezetésre került az NHP. A jegybank gazdaságösztönző programcsomagja csak megfelelő jegybankképes értékpapír fedezete mellett vehető igénybe a hitelintézetek részéről. 2013 második felében – mivel a zárolt állománynak egyre nagyobb részét foglalta le az NHP-hitelek fedezete – a pénzforgalmi célra fordítható hitelkeret részaránya a teljes zárolt állománon belül fokozatosan lecsökkent. Míg az év első felében a zárolt fedezetek 90–95 százaléka volt pénzforgalmi célra ténylegesen felhasználható, addig az NHP bevezetését követően ez az arány az év második felére 60–65 százalékra esett vissza. Annak érdekében, hogy a bankok fenntartsák likviditásuk korábban jellemző szintjét, 2013 augusztusától folyamatosan növelték zárolt értékpapírjaik állományát, elsősorban diszkontkincstárjegyek és államkötvények zárolásával. Amennyiben az NHP-hitelek lehívása a korábbiakhoz hasonló ütemben folytatódik, úgy a pénzforgalmi szereplők várakozásaink szerint további értékpapírokat fognak zárolni, amennyiben szeretnék fenntartani likviditásukat. Így a hitelkeret és a zárolt értékpapír-állomány közt megnyílni látszó olló további tágulása várható a későbbiekben.

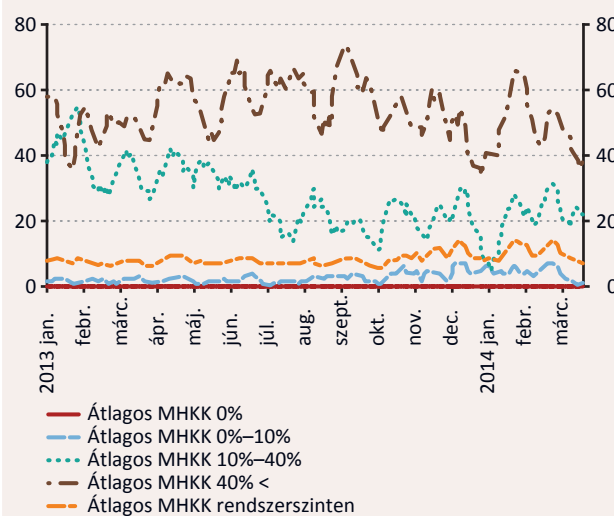
HITELKERET-KIHASZNÁLTSÁG: AGGREGÁLT KONTRA EGYEDI SZINT

A hitelkeret-kihasználtság mértéke rendszerszinten annak ellenére még mindig alacsony, hogy 2014 év elejére megnőtt. Korábban bemutattuk, hogy aggregált szinten hogyan nőtt az elmúlt időszakban a zárolt értékpapír-állomány nagysága és így a rendelkezésre álló hitelkeret is. A hitelkeret abszolút nagysága azonban önmagában nem árul el sokat annak „szükségességéről”. Fontos azt is tisztán látnunk, hogy a hitelkeretet milyen mértékben használják ki az egyes hitelintézetek, hisz ez mutatja meg igazán, mennyi szabad likviditás áll ténylegesen a bankszektor rendelkezésére. A hitelkeret-kihasználtság mérésére szolgál az MHKK- (maximális hitelkeret-kihasználtság) mutató, mely adott hitelintézet napon belüli legkisebb negatív számlaegyenlegét viszonyítja a hitelkerethez.² A hitelkeret-kihasználtság egyrészt függ attól, hogy adott bank esetében mekkora a zárolt értékpapír-állomány pénzforgalomra rendelkezésére álló része, másrészt attól is, hogy fizetési forgalmát milyen arányban teljesíti a számlaegyenleg és a hitelkeret terhére. A VIBER-ben például több olyan résztvevő is van, amely egyáltalán nem, vagy csak kismértékben veszi igénybe a hi-

telkeretét forgalma lebonyolításához. A teljes bankrendszer hitelkeret-kihasználtsága továbbra is alacsony. 2013 év vége, illetve 2014 év eleje ugyan némi növekedést mutat 2013 év elejéhez képest, szintje azonban még így is csak 14 százalék körül alakul. Az enyhe növekedés egyik oka lehet az NHP bevezetése, melynek hatására a pénzforgalom rendelkezésére álló zárolt értékpapír-állomány lecsökkent, ez pedig értelemszerűen megnövelte a kihasználtság fokát (3. ábra).

3. ábra
A maximális hitelkeret-kihasználtság idősoros alakulása rendszerszinten és az egyedi bankok átlagos MHKK-értékei alapján képzett csoportok esetében

(2013. január–2014. március)



Megjegyzés: 10 napos mozgó átlag.

A hitelkeret-kihasználtság tekintetében jelentős eltérések tapasztalhatóak a bankok között. Ahhoz, hogy az aggregált szinten túl pontosabb képet nyerjünk az egyes bankok hitelkeret-használati szokásairól, az egyedi jellemzőket is meg kell vizsgálnunk. Ehhez négy csoportra osztottuk a VIBER-tagokat az átlagos MHKK-értékek alapján (3. ábra). Az első csoportba soroltuk azokat a hitelintézeteket, amelyek egyáltalán nem használnak napközi hitelt (átlagos MHKK 0 százalék). A csoportba tartozó bankok jellemzően az összforgalomból is csak kismértékben (3 százalék) részesednek (4. ábra, bal oldali grafikon). A második csoportba azokat a bankokat soroltuk, amelyek használják ugyan a rendelkezésükre álló hitelkeretüket, de csak minimális mértékben. E csoport átlagos MHKK-értéke 0–10 százalék közt mozog. Idetartoznak egyrészt azok a bankok, amelyek VIBER-forgalma elenyésző, másfelől azok a bankok is, amelyek fizetési forgalma abszolút értékben magasabb ugyan, mégis a kötelezőtartalék-megfelelés miatt olyan jelentős számlaállománnyal rendelkeznek, hogy nagyobbbrészt

² Ha pl. adott hitelintézet aznapi legalacsonyabb számlaegyenlege +2 egység, míg a hitelkeret 10 egység, akkor az MHKK 0 százalék, vagyis hitelkerete nem került felhasználásra. Ellenben, ha a vizsgált hitelintézet adott napi legkisebb számlaegyenlege –3 egység, hitelkerete pedig marad 10 egység, akkor az MHKK 30 százalék. Vagyis a rendelkezésre álló hitelkeretének 30 százalékát használta fel a kérdéses hitelintézet a vizsgált napon.

annak terhére teljesíteni tudják tranzakcióikat. A csoport kisebb részét alkotják az olyan bankok, amelyek hitelkeret-kihasználtsága ténylegesen azért alacsonyabb, mert nagy zárolt értékpapír-állománnyal rendelkeznek, valamint ezen bankok zárolt állományának mindössze 21 százalékát teszik ki az MNB-kötvények, így őket vélhetően nem fogja drasztikusan érinteni a rövid lejáratú instrumentum betétte alakítása (4. ábra, jobb oldali grafikon). Ezen csoportba tartozó bankok részesedése az összforgalomból 41 százalék. A teljes VIBER-forgalom több mint felét lebonyolító bankok átlagos hitelkeret-kihasználtsága nagyobb, mint 10 százalék – ezeket a hitelintézeteket a következő, harmadik és negyedik csoportokban vizsgáljuk. A harmadik csoportba soroltuk azokat a bankokat, amelyek átlagos MHKK-értéke 10–40 százalék. Ezek a bankok a VIBER-forgalom 23 százalékát teszik ki. Idetartoznak elsősorban a nagy lakossági bankok, amelyek fizetési forgalma jelentős ugyan, de azt csak részben tudják teljesíteni a magas számlaegyenlegük terhére. Mivel ez a csoport nagyobb arányban támaszkodik hitelkeretére, ezért számukra az elfogadható fedezeti kör módosítása már nagyobb mértékű alkalmazkodást kívánhat meg. Fedezetképzési gyakorlatukban nagymértékben támaszkodnak MNB-kötvényekre, így megállapíthatjuk, hogy a csoportba tartozó hitelintézeteknek még tudatosabban fel kell készülniük arra az időszakra, amikor az MNB-kötvény mint értékpapír megszűnik (4. ábra, jobb oldali grafikon). Az utolsó, negyedik csoportba soroltuk azokat a bankokat, amelyek átlagos hitelkeret-kihasználtsága nagyobb, mint 40 százalék. Ez a csoport adja a teljes VIBER-forgalom 33 százalékát. Az idetartozó bankoknál nem ritka a 90 százalék feletti hitelkeret-kihasználtság sem. Jellemzően a pénzüpiacra aktív, jelentős vállalati ügyfélkörrel rendelkező

bankok működnek ebben a csoportban. Az MNB-kötvény betétte alakítása várhatóan jelentős alkalmazkodást igényel majd az ő esetükben is, tekintve, hogy zárolt állományuk közel 72 százalékát a kéthetes instrumentum teszi ki. Fontos ugyanakkor megemlíteni, hogy a fenti csoportosítás kizárólag a zárolt értékpapírokat, valamint a hitelkereteket vette figyelembe. A bankok többsége azonban rendelkezik még a mérlegében addicionálisan zároltatható értékpapírral, azaz van lehetőség a hitelkeret – és egyúttal a likviditás – további növelésére, csökkentve ezáltal annak kihasználtságát.

AZ MNB-KÖTVÉNY BETÉTESÍTÉSÉNEK VÁRHATÓ HATÁSA A PÉNZFORGALOMRA

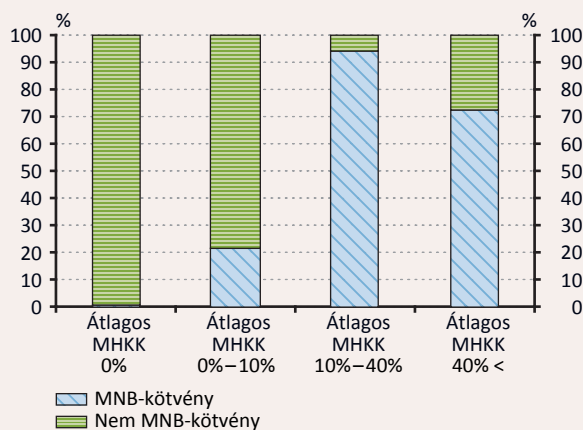
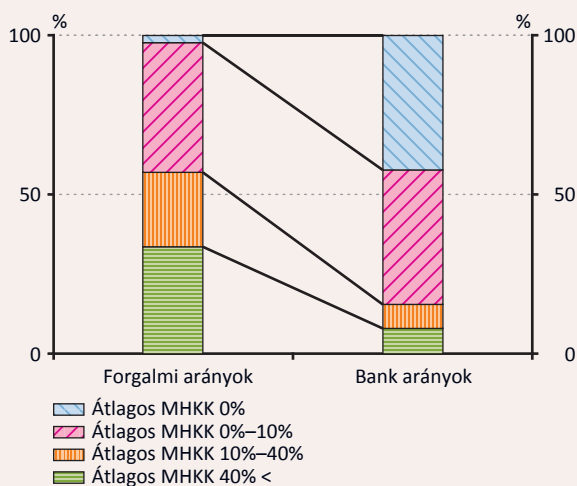
Alkalmazkodás

A kötvény betétesítése attól függően hat majd a különböző bankokra, hogy az MNB javára zárolt és zároltatható értékpapír-állományon belül mekkora részt tettek ki az MNB-kötvények, és mennyire használta adott bank a hitelkeretét. Mindezek alapján több hatást meg lehet különböztetni attól függően, hogy az adott bank MNB-kötvényállománya mennyire volt jelentős. Elképzelhető például, hogy egy adott bank minimális mértékben hívta le ugyan egy adott napon a hitelkeretét, de az teljes egészében MNB-kötvényből állt, így az instrumentum nélkül nem tudott volna teljesülni a pénzforgalma. Ahhoz, hogy meg tudjuk állapítani, mekkora hitelkeretre lett volna minimálisan szüksége egy adott banknak pénzforgalmának teljesítéséhez, meg kell vizsgálnunk, hogyan alakult

4. ábra

Átlagos MHKK alapján képzett csoportok forgalmi arányai az összforgalomhoz képest, kiegészítve a banki arányokkal (bal oldali ábra), illetve az MNB-kötvény aránya a teljes zárolt állományhoz képest az egyes csoportoknál (jobb oldali ábra)

(2013. január–2014. március)



volna az elmúlt másfél év pénzforgalma, ha kivesszük a zárolt állományból a teljes MNB-kötvényállományt. Ily módon meg tudjuk becsülni a szükséges alkalmazkodás mértékét. A vizsgálathoz a legkisebb számlaegyenleget (legnagyobb negatív számlaegyenleg) kell összevetnünk a pénzforgalom lebonyolítására felhasználható zárolt értékpapír-állománnyal, valamint a teljes, még zároltatható értékpapír-állománnyal. Amennyiben az MNB-kötvényállománnyal csökkentett zárolt értékpapír-állomány nem elégséges egyedi banki szinten a legnagyobb negatív számlaegyenleg fedezetére, akkor a bank részéről mindenképpen alkalmazkodást kíván meg az új szabályozás.

A banki alkalmazkodás alapvetően többféle módon történhet meg. Amennyiben a bankok rendelkeznek még addicionálisan zároltatható értékpapír-állománnyal, akkor annak zárolásával szerezhetnek likviditást. Ha nincs elegendő egyéb zároltatható értékpapírjuk, akkor többféle alkalmazkodási lehetőségük van, például egyéb értékpapírokat vásárolhatnak, vagy akár a számlaegyenlegük és a jegybanki overnight betétállományuk megnövelésével, a tételdőztési magatartásuk megváltoztatásával, illetve egyéb likviditáskezelési eszközökkel kezelhetik a helyzetet. A következőkben ezeket az alkalmazkodási lehetőségeket elemezzük. Fontos hangsúlyozni, hogy a pontos alkalmazkodás mértéke és módja bankonként jelentősen eltérhet mind az egyedi banki MNB-kötvényállomány különbözősége miatt, mind pedig a különböző banki preferenciák és szempontok miatt, melyek közül csak egy a pénzforgalom.

Vizsgálati módszertan és eredmények

2013. január és 2014. március közötti időszakra vonatkozóan vizsgáltuk 52 bank esetében a különböző pénzforgalmi adatokat, különös tekintettel a legkisebb VIBER-számlaegyenlegre, -hitelkeretre, a zárolt és a zároltatható értékpapírokra. Ezen historikus adatok alapján adtunk egy becslést arra vonatkozóan, hogy a korábbi tendenciák alapján hogyan alakult vol-

na a likviditáskezelés a pénzforgalomban mind a zárolt, mind a zároltatható MNB-kötvényállomány nélkül. Az MNB-kötvény betétesítésének hatását úgy vettük figyelembe, hogy nulla befogadási értéket adtunk ezeknek a papíroknak. Ezt követően megnéztük, hogy mely napokon és kikenél okozott volna problémát a historikus fizetési forgalom lebonyolítása az MNB-kötvény nélkül. Fontos megjegyezni, hogy a napközbeni likviditás kezelését vizsgáljuk, nem pedig a napvégit, hiszen a pénzforgalom szempontjából nem a napvégi lezárt pozíciók az érdekesek, hanem az a napon belüli pillanat, amikor a bank pénzforgalma a likviditását leginkább igénybe veszi. A pénzforgalom szempontjából tehát éppen ennek a napközbeni maximális hitelkeret-kihasználtságnak a nagysága fontos, mivel ez mutatja azt a „szűk keresztmetszetet”, amire a bankoknak a historikus adatok alapján elégséges likviditással kellett rendelkezniük.

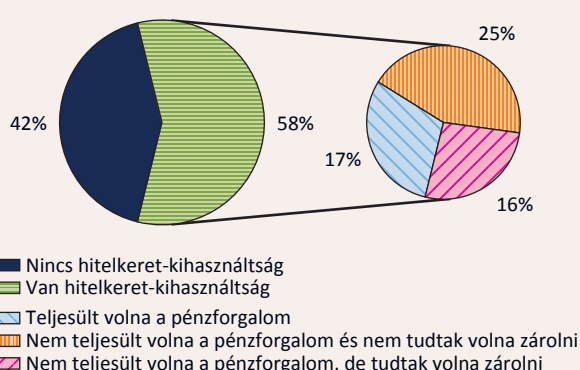
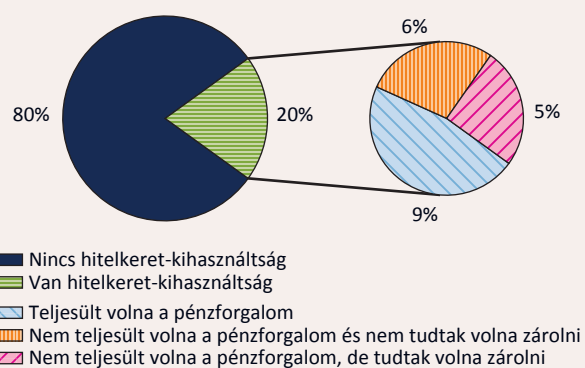
A hatásvizsgálat során azzal az egyszerűsítéssel éltünk, hogy a teljes MNB-kötvényállományt pénzforgalmi célra zárolták a bankok. Azért jelent ez egyszerűsítést, mert ahogy azt már korábban írtuk, a zárolt portfólióban nemcsak a pénzforgalmi célból, hanem más, például az NHP miatt zárolt értékpapírok is szerepelhetnek. Az MNB-kötvények kiesését azonban csak úgy tudnánk életszerűbben bemutatni, ha minden egyes napot és hitelintézetet korrigálunk az éppen aktuális NHP-hitelállománnyal. Egyelőre az egyszerűség kedvéért nem végeztük el ezt a korrekciót, de feltételezzük, hogy nem is módosítana jelentősen az eredményeinken, mert például sok MNB-kötvényt aktívan használó bank nem is vesz részt a Növekedési Hitelprogramban.

A vizsgált időszakon belül csak azon bankokat és napokat vettük figyelembe, amikor adott résztvevőnek voltak bejövő vagy kimenő tételei (14 329 eset), és ezt szűkítve azokat, amikor a banknak a pénzforgalma lebonyolításához a zárolt értékpapír-állománya terhére hitelkeretet kellett igénybe vennie (2854 eset).

5. ábra

Az MNB-kötvény elfogadható fedezeti körből való kikerülése következtében kialakuló alkalmazkodási reakciók megoszlása esetszámok (bal oldali ábra) és bankok (jobb oldali ábra) tekintetében

(2013. január–2014. március)



Az esetek 89 százalékában nem lett volna szükség alkalmazkodásra az MNB-kötvény kivezetésének hatására, ami a bankok 59 százalékát érintené. A vizsgált esetek 80 százalékában azért nem lett volna szükség alkalmazkodásra, mert nem is volt hitelkeret-kihasználás, míg az esetek 9 százalékában használták ugyan hitelkeretüket a bankok, de az még MNB-kötvények nélkül is elegendő lett volna ahhoz, hogy lebonyolítsák a pénzforgalmukat. A vizsgált időszakban a bankok 42 százaléka (22 bank) egyszer sem használta a hitelkeretét, míg a bankok 17 százalékánál (9 bank) legalább egy esetben történt napközbeni overdraft hitelfelvétel, de erre az MNB-kötvény nélkül is rendelkezett elég fedezettel a bank (5. ábra).

Az esetek 11 százalékában már valamilyen szintű alkalmazkodást igényelt volna a kötvények kiesése, ugyanis az MNB-kötvények nélkül számított rendelkezésre álló hitelkeret nem lett volna elegendő pénzforgalmuk teljesítéséhez, ami a bankok széles körét, mintegy 41 százalékát érintette volna. Azon esetek (11 százalék), amikor nem tudtak volna a hitelintézetek a zárolt értékpapír-állományból elegendő hitelkeretet biztosítani több mint a felét jelentették az összes olyan esetnek, amikor volt hitelkeret-lehívás. Ez azt mutatja, hogy a rendelkezésre álló hitelkeret biztosításában a zárolt értékpapír-állományon belül jelentős szerepe volt a vizsgált időszakban az MNB-kötvénynek. A bankok 41 százalékának (21 banknak) kellett volna szembe-sülnie azzal, hogy az MNB javára zárolt MNB-kötvényállománya nélkül nem teljesült volna zavartalanul a pénzforgalma, azaz valamilyen módon alkalmazkodnia kellett volna ahhoz, hogy a pénzforgalmát le tudja bonyolítani.

A vizsgált esetek közel 5 százalékában a bank a mérlegében lévő egyéb értékpapírok zárolásával tudott volna elegendő likviditást szerezni, ami a bankok 16 százalékánál jelentett volna lehetséges alternatívát a kieső kéthetes instrumentum pótlására. Azon esetek közül, mikor nem teljesült volna a pénzforgalom likviditási hiány miatt, 47 százalékban lett volna a zároltatható állományban annyi értékpapír az MNB-kötvények nélkül, hogy azok zárolásával elegendő hitelkeretet tudtak volna teremteni az érintett bankok ahhoz, hogy kezelni tudják a fedezethiányt. A 21 banknak – melyeknek nem teljesült volna a pénzforgalma az MNB-kötvény nélküli rendelkezésre álló hitelkerete alapján – kevesebb mint a fele (8 bank) lett volna képes további értékpapírokat zárolni a zároltatható portfóliójából.

A historikus pénzforgalmi adatok alapján az esetek 6 százalékában, a bankok 25 százalékánál nem lett volna elegendő értékpapír a zároltatható portfólióban az MNB-instrumentum nélkül, így más alkalmazkodási megoldásra, például egyéb értékpapír vásárlására vagy jegybanki overnight betétállomány elhelyezésére kényszerültek volna. Azon esetek közül, amikor nem teljesült volna a historikus pénzforgalom az MNB-kötvények nélkül, 53 százalékban (798 eset) az érintett bankok mérlegében nem lett volna elegendő zároltatható értékpapír-

állomány ahhoz, hogy növelni tudják a hitelkeretüket. A vizsgált időszakban a bankok 25 százalékának (13 bank) volt legalább egyszer olyan napja, amikor a pénzforgalmuk nem teljesült volna zavartalanul az MNB-kötvény nélkül, amit addicionálisan, a mérlegükben lévő értékpapírok zárolásával sem tudtak volna kezelni, mert nem lett volna elegendő méretű a zároltatható portfóliójuk.

Fontos megjegyezni, hogy *ceteris paribus* az értékpapír-zárolások növelése mellett például a tételidőzíti magatartás megváltoztatása is segíthet a pénzforgalom lebonyolításában. Ha egy banknak bejövő tétele érkezik más rendszertagtól, akkor annak finanszírozó hatása kedvezően hat a bank likviditására. Ilyenkor ugyanis a bank számlaegyenlege a jóváírásoknak köszönhetően megnövekszik, aminek hatására finanszírozni tudja kimenő tételeit. Ez azért fontos, mert amennyiben egy banknak nagy összegű kimenő tranzakciót kell teljesítenie, és ehhez nem áll rendelkezésre elégséges likviditás, akkor megteheti, hogy későbbre időzíti a tétel teljesítését, és addig vár, amíg néhány bejövő tranzakció meg nem növeli a számlaegyenlegét, egyúttal likviditását. Ez a magatartás a bankok tételidőzíti magatartásán érhető tetten. A tételidőzíti magatartások megváltoztatása azonban nehezen modellezhető és általánosítható feltételezés, ezért azzal érdemben nem tudunk számolni. Az azonban egyértelműen látszik, hogy korábban, a GIRO napközbeni elszámolás bevezetése miatt a bankok az új helyzethez alkalmazkodva a tranzakcióik időzítésén jelentősen változtattak (későbbre tolták azokat), így biztosítottak elegendő fedezetet a BKR-tranzakcióknak.

További lehetséges alternatíva a tartalékráta megemelése is, amire 9 bank esetében lett volna mozgáster az azok közül a bankok közül (13 bank), melyek nem tudtak volna a mérlegük alapján további értékpapírt zároltatni. Előfordulhat, hogy a bankok a korábbi likviditási szintjüket a jövőben már nem a zárolt állomány szinten tartásával, hanem a számlaegyenleg tartalékráta fölé történő emelésével biztosítják. A 9 banknak azért lett volna lehetősége tartalékrátát emelni, mert nem a maximális 5 százalékos értéket használták. Sőt a többségük csak a minimális 2 százalékos szintet tartotta, így ezeknél van még tér a bővítésre. A bankok esetében azonban előfordulhat az is, hogy a tartalékrátájuk által biztosított szintnél magasabb szabad likviditással kívánják kezelni a helyzetet, ami a jegybanki overnight betétállományuk megnövekedéséhez vezethet. Ezzel gyakorlatilag azt érnék el, hogy a likviditásuk jelenlegi arányait rendeznék át, mivel lecsökkenne a hitelkeret aránya a pénzforgalmi likviditáson belül, és ezzel szemben megnőne a számlaegyenleg.

Az eddigiekben tárgyalt alkalmazkodási lehetőségeken kívül még számos módon tudnak javítani likviditási helyzetükön a bankok. Alkalmazkodási mód lehet például a devizapiacról, vagy éppen a bankközi betétpiacról történő likviditásszerzés,

azaz azoktól a bankoktól történő hitelfelvétel, amelyek adott pillanatban éppen likviditástöbblettel rendelkeznek. Egyfajta alkalmazkodásnak tekinthető az is, ha a bank tulajdonképpen nem kezeli a fedezethiányt, vagyis hagyja, hogy sorba kerüljenek a tételei. Erre azonban az előző évek tapasztalatai alapján kevés esélyt látunk, hiszen a bankok számára a pénzforgalom lebonyolítása továbbra is kiemelkedő jelentőségű terület.

Az egyedi preferenciák és körülmények fogják meghatározni, hogy melyik alkalmazkodási lehetőséget választják a bankok.

A fentiekben felsorolt likviditásbővítő módok közül feltehetőleg minden bank annak megfelelően fog választani, hogy mi volt a korábbi gyakorlat erre vonatkozóan, illetve mely lehetőségek állnak egyáltalán módjában és azokat hogyan mérlegeli.

Értékpapír-vásárlás és egyéb hatások

Az MNB-kötvény betété alakítása a bankok 25 százalékát érinti, az alkalmazkodás mértéke azonban nagyban függ attól, hogy mekkora likviditást terveznek az egyes rendszertagok fenntartani. Ha azt feltételezzük, hogy a bankok a zárolt értékpapír-állományt, illetve az abból pénzforgalom számára zárolt hitelkeret nagyságát fenn kívánják tartani, akkor ez a hatás értelemszerűen lényegesen nagyobb lesz, azaz több esetet és bankot érint. Az NHP bevezetését követően, amikor a bankoknak lecsökkent a pénzforgalom számára rendelkezésre álló hitelkerete, likviditása, akkor a bankok addicionális értékpapír-zárolással a 2008-as válság óta fenntartott szintre korrigálták az állományukat. Ez alapján – feltételezve a korábbi gyakorlat folytatását – a bankok továbbra is fent fogják tartani a mostani, számukra kényelmes napközbeni likviditási szintet, és a kieső MNB-kötvényt valamilyen módon pótolni fogják. Ennek legvalószínűbb megvalósulási formája az addicionális értékpapír-vásárlás, vagy a megnövekedő jegybanki overnight betétállomány lehet.

A bankrendszernek a historikus pénzforgalmi adatok alapján mintegy 500 milliárd forint értékben kell alkalmazkodnia az MNB-kötvény betétesítése miatt ahhoz, hogy a pénzforgalom *ceteris paribus* egyedi banki szinten is a korábbiaknak megfelelő szintű, bőséges napközbeni likviditás mellett teljesüljön.

Ez az 500 milliárd forint azt jelenti, hogy a vizsgált időszakban volt olyan nap, amikor minimum ekkora összegben lett volna szükség hitelkeretre MNB-kötvény nélkül ahhoz, hogy a historikus fizetési forgalom *ceteris paribus* teljesüljön. Ebből az 500 milliárd forintból az adott napon a bankok a mérlegükben lévő még zároltatható állományukból 219 milliárd forintot tudtak volna pótolni. A fennmaradó 281 milliárd forintot viszont egyéb módon kellett volna megszerezniük. Ez az 500 milliárd forint azonban egy szélső érték, azaz mindössze egy ilyen eset fordult elő a vizsgált 15 hónapban. Ha a teljes időszakot egyben nézzük, akkor átlagosan *ceteris paribus* a pénzforgalom szempontjából 121 milliárd forint zárolt MNB-kötvény hiányzott

volna a rendszerből, amelyből számításaink szerint átlagosan 85 milliárd forintnyi értékpapír pótlására nem lett volna elegendő a mérlegükben zároltatható értékpapír-állomány. Ez a 85 milliárd forintnyi átlagos alkalmazkodási kényszer azt mutatja, hogy ekkora addicionális likviditásra lett volna szüksége a bankrendszernek a historikus pénzforgalmának korábbi szintű lebonyolításához. Ez az érték azonban csak az átlagosan szükséges addicionális likviditásigényt mutatja. Ha a bankok továbbra is a 2008 óta stabilan tartott, „megszokott” magas zárolt állományi szintet kívánják tartani, akkor a teljes bankrendszernek átlagosan mintegy 670 milliárd forint kieső MNB-kötvényt kellene pótolnia ahhoz, hogy a korábbi feltételekkel teljesüljön a pénzforgalma.

A jövőben várható egyéb hatások jelentősen módosíthatják eredményeinket, mint például az NHP további bővülése.

A Növekedési Hitelprogram folyamatosan bővül, ami azt jelenti, hogy a program kereteiben biztosított hitelkeret fedezeti szükséglete folyamatosan növekszik, ami tovább csökkenti a pénzforgalmi hitelkeretet. Az NHP-hitelkihelyezések növekedése tehát az MNB-kötvény betétesítése miatti alkalmazkodási szükségletet csak tovább fogja növelni. Ennek pontos mértéke viszont előre nem kalkulálható, mert függ egyrészt a kihelyezett hitelek nagyságától, a választott fedezetek típusától, valamint az egyéb alkalmazkodási módoktól.

ÖSSZEFOGLALÁS

Cikkünkben a kéthetes MNB-kötvény fedezeti körből történő kivezetésének hatását, valamint a lehetséges alkalmazkodási reakciókat vizsgáltuk meg. Ahhoz, hogy adott hitelintézet pénzforgalmi kötelezettségeit teljesíteni tudja, megfelelő mértékű likviditással (számlaegyenleggel és hitelkerettel) kell rendelkeznie. A hitelkeret fedezetét a jegybanki kedvezményezetséggű zárolt értékpapír-állomány biztosítja. Láthattuk, hogy aggregált szinten a zárolt értékpapír-állomány jelentős részét teszik ki az MNB-kötvények, amely az elmúlt években meghatározó instrumentummá vált likviditáskezelés szempontjából. A pénzforgalmi kötelezettségek teljesítése tekintetében az egyedi banki jellemzők nagy eltéréseket mutatnak: bizonyos bankok számlaegyenlegükből képesek finanszírozni a kimenő tételeiket, mások viszont hitelkeretüket is folyamatosan használják.

Ahhoz, hogy pontos képet nyerjünk az MNB-kötvény kivezetésének hatásáról, historikus adatsoron néztük meg, hány esetben tudott volna, illetve nem tudott volna teljesülni a pénzforgalom az MNB-kötvények nélkül. A vizsgált bankok 16 százalékánál (8 bank) nem teljesült volna a pénzforgalom, ugyanakkor a mérlegükben levő egyéb értékpapírok zárolásával további forrást tudtak volna teremteni likviditásuk bővítéséhez, mely elegendő lett volna kimenő tételeik finanszírozásához. A bankok 25 százaléka (13 bank) esetében azonban ez nem

lehetett volna opció, így egyéb alkalmazkodásra kényszerültek volna. Összességében a bankrendszernek mintegy 500 milliárd forint értékben szükséges alkalmazkodnia az MNB-kötvények kivezetése miatt ahhoz, hogy egyedi banki szinten is teljesüljön a pénzforgalom.

FELHASZNÁLT IRODALOM

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? *MNB-szemle*, október.

LUSPAY MIKLÓS–MADARÁSZ ANNAMÁRIA (2014): A napközi elszámolás bevezetésének hatásai a hazai fizetési rendszerek forgalmára. *MNB-szemle*, március.

MNB (2013): *Jelentés a fizetési rendszerről*. Magyar Nemzeti Bank.

MNB (2014): *Jelentés a fizetési rendszerről*. Magyar Nemzeti Bank.

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

Csortos Orsolya, Lehmann Kristóf, Szalai Zoltán: Az előretekintő iránymutatás elméleti megfontolásai és gyakorlati tapasztalatai¹

Az elmúlt évtizedekben jelentősen megváltozott a monetáris politika kommunikációja, a jegybanki transzparencia egyre szélesebb körűvé vált. A jegybanki transzparencia növelését egyrészt a függetlenné váló intézmények elszámoltathatósága, másrészt az a felismerés indokolta, hogy a monetáris politika az irányadó instrumentum változtatása mellett a várakozások befolyásolásán keresztül is képes hatni a gazdasági folyamatokra. Az elmúlt évek pénzügyi válsága során több jegybank beleütközött az alapkamat zero alsó korlátjába, így az előretekintő kommunikáció szerepe még inkább felértékelődött, hiszen ebben a helyzetben a gazdaság állapota által indokolt további lazítás kivitelezésére a várakozások befolyásolása marad a monetáris politika egyik kiemelt új eszköze. Egy másik, a nemzetközi szakirodalomban még kevésbé elterjedt megközelítés szerint az inflációs várakozások emelésével nem lehet csökkenteni a várt reálkamatot és ezen keresztül ösztönözni a jelenbeli kiadásokat; azonban az előretekintő iránymutatással a normalizálódás során lehetséges a hosszú nominális hozamok alacsonyan tartása és a reálkamatok emelkedésének, illetve a kötvénypiacok túlzott reakciójának megelőzése. Az előretekintő iránymutatás válság alatti gyakorlatát és annak tapasztalatait a Federal Reserve (Fed) és az Európai Központi Bank (EKB) példáján keresztül mutatjuk be. Vizsgálódásaink szerint elmondható, hogy a válságot követően ezen kommunikációs eszköz stratégiai jelentősége csökkenhet, de egyértelmű elmozdulás történt a monetáris politikai helyzetértékelés és az arra való reakciók kommunikálása, így a transzparensabb jegybanki működés felé.

AZ ELŐRETEKINTŐ JEGYBANKI KOMMUNIKÁCIÓ JELENTŐSÉGE

A hiteles és transzparens jegybanki működés alapelve, hogy „*Mondd azt, amit teszel, és tedd azt, amit mondasz*”.² Mindez azért szükséges, mert egy transzparensszerűen működő jegybank sikeresebb lehet a várakozások befolyásolásában (pl. az infláció cél körüli horgonyzásában), így pedig javíthatja a monetáris politika hatékonyságát például azáltal, hogy tompíthatja az inflációs sokkok reálgazdasági költségeit. A várakozások menedzselése fontos transzmissziós csatorna, mivel a fogyasztási és beruházási döntések jellemzően hosszabb lejáratú (reál)kamatoktól függenek, amelyekre a jegybanki alapkamat aktuális szintjének önmagában kevés befolyása van. A hosszabb lejáratú hozamok alakulásában meghatározó szerepet játszanak a jegybanki alapkamat pályájára vonatkozó várakozások és a közép-távú inflációs kilátások. A rövid kamatokra vonatkozó várakozások befolyásolásával ugyanis hatni lehet a hosszú kamatokra is, aminek már a jelenben is érezhető lehet a reálgazdasági hatása. Így a várakozások aktívabb menedzselése a nulla alsó korlátba (zero lower bound, ZLB) ütközés nélkül is növelheti a monetáris

politikai lépések hatékonyságát, mivel a hozamgörbe távolabbi pontjai is a jegybank szándékának megfelelően mozdulhatnak el. Ha a jegybank képes befolyásolni ezeket, akkor – legalább részben előretekintő gazdasági szereplők esetén – hatni tud az aktuális reálgazdasági és inflációs folyamatokra is.

Mindezek fényében a transzparens jegybanki működés és a világos kommunikáció a válság kitörését megelőzően is egyre elterjedtebbé vált, azonban az előretekintő kommunikáció szerepe ezt követően, a zero alsó korlát elérése kapcsán még inkább felértékelődött. A fentiekkel összhangban általánosan elterjedt gyakorlattá vált, hogy a jegybankok nyilvánosságra hozzák monetáris politikai stratégiájuk részleteit, célváltozásokat, döntéseiket és az azok alapjául szolgáló főbb érveket, a gazdaság várható alakulásáról alkotott képüket. Ennek köszönhetően normál időkben a gazdasági szereplők a jegybank korábbi döntései, szisztematikus viselkedése alapján képesek következtetni arra, hogy a jegybank miként fog reagálni különböző gazdasági folyamatokra, sokkokra. Akkor azonban, amikor megnövekszik a gazdasági kilátásokat övező bizonytalanság, felértékelődik a jövőbeli monetáris politikai irányultságról való

¹ Köszönettel tartozunk több kollégánknak javaslataikért, külön kiemelnénk Kocsis Zalán hasznos észrevételeit.

² „Saying What You Do and Doing What You Say” (Friedman–Laxton, 2009).

kommunikáció, mivel a gazdasági szereplők egyrészt korábban nem tapasztalt szituációkkal szembesülnek, másrészt a ZLB miatt a monetáris politika mozgástere is korlátozottabb, így nehezebbé válik számukra a monetáris kondíciókra vonatkozó várakozások kialakítása.

AZ ELŐRETEKINTŐ IRÁNYMUTATÁS HÁTTÉRÉBEN ÁLLÓ ELVI MEGFONTOLÁSOK

A fejlett országok jegybankjaira **általánosan jellemző a működésük átláthatósága**, aminek köszönhetően a piaci szereplők pontosabb képet tudnak alkotni arról, hogy milyen viselkedésre számíthatnak a monetáris politika oldaláról. Egy, az árstabilitást középpontba helyező jegybank esetében a piaci szereplők kamatvárakozásait az fogja meghatározni, hogy milyen jegybanki alapkamat-pálya mellett látják biztosítottnak az inflációs cél elérését a monetáris politika által deklarált horizonton. Ezen várakozások formálásához számottevő mértékben járulhat hozzá, ha a jegybank publikálja előrejelzéseit, és nyilvánossá teszi a monetáris politikai döntései alapján szolgáló megfontolásokat. Bár a működés átláthatósága könnyebbé teszi a jegybanki viselkedés előrejelezhetőségét, azonban ez nem minden esetben biztosítja, hogy a piaci szereplők várakozásai a jegybank szándékával összhangban alakuljanak. A jegybank hitelessége mellett ehhez az is szükséges, hogy a piaci szereplők a jegybankhoz hasonlóan gondolkodjanak a monetáris politika vitelét meghatározó makrogazdasági tényezőkről és kilátásokról, illetve a jegybanki döntéshozók azokra adandó reakciójáról. Ha az utóbbi hasonló gondolkodás nem áll fenn, akkor az közelítheti egymáshoz a piaci szereplők várakozásait és a jegybank szándékait, ha a jegybank explicit jelzéseket ad az alapkamat jövőben várható pályájáról.

A legjobb gyakorlatot folytató inflációs célkövető jegybankok esetében az előretekintő jelzés általánosan elterjedt formája az **előrejelzés jellegű iránymutatás**. Az előrejelzés jellegű iránymutatás jelzést ad arra vonatkozóan, hogy az adott információs bázis mellett mi a legvalószínűbb monetáris politikai reakció. Ideális esetben így a hozamgörbe távolabbi pontjai is a jegybank szándékának megfelelően mozdulnak el.

Az előrejelzés jellegű iránymutatás lehet csupán verbális jelzés a várható kamatpályáról (pl. további lépések iránya, vagy a kamatpálya várható meredeksége), de akár magában foglalhatja a jegybank makrogazdasági előrejelzésével konzisztens kamatpálya publikálását is (utóbbi abban az esetben valószínűsíthető meg, ha az előrejelzés endogén monetáris politikai reakció³ feltételezése

mellett készül). Azok a jegybankok (pl. svéd, norvég, új-zélandi), amelyek a teljes kamatpályát nyilvánosságra hozzák, fontosnak tartják hangsúlyozni, hogy a publikált kamatpálya csupán az aktuálisan elérhető információs bázis alapján készített előrejelzés, és ezért nem tekinthető ígéretnek vagy bármiféle elköteleződésnek. Ezzel megteremtik annak a lehetőségét, hogy később – nem várt sokkhatásokkal szembesülve – hitelességvesztés nélkül eltérjenek a korábban előre jelzett kamatpályától. Egyes speciális esetekben ugyanakkor szükségessé válhat, hogy az előretekintő iránymutatás bizonyos fokú elköteleződéssel is járjon.

Ilyen speciális eset, amikor az adott gazdasági kondíciók és a korábban alkalmazott reakciófüggvény további monetáris lazítást indokolnának, azonban az alapkamat már elérte vagy megközelítette a zéró alsó korlátját, így nincs lehetőség az irányadó ráta további csökkentésére. Ilyen körülmények között alacsony infláció (esetleg defláció) mellett túlzottan magas reálkamat alakulhat ki, ami az aggregált kereslet további csökkenéséhez és a negatív kibocsátási rés további nyílásához vezet. Ezen a jegybank úgy tompíthat, hogy **elköteleződés jellegű iránymutatást** ad, azaz például bejelenti, hogy az irányadó kamatot azon az áron is alacsony szinten tartja, hogy átmenetileg tolerálja az inflációs cél elvetését – ezzel inflációs várakozásokat generálhat, így csökkentve a reálkamat szintjét. Az alacsonyabb reálkamat pedig a fogyasztási kiadások előrehozásán és a beruházások ösztönzésén keresztül élénkíti a gazdaságot.

Az előrejelzés, illetve az elköteleződés jellegű iránymutatás között tehát a fő különbség az, hogy míg előbbi során a jegybank megszokott stratégiájának várható következményéről ad információt, utóbbi a megszokott stratégia átmeneti felfüggesztésén keresztül kíván hatást elérni. Az elköteleződés jellegű iránymutatás jellemzően valamilyen feltételt is tartalmaz, hiszen egyetlen jegybank sem akar hosszú távra elköteleződni olyan stratégia mellett, melyet normál körülmények között nem tartana optimálisnak. Az elköteleződés jellegű iránymutatást alkalmazó jegybankok jellemzően időbeli (időfüggő elköteleződés), vagy a gazdaság állapotával kapcsolatos feltételeket fogalmaztak meg (állapotfüggő elköteleződés), emellett mindkét esetben lehet az iránymutatás nyílt végű vagy specifikált. Fontos itt megemlíteni, hogy az időbeli feltétel mellett nem egyértelmű, hogy a jegybank előrejelzés vagy elköteleződés jellegű iránymutatást ad, hiszen egy adott időpontig fennmaradó kamatszint jelzése önmagában nem tartalmaz információt arra vonatkozóan, hogy a jegybank a megszokott stratégiájával összhangban cselekszik, vagy az attól vett átmeneti eltéréssel próbálja meg hatásosságát növelni.⁴ Fontos kiemelni,

³ Ez azt jelenti, hogy az előrejelzés során a kamat- és árfolyampálya endogén módon határozódik meg, oly módon, hogy az infláció a monetáris politika számára releváns horizonton az inflációs céllal összhangban alakuljon.

⁴ Attól függően ugyanis, hogy a gazdasági szereplők melyik kategóriába tartozónak értékelik a jegybank jelzését, az eltérő következményekkel járhat. A hosszabb ideig a zéró alsó korlát közelében maradó alapkamat jelzése önmagában közvetítheti azt az üzenetet, hogy a jegybank elhúzódozó gazdasági gyengélkedésre számít, illetve azt is, hogy a fellendülés megindulása után is alacsony maradhat a kamatszint. Előbbi üzenet a gazdasági aktivitás visszafogásának irányába is hathat, míg utóbbi élénkíthet.

hogy a megszokott stratégiájától eltérő jegybank dilemmával szembesül: egyrésztől lépéseinek hatásossága függ attól, hogy a piaci szereplők a kivételes helyzetben elhiszik-e az átmeneti stratégiafeladás melletti feltételes elköteleződést; másrészt, ha a jegybank túlzott mértékben, vagy ideig eltér a korábban bejelentett stratégiájától, az könnyen az inflációs várakozások hosszú távú horgonyozottságának csökkenéséhez vezethet.

Az előretekintő iránymutatás gyakorlati megvalósítása során a jegybankok **számos további kihívással** szembesülnek. Abban az esetben, ha sikerül is meggyőzni a gazdasági szereplőket arról, hogy a jegybank elköteleződés jellegű iránymutatást kíván adni, az időhorizont definiálásával nem válik egyértelművé, hogy mely változók alakulásához köthetően válhat okafogyottá a jegybank iránymutatása. Ilyenkor az elköteleződés felveti az időinkonzisztencia problémáját, azaz azt, hogy a jegybank olyan magatartást ígér, ami a jelenben optimális, azonban az idő múlásával és a gazdasági körülmények megváltozásával könnyen kísértést érezhet a meghirdetett stratégiától való eltérésre. Ezt a problémát részben orvosolhatja az állapotfüggő iránymutatás, azaz amikor a jegybank bizonyos makrogazdasági változók alakulásához köti az elköteleződés fenntartását. Ilyenkor is dilemmát okozhat viszont az állapotfüggő iránymutatásban szereplő megfelelő indikátorok megválasztása, illetve azok hosszú távú egyensúlyi értékeinek meghatározása. Ha azonban az iránymutatás feltételrendszere túl komplex, csökkenhet az eszköz közérthetősége és így a hatékonysága is. Emellett a jegybanki döntéshozók gazdasági folyamatok alakulásával kapcsolatos nézetkülönbségei, illetve eltérő kommunikációja is csökkentheti az iránymutatás egyértelműségét és hitelességét, így hatékonyságát. Végül az előretekintő iránymutatás alkalmazása során figyelemmel kell lenni arra, hogy az közvetetten pénzügyi stabilitási kockázatokat okozhat.

AZ ELŐRETEKINTŐ IRÁNYMUTATÁS ÉS A KÖTVÉNYPIACI REAKCIÓK KAPCSOLATA

Az előretekintő iránymutatást mint a válságban alkalmazott új jegybanki kommunikációs eszközt, a legtöbb elemző és gazdaságpolitikus kedvezően fogadta. Az előző szakaszban ismertetett értelmezések szerint a fő cél a zero nominális alacsony kamatkorlátot elért jegybank számára az, hogy az *inflációs várakozások cél közelébe emelése révén* a várt reálkamatokat csökkentse és így a várakozási csatornán keresztül élénkítse a gazdaságot. A magyarázatok másik csoportja szerint az *inf-*

lációs várakozások emelésével nem lehet csökkenteni a várt reálkamatot és ezen keresztül ösztönözni a jelenbeli kiadásokat; azonban az előretekintő iránymutatással a normalizálódás során lehetséges a hosszú nominális hozamok emelkedési ütemének fékezése és a reálkamatok hirtelen növekedésének, illetve a kötvénypiacok túlzott reakciójának megelőzése. Ez a megközelítés tehát az előretekintő iránymutatásnak a kamatemelési ciklus megkezdésével kapcsolatos kötvénypiaci bizonytalanságok mérséklésében és a pánikszerű kötvényeladások megelőzésében betöltött szerepét hangsúlyozza. A jegybankok aktuális dilemmájára világít rá a Federal Reserve (Fed) kamatemelési ciklusa által kiváltott 1994-es globális kötvénypiaci válság,⁵ amikor a kamatok öt évig tartó szinten tartását követően, 1994 februárjában a Fed 25 bázispontos emelést hajtott végre, így az irányadó ráta 3,25 százalékra emelkedett. A lépésre a kötvénypiacok – beleértve olyan országoké is, ahol a jegybank még nem emelt kamatot – igen hevesen reagáltak, ami meglepetést okozott a piaci elemzők és a Fed számára is.⁶

Az 1994-es kötvénypiaci válság traumájának fényében 2004–2006-ban a Fed egy hasonló kamatemelési ciklusnak már a kezdetén biztosította a kötvényeseket, hogy egyenletes, kis lépésekben valósítják meg az emeléseket, és ügyelnek arra, hogy minimalizálják a hitelből finanszírozott kötvényportfóliók tartóinak veszteségeit. Pusztán a makrogazdasági mutatókat (GDP és infláció) tartalmazó Taylor-szabályból gyorsabb kamatemelés következett volna, de a kötvénypiaci megfontolások és a hosszú hozamok stabilizálásának igénye óvatosságra intette a Fed döntéshozóit. Ennek jegyében már ekkor alkalmazták az előretekintő iránymutatás eszközét, mely során az FOMC⁷ úgy fogalmazott, hogy a monetáris politika számottevő ideig („for a considerable period”) alkalmazkodó maradhat. A Fed transzparens és hiteles kommunikációja sikeres volt a deflációs kockázatok csillapításában és a kötvénypiaci feszültségek mérséklésében, ugyanakkor a laza monetáris politika tartós fennmaradása hozzájárulhatott azon pénzügyi egyensúlytalanságok felépüléséhez, amelyek végül a 2008-as pénzügyi válsághoz vezettek.

A jelenlegi helyzetben a Fed és más vezető jegybankok különösen nagy figyelmet fordítanak egy korábbihoz hasonló kötvénypiaci válság elkerülésére, melyet egy nem kellően előkészített kamatemelési ciklus okozhat. Jelenleg több tényező is abba az irányba mutat, hogy a potenciális kötvénypiaci veszteségek nagyobbak lehetnek, mint az 1994-es válság idején:

⁵ Részletes ismertetését lásd Turner (2013).

⁶ A BIS akkori éves jelentése szerint a fundamentumok és az inflációs nyomás egyáltalán nem támasztották alá a hozamok ilyen mértékű emelkedését. Az inflációs várakozásokat végül sikerült a Fednek féken tartania, és 1995-től a hozamok már mérséklődtek. Ennek ellenére a hozamok stabilizálása jóval tovább tartott a számítotttnál. A kamatemelési ciklus az egykorú becslések szerint a világ kötvénypiacain 1,5 trillió (ezer milliárd) dolláros veszteséget okozott, ami az akkori OECD GDP csaknem 10 százalékával volt egyenértékű.

⁷ Federal Open Market Committee, Szövetségi Tartalékbankrendszer Szövetségi Nyilvtartási Bizottsága, Fed legfőbb döntéshozó testülete.

- A kötvények állománya jelenleg többszöröse az 1994-esnek.
- Az állomány kamatérzékenysége magasabb, mivel a meglévő állományok tartósan alacsonyabb kamatszintek mellett halmozódtak fel. A BIS 2013-as éves jelentésében adott becslése szerint⁸ csak az USA-állampapírok esetében – leszámítva a Fednél lévő mennyiséget – a hozamgörbe minden pontján végbemenő (azaz párhuzamos) 300 bázispontos eltolódására válaszul mintegy 1 trillió (ezer milliárd) dollár árfolyamvesztést kellene a piacoknak megemészteniük. Ez az összeg az USA GDP-jének 8 százalékát teszi ki. Hasonló számítással a francia, olasz, japán és angol állampapírok birtokosai a GDP-jük 15–35 százalékát kitevő veszteséggel néznének szembe (1. ábra).
- A rendelkezésre álló információk alapján sejthető, hogy a tulajdonosi megoszlás meglehetősen koncentrált, elsősorban a pénzügyi szektorban összpontosul. Emellett jelenleg csak az USA-ban a piaci szereplők által tartott jegybankon kívüli kötvényállomány többszöröse az 1994-es válság során látottaknak.
- Az 1994-es válság idején a növekedés kellően robusztus volt ahhoz, hogy átlendüljön a gazdaság a holtpontra – ma még azonban kérdéses, hogy a növekedés kellőképp megerősödött-e.

Mindezek együtt azt jelentik, hogy még egy kisebb kamatemelésre is potenciálisan sokkal nagyobb érzékenységgel reagálhatnak a befektetők. A kötvények kamatérzékenységét egy számpéldával illusztráljuk az 1. keretes írásban.

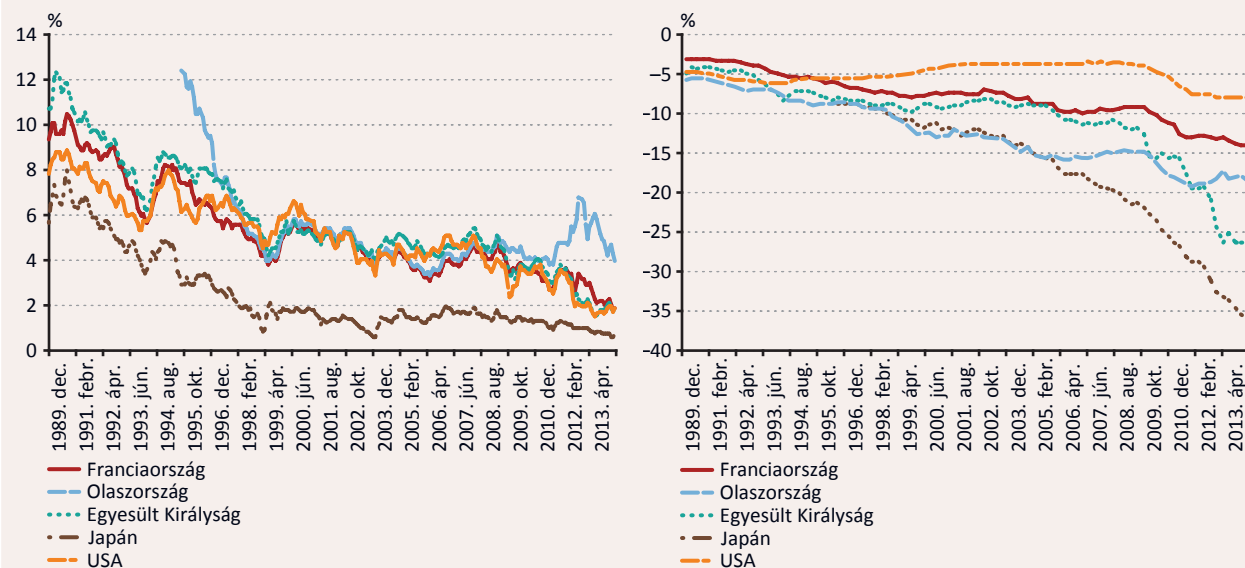
A kockázatokat súlyosbíthatja, ha érdemi gazdasági fellendülés hiánya esetén más sokkok (pl. kínálatoldali sokk, inflációs várakozások megemelkedése) mégis kamatemelést kényszerítenének ki. A jelenlegi nagyobb kockázatok realizálódásának valószínűségét igyekszik mérsékelni, időben elhúzni és a szereplők számára elviselhetőbbé tenni az előretekintő iránymutatás nyújtása. Ha a kamatemelési ciklust sikerül megfelelő időzítéssel olyankor kezdeni, amikor már kellően erőteljes a fellendülés, akkor a kockázatnak kitett szereplők más üzletágakban (pl. részvény, hitel stb.) kompenzálhatják a veszteségeiket. Emellett, ha az előretekintő iránymutatással az alkalmazkodást időben sikerül kitolni, akkor ez további mozgásteret ad a piaci szereplőknek ahhoz, hogy nagyobb makrogazdasági megrázkódtatás okozása nélkül feldolgozhassák a veszteségeiket.

Mindezek fényében a mostani, rendkívül alkalmazkodó monetáris politikát követő normalizálás dilemmát okoz a döntéshozók számára. Az elmúlt időszak hosszan tartó, alacsony hozamú környezetében a befektetők növelték a hosszabb lejáratú, magasabb hozamú, de kamatkockázatnak kitett kötvények arányát, és keresletet támasztottak az ilyen új kibocsátásoknak. A legtöbben a pozíciók vállalásához jelentős mennyiségű alacsony kamatozású hitelt vettek fel, ami további erős transzmissziós csatorna a rövid kamatok változása és a hosszú hozamok kapcsolatában. Amikor például egy kamatemelési ciklus elején a rövid hozamok emelkedésére számítanak, akkor a hosszabb

1. ábra

Kötvényhozamok és kamatkockázat.

10 éves államkötvényhozamok* (bal oldali ábra), illetve az állampapír-portfólió értékének változása a hozamemelkedést követően, GDP százalékában** (jobb oldali ábra)



*Havi átlag.

**Minden ország esetében az állampapírok becsült értékváltozása a GDP százalékában egy hipotetikus 300 bázispontos hozamemelkedést követően.

Forrás: BIS számításai.

⁸ BIS (2013), 8. o.

1. keretes írás

A kötvények kamatérzékenysége

A kötvények és más fix kamatozású értékpapírok piaci árfolyamának változását a piaci kamatok változása függvényében a módosított durációval (MD) szokták jellemezni. Egy kötvény piaci árfolyama valójában az általa nyújtott pénzáramlások diszkontált jelenértéke. Ez a jelenérték mindig változik a piaci kamatok változásával, amit a diszkontálásban használunk. A változás mértéke azonban nem minden kötvényt érint egyformán: azonos piaci kamatváltozás érzékenyebben érinti a hosszabb lejáratú kötvényeket, illetve az alacsonyabb kamatot fizető kötvényeket.

Például az US912828B667 ISIN azonosítójú, 2024. február 15-én lejáratú, 100 000 000 dollár névértékű USA-államkötvény, amely évente kétszer fizet 2,75 százalékos kamatot (kupon), módosított durációja (MD) 8,4. Ez azt jelenti, hogy ha a piaci kamatok a 2014. május 20-án fennállt 2,48 százalékról 3,48 százalékra emelkednének, akkor a kötvény árfolyama 8,4 százalékkal esik. A kötvények jellemzőinek hatásait a kamatérzékenységre egy, a fentihez hasonló kötvény paramétereinek változtatásán keresztül mutatjuk be az 1. táblázatban. Rendes időben egy kamatemelési ciklusban a hozamgörbe hosszabb lejáratúak kamatait kevésbé emelkednek, mint a rövid lejáratúak, ami mérseklí a kötvényportfólió értékvesztését; de az 1994-es példa azt mutatja, hogy bizonyos szituációkban nem kizárt a párhuzamos eltolódás.

1. táblázat

Egy hipotetikus kötvény kamatérzékenysége bemutatása

Kötvény	Lejárat (hátralévő, év)	Kamatszelvevény (kupon, évente kétszer)	Módosított duráció (MD)*	100 dollár piaci értékű kötvény piaci értéke 100 bázispontos kamatemelkedés után
1.	10	2,75	-8,7	91,3
2.	10	5,0	-8,1	91,9
3.	10	10,0	-7,3	92,7
4.	20	2,75	-15,4	84,6
5.	30	2,75	-18,4	81,6

*A módosított duráció a kötvény árfolyamának százalékos változását mutatja 1 százalékos (100 bázispontos) kamatemelés hatására bekövetkezett, azonos mértékű párhuzamos hozamgörbe-eltolódás esetén.

A módosított duráció képlete, $MD = -\frac{D}{1 + \frac{r}{f}}$; ahol D a duráció, r a piaci hozam és f az évi kamatfizetések száma. A képletben

szereplő duráció, vagy Maculay-duráció a kötvény pénzáramlásainak (kamatok és a végső tőketörlesztés) diszkontált jelenértéke, súlyozva az egyes pénzáramlások esedékességének idejével. Képlettel: $D = \sum_{t=1}^n t_i \cdot \frac{PV_i}{V}$, ahol n az összes pénzáramlások száma, i az egyes pénzáramlások sorszáma, t az egyes pénzáramlásokig hátralévő idő évben, PV az egyes pénzáramlások jelenértéke és a V a pénzáramlások jelenértékének összege (ami a piaci árfolyam). A jelenérték számításában a piaci hozamot, r -t használjuk diszkonttényezőként. Egy c összegű, egy év múlva esedékes kamatszelvevény jelenértéke, $PV = \frac{c}{1+r}$, ha r az éves kamat, a két év múlva esedékes kamatszelvevény jelenértéke $PV = \frac{c}{(1+r)^2}$, ha a második évben is r a piaci kamat stb.

Megjegyzés: Az egyszerűség kedvéért nem vettük figyelembe, hogy a duráció csak közelítő becslést ad, mert a kamat és az árfolyam nemlineáris kapcsolatának csak lineáris közelítését adja. A gyakorlatban a konvexitással még módosul kissé az érzékenység pontos értéke, de az illusztráció szempontjából ez a különbség elhanyagolható.

papírokat eladják, hogy minimalizálják a kötvényeken elszennvedett tőkeveszteségeiket. Ez szélsőséges, tömeges eladások esetében csődököt is okozhat az intézményi tőkepiaci szereplők körében, súlyosbítva a kötvénypiaci feszültségeket, ami végül a makrogazdasági fellendülés megtorpanásához vezethet.⁹

Ebben a megközelítésben az előretekinő iránymutatás szerepe és működési mechanizmusa eltér az előző szakaszban bemutatottól: az inflációs várakozások célra emelésével nem lehet csökkenteni a várt reálkamatoakat, ugyanis az inflációs várakozások emelkedése csökkentené a meglévő kötvények

⁹ Ez a megközelítés eddig azért nem terjedt el széles körben, mert az eddig alkalmazott modellek figyelmen kívül hagyták a kötvénypiaci szereplők csődjének lehetőségét (sok esetben még pénzügyi változókat vagy pénzügyi közvetítőrendszert sem tartalmaznak). A közelmúltban azonban Feroli és munkatársai olyan modellt dolgoztak ki, amelyben egy kötvénypiaci szereplő egy kereskedelmi bankhoz hasonló módon csődbe mehet még akkor is, ha nem hitelből finanszírozta a portfólióját.

várt reálhozamát, és megnövelné az új kibocsátású kötvények hosszú hozamait a kötvénypiacokon, ami a meglévő kötvények eladási hullámához vezethet.¹⁰ A hozamemelkedés – különösen az olyan tőkepiacokra alapozott gazdaságokban, mint az USA vagy az Egyesült Királyság –, a vállalatok hitelhez jutásának költségének emelkedésén keresztül megnehezítené a kilábalást, szélsőséges esetben akár meg is hiúsíthatja azt.¹¹ Ezért ezen nézet szerint a Fed vagy a Bank of England döntéshozói az előretekintő iránymutatással nem az inflációs várakozásokat akarják emelni és ezzel a reálhozamokat csökkenteni, hanem a hosszú nominális hozamok emelkedésének ütemét szeretnék visszafogni, azáltal, hogy mérséklék a kamatvárakozásokra vonatkozó bizonytalanságot (lejáratú prémiumot), és ezzel megelőzni a kötvénypiacok túlzott reakcióját a kamatok normalizálódása során.

AZ ELŐRETEKINTŐ IRÁNYMUTATÁS BEMUTATÁSA A FEDERAL RESERVE GYAKORLATÁN KERESZTÜL

A globális szinten is meghatározó jelentőséggel bíró Federal Reserve – a legjobb példaként tekintett inflációs célkövetés keretrendszerében működő jegybankokhoz (pl. svéd vagy új-zélandi jegybank) hasonlóan – már több évvel a pénzügyi válság kitörése előtt törekedett a transzparens működésre és hiteles kommunikációra. Ennek jegyében 1994-től kezdődően publikál döntéseit követően közleményeket. Emellett a döntést három héttel követően az ülés jegyzőkönyvét is nyilvánosságra hozzák, ami tartalmazza az FOMC döntéseit, és részletesen bemutatja a mögöttük meghúzódó megfontolásokat. 2007-től kezdődően pedig az FOMC-tagok negyedévente előrejelzést adnak a legfontosabb gazdasági mutatókra. Mindezek az **általános jegybanki átláthatóság és transzparencia** részét képező kommunikációs eszközök.

A globális pénzügyi válság kitörését követően még inkább felértékelődött az előretekintő jegybanki kommunikáció szerepe.¹² Ez a Fed esetében azzal magyarázható, hogy már 2008 decemberében a 0–0,25 százalékos sávba csökkentették az alapkamatot, így az effektív alsó korlátot elérve további mérséklésre nem volt mód. Ekkor – a nemkonvencionális eszközök

bevetése mellett – az **előretekintő kommunikáció erősítésével és az elköteleződés** felé történő elmozdulással próbált meg további monetáris lazítást végrehajtani.

A Nyíltpiaci Bizottság ettől kezdve **időfüggő előretekintő iránymutatást** alkalmazott, ennek jegyében először a nulla közeli kamatszám fenntartását kommunikálta „egy ideig” („for some time”), majd 2009. márciustól a közleményekben már „tartós ideig” („for extended period”) vetítette előre a kivételesen alacsony kamatszintet. 2011 augusztusában a **nyílt végű időfüggő iránymutatást specifikálták**, így a közleményben a „tartós ideig” helyett az szerepelt, hogy „legalább 2013 közepéig” („at least through mid-2013”) vállalják a kamat fenntartását. Ezt követően a nulla közeli kamat melletti elköteleződést 2012. januárban „legalább 2014 végéig”-re („at least through late-2014”), majd 2012. szeptembertől „legalább 2015 közepéig”-re („at least through mid-2015”) hosszabbították meg. Eközben a Fed 2012 januárjában a döntéshozók kamatra vonatkozó feltételes előrejelzésének publikálása mellett is döntött a várakozások hatékony alakítása érdekében.

Az időbeli iránymutatást 2012 decemberében – egy szintén **specifikált – állapotfüggő elköteleződés** váltotta fel, ami a 0 közeli kamatszint fenntartását explicit makrogazdasági küszöbök eléréséhez kötötte. Az elköteleződés értelmében a rendkívül laza monetáris politika legalább addig fennmarad, amíg a munkanélküliség 6,5 százalék felett alakul, az infláció nem kerül 2,5 százalék fölé, és a hosszú távú inflációs várakozások horgonyozottak maradnak (Evans-szabály). A 6,5 százalékos küszöb azonban nem feltétlenül váltja ki a kamatemelést: abban az esetben, ha az inflációs várakozások vagy kilátások engedik, továbbra is fenntartható az alkalmazkodó monetáris politika. Bár a munkanélküliségi küszöbértékhez kötődő iránymutatás összhangban áll a Fed kettős mandátumával, a számszerű inflációs feltétel arra utal, hogy a Fed hajlandó eltérni a korábban megszokott, 2 százalékos inflációt célzó stratégiájától.¹³ Az inflációs várakozások horgonyozottságának feltételül szabása ugyanakkor azt az üzenetet közvetíti, hogy ez az eltérés csupán átmeneti lehet. Egy évvel később, 2013 decemberében, az előretekintő iránymutatásban előzetesen megfogalmazott munkanélküliségi küszöbértékhez közeledve Ben Bernanke, a Fed elnöke jelezte,

¹⁰ Ezt az érvelést korábban Jan A. Kregel fejtette ki Krugmannel szemben, aki hasonló módon, az inflációs várakozások megemelését javasolta a japán központi banknak a likviditási csapdából való kikerülés érdekében (Kregel, 2000). Jelenleg több közgazdász (Stein, 2013; Feroli et al., 2014) is olyan modell felépítésén dolgozik, amely a korábbi makromodelleknel kevesebb egyszerűsítő feltételezést tartalmaz, és képesek megmagyarázni a kötvénypiacok látszólag túlzott reagálását a kismértékű kamatemelésekre is. Ezekben a modellekben a kötvénypiaci áralakulást nagymértékben befolyásolják a jövőbeni hozamokkal kapcsolatos várakozások, és az ezeket befolyásoló hírekre a már piacon lévő összes kötvény átláthatóan, így az új kibocsátásokat a már piacon lévő állományok árfolyamához viszonyítják.

¹¹ Ehhez kapcsolódóan kétféle kockázat van (Bernanke, 2013): ha túl sokáig tartják alacsonyan a jegybanki kamatokat, akkor további pénzügyi kockázatok épülhetnek fel, mert a hozamokra éhes befektetők még több hosszú lejáratú, de nagy kamatkockázatnak kitett kötvényt vásárolnak (Jeremy C. Stein munkássága alapján). A másik kockázat az, ha a hozamok emelkedésnek indulnak, mert akkor a korai hozamemelkedés meggátolja a kilábalást. Utóbbi többek között előretekintő iránymutatással lehet elkerülhető.

¹² A Fed a 2008-as pénzügyi válság kitörését megelőzően is alkalmazta az előretekintő iránymutatás eszközét, nevezetesen a 2004-es kamatemelési ciklus megkezdése során. Lásd az előző részben.

¹³ 2012 januárjában a Fed vezetése 2 százalékos explicit inflációs célt jelentett be. Az ekkor kiadott közlemény megerősítette, hogy a Fed továbbra is a kettős mandátum teljesítését, vagyis az árstabilitás mellett a teljes foglalkoztatás elérését tekinti fő feladatának.

hogy az aktuális nulla közeli Fed kamatcél (0–0,25 százalék) valószínűleg *jóval* azután is fenn fog maradni, hogy a munkanélküliségi ráta 6,5 százalék alá süllyed, különösen akkor, ha a várható infláció hosszabb távon is 2 százalék alatt lesz. Ez nem jelentett érdemi változást a monetáris politika jövőbeli irányultságát illetően.

A Fed elnöki pozícióját 2014. február 1-jétől betöltő Janet Yellen vezetése mellett márciusban ismét változtattak az előretekintő iránymutatáson, ugyanakkor hangsúlyozták, hogy ez nem jelent változást az FOMC helyzetértékelésében. Az előretekintő iránymutatást úgy módosították, hogy az irányadó kamat a jelenlegi alacsony szinten marad az után is, hogy az eszközvásárlásokat¹⁴ már kivezették. Az esetleges későbbi kamatemelésről több tényező alakulása alapján fognak dönteni, és a munkapiaci feltételek mellett figyelembe veszik az inflációs nyomást és az inflációs várakozásokat, valamint a pénzügyi folyamatokat is – így az **állapotfüggő elköteleződés nyílt végűvé vált**.

Látható, hogy a Fed az elmúlt években az elköteleződés jellegű iránymutatás több típusát is alkalmazta (ld. 2. ábra), amely egyben rávilágít az iránymutatás nyújtásával kapcsolatos gyakorlati kihívásokra. Az időfüggő iránymutatás alkalmazása so-

rán a Fedet többször is érte az a kritika, hogy annak gyakori módosítása az FOMC tagjainak gazdasági helyzetértékelésének romlását jelzi, ami a gazdasági szereplőket – az elhúzódo nehézségeket látván – épp megtakarításaik további növelésére, és nem kiadásaik előrehozására ösztönözhet. Ezen problémát kívánta orvosolni az állapotfüggő elköteleződés alkalmazása, de az is csak egy-egy kiválasztott változó kitüntetett értékéhez kapcsolódóan nyújtott iránymutatást. Egyrészt kihívást jelentett a megfelelő indikátor megválasztása (GDP-növekedés, munkanélküliségi ráta, különböző munkapiaci indikátorok), másrészt a Fed az indikátor kiválasztását követően is szembesült azzal a problémával, hogy a kiválasztott változó nem megfelelően jelzi a gazdaság kapacitáskihasználtságát. Ennek kapcsán többben – a Fed döntéshozói között is – rávilágítottak arra, hogy a munkanélküliségi ráta alakulása alulbecsüli a gazdaságban lévő kihasználatlan kapacitásokat, mert annak csökkenése jelentős részben az aktivitási ráta mérséklődésével magyarázható, miközben az új munkahelyek bővülése és más foglalkoztatási mutatók alakulása továbbra is elmarad a kedvezőnek tekintett értékektől. Végül az állapotfüggő elköteleződés arról sem nyújt iránymutatást, hogy miként fog alakulni az irányadó ráta a küszöbértékek elérését követően, aminek kommunikációja a Fed számára a közelmúltban az egyik legnagyobb kihívást jelenti.

2. ábra

A jegybanki kommunikáció és az előretekintő iránymutatás különböző formái a Fed gyakorlatának bemutatásán keresztül



¹⁴ A Fed 2013 decemberében kezdte meg az eszközvásárlások havi összegének csökkentését. 2013. december és 2014. május között 85 milliárd dollárról 45 milliárd dollárra csökkentette a havi keretösszeget.

AZ EURÓPAI KÖZPONTI BANK ÁLTAL ALKALMAZOTT ELŐRETEKINTŐ IRÁNYMUTATÁS

2013. július óta az Európai Központi Bank (EKB) Kormányzótanácsa előretekintő iránymutatást ad az EKB irányadó kamatok jövőbeli pályájáról az inflációs kilátások alapján. Az előretekintő iránymutatás használata érdemi váltást jelent az EKB kommunikációjában, mivel az már nemcsak a gazdasági kilátásokra és a kockázatokra vonatkozik, hanem azok alapján a monetáris politika jövőbeli irányultságáról ad jelzést. A bejelentés kiváltó oka az volt, hogy a fejlett országok jegybankjainak mennyiségi lazító intézkedéseivel kapcsolatos bejelentések miatt május végétől érdemben megnövekedett a pénzpiacokon a volatilitás, és a hozamgörbe meredeksége és hosszabb fele jelentősen emelkedett. A megnövekedett pénzpiaci volatilitás azt jelezte, hogy az EKB kamataira vonatkozó jövőbeli várakozások túlságosan érzékenyvé váltak olyan sokkokra, amelyek nem az európai gazdasági feltételektől függöttek, hanem a pénzpiaci fejleményektől és az azokhoz kapcsolódó bizonytalanságoktól. Mindezek pedig a monetáris politika irányultságának szigorodása felé mutattak annak ellenére, hogy 2013 májusában az EKB csökkentette az irányadó rátát.

Ezen folyamatokra válaszul, a monetáris politika hatékonyságának növelése érdekében az EKB először 2013 júliusában nyújtott előretekintő iránymutatást, mely szerint „az irányadó kamat huzamosabb ideig a jelenlegi szinten marad, vagy tovább csökkenhet”. Az iránymutatás fenntartása mellett 2013 novemberében csökkentették az irányadó rátát, majd 2014 januárjában és februárjában megerősítették a korábbi iránymutatást. Az EKB a márciusi ülést követően kiemelt néhány változót, amelyek szerepet játszhatnak a monetáris politika jövőbeli irányultságának meghatározásában (pl. kihasználatlan kapacitások). Mindezek alapján a korábbi csoportosítás alapján az EKB iránymutatása először nyílt végű időfüggő, majd nyílt végű állapotfüggő iránymutatásnak tekinthető.

Az EKB előretekintő iránymutatásának több célja van. Egyrészt a zéró nominális alsó korlát elérése után igyekeztek lazítani a monetáris kondíciókon azáltal, hogy elköteleződtek az irányadó ráta tartósan alacsony szinten tartása mellett. Az elköteleződés szerint hosszabb ideig tartják alacsony szinten az irányadó rátát, mint az várható lenne az EKB korábbi magatartása (reakciófüggvénye) alapján. Ezáltal a várakozási csatornán keresztül igyekeztek csökkenteni a hosszú kamatok. Másrészt az irányadó rátára vonatkozó előretekintő iránymutatás segítheti a pénzpiaci volatilitás csökkenését, melynek a monetáris politika hatékonyságának javítása a célja.

Ugyanakkor az EKB által alkalmazott előretekintő iránymutatást számos kritika érte, ami hozzájárulhatott az eszköz mérsékelt hatékonyságú működéséhez. A nyílt végű időfüggő iránymutatással ugyan az EKB kellő mértékű rugalmasságot biztosított magának a meghirdetett stratégiától való eltérésre; másrészt viszont túl kevés információt nyújtott az elköteleződés mértékéről, ami jelentősen gyengíthette a kommunikációs eszköz hatékonyságát és mérsékelhette a szándékolt hatás elérését. Hasonló korlátokba ütközött a később alkalmazott iránymutatás is, amely annak ellenére, hogy (nyílt végű) állapotfüggő, nem adott többletinformációt a monetáris politika reakciófüggvényének pontos megváltozásáról; azaz a vizsgált változókról, küszöbértékekről és a monetáris politikai irányultság jövőbeli megváltozásának kiváltó tényezőiről.

AZ ELŐRETEKINTŐ IRÁNYMUTATÁSSAL KAPCSOLATOS TAPASZTALATOK

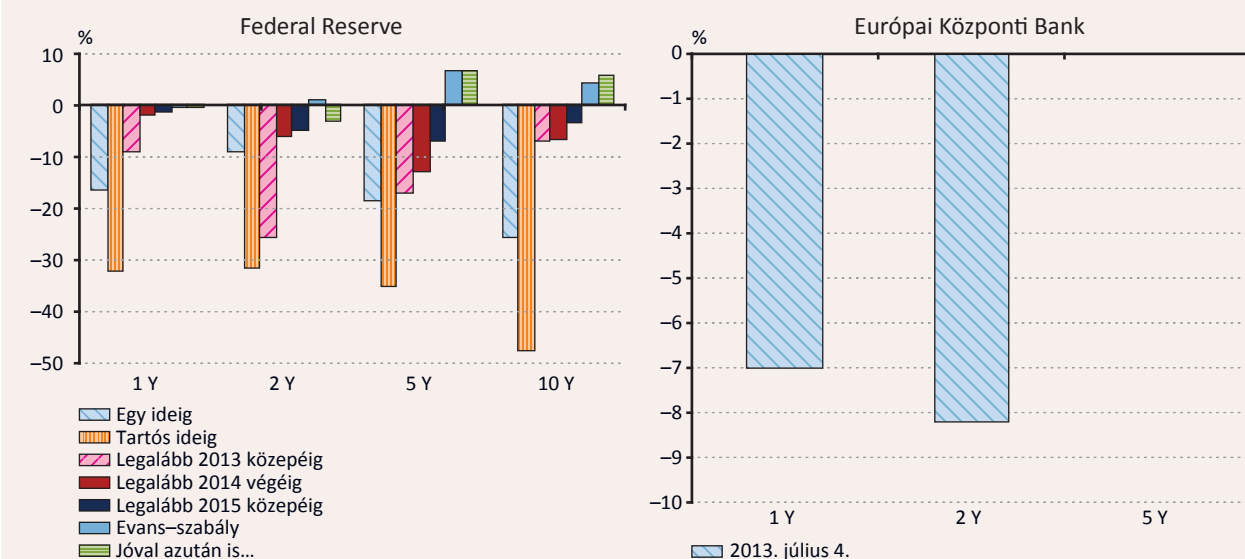
A BIS 2014. márciusi negyedéves szemléjének kiemelt témája (Filardo–Hofman, 2014) az EKB, a Bank of England, a Bank of Japan, valamint a Fed által az utóbbi időben alkalmazott előretekintő iránymutatás hatékonyságát vizsgálta meg. Az irányadó kamat pályájára vonatkozó előretekintő iránymutatás három csatornán keresztül gyakorolhat hatást a pénzpiacokra és a gazdasági folyamatokra.

Az első csatorna esetében az elméleti megfontolások alapján az előretekintő iránymutatás befolyásolhatja a jövőbeli várt rövid kamatok és a hosszú távú kötvényhozamokat egyaránt. Az eredmények alapján az iránymutatásnak volt ugyan némi hatása a rövid távú kamatok és a hosszú távú kötvényhozamok jövőbeli pályájával kapcsolatos várakozásokra (kamatpályára vonatkozó várakozási komponens), a hatás azonban jegybankként, időben és az alkalmazott iránymutatás módjának függvényében is változó volt (3. ábra). Az Egyesült Államok esetében például a legtöbb bejelentés esetében csökkentek a rövid és hosszú távú várt hozamok. A Fed esetében az is megállapítható, hogy a kvalitatív¹⁵ előretekintő iránymutatással kapcsolatos bejelentéseknek volt a legnagyobb hatásuk, fontos azonban megjegyezni, hogy ezekben az esetekben az aktuális alapkamat-csökkentések, illetve eszközvásárlások bejelentésének hatásai is megjelenhetnek. Az elköteleződés jellegű, időfüggő iránymutatás esetében a piaci hatások az idő előrehaladtával csökkentek. Az állapotfüggő iránymutatással kapcsolatos bejelentéseknek nem volt érzékelhető hatásuk, sőt, a hosszabb hozamokra gyakorolt hatás kifejezetten kedvezőtlen volt. Ennek hátterében az állhat, hogy a Fed által adott állapotfüggő elköteleződések a jegybanki reakciófügg-

¹⁵ A tanulmány csoportosítása szerint az az iránymutatás számít kvalitatívnak, amely nem ad részletes kvantitatív információt az irányadó ráta jövőbeli pályájáról vagy érvényességének időhorizontjáról (pl. „az alapkamat hosszabb ideig a jelenlegi szinten marad”). A mi csoportosításunk szerint ez a nyílt végű iránymutatásnak feleltethető meg.

3. ábra

Az előretekintő iránymutatás bejelentésének hatása a három hónapos bankközi és az államkötvény-hozamokra



Megjegyzés: A bemutatott értékek az előretekintő iránymutatás bejelentési napi záró értékének és az előző napi záró értéknek a különbsége. A Federal Reserve esetében a 3 hónapos euro-dollár-hozamok és a 10 éves nominális kötvényhozamok vannak ábrázolva; az EKB esetében a 3 hónapos Euribor futures hozamok.

Forrás: Bloomberg, BIS számításai.

vény megváltozását jelentik, ami hosszabb távon kedvezőtlenül érintheti a kiszámíthatóságot, vagy veszélyeztetheti az inflációs várakozások horgonyozottságát (lásd 2. keretes írás). Azonban ezekben az esetekben is figyelembe kell venni az eszközvásárlásokkal kapcsolatos bejelentések párhuzamos hatásait. A BIS tanulmánya szerint az Európai Központi Bank 2013 júliusában adott előretekintő iránymutatásának bejelentése az egy- és kétéves futures kamatok körülbelül 7, illetve 8 bázisponttal tudta csökkenteni. Ugyanakkor az EKB tanulmánya (ECB, 2014) alapján az iránymutatás bejelentését követő időszakban ideiglenesen folytatódott a hosszabb kamatok emelkedése, de a Fed mennyiségi lazításával kapcsolatos bejelentések lecsengésével újra csökkentek a hosszú kamatok, és végül 2013. május eleji szintre sikerült mérsékelni az öt éves hozamokat.

Általánosságban elmondható, hogy az előretekintő iránymutatásnak volt azonnali hatása a várt futures hozamokra, a hatás azonban időben változott. Emellett az ilyen típusú esettanulmányok számos tényezővel nem számolnak, például az idővel csökkenő hatás magyarázható azzal, hogy a piaci szereplők számára egyre inkább kiszámíthatóbbá válhatott a jegybankok viselkedése. Továbbá nem kontrolláltak olyan eseményekre, amelyeknek hatása lehetett a futures kamatokra (pl. eszközvásárlások bejelentése), így ebből nem célszerű messzemenő következtetéseket levonni.

A második csatornán keresztül az előretekintő iránymutatásnak csökkentenie kellene az alapkamat jövőbeli pályájára vonatkozó várakozások volatilitását, mivel az eszköz arra vonatkozóan nyújt információtöbbletet. Az eredmények alapján a rövid távú

várakozások volatilitása csökkent, a hosszabb távra vonatkozó várakozásoké azonban csak kismértékben mérséklődött. Ez arra utalhat, hogy a piaci várakozások szerint az egyes jegybankok által az alapkamatra vonatkozó előretekintő iránymutatás alkalmazása csak korlátozott ideig tartó elköteleződést jelent. Ugyanakkor az EKB saját számításai szerint a júliusi iránymutatás sikeresen csökkentette a jövőbeli rövid kamatok körüli piaci bizonytalanságot.

Végül azt is érdemes tanulmányozni, hogy az előretekintő iránymutatás hogyan befolyásolja a pénzügyi változók érzékenységét különböző gazdasági hírekre. Az Egyesült Államok tapasztalatai azt mutatják, hogy a pénzügyi piacok másként reagálnak az állapotfüggő elköteleződésben szereplő indikátorokkal kapcsolatos információkra az iránymutatás mellett. Intuíció alapján hatékony állapotfüggő iránymutatás esetén a piaci kamatoknak nem lenne szabad (túl) érzékenyen reagálnia olyan hírekre, amelyek kevésbé jelentősek a jegybank céljának szempontjából, vagy éppen megerősítik a jegybank helyzetértékelését. A Fed esetében az volt tapasztalható, hogy az egyéves futures hozamok kevésbé érzékenyen reagáltak egyes munkapiaci hírekre. Ugyanakkor ez a kapcsolat időben változik, és ahogy közeledik az indikátor az iránymutatásban szereplő küszöbértékhez, úgy nő a kamat futures-ök volatilitása is. Az EKB tapasztalatai azt mutatják, hogy az előretekintő iránymutatás alkalmazása segítette függetleníteni az európai pénzügyi folyamatokat a Fed taperinggel kapcsolatos kommunikációjától. Ez abból látszik, hogy amikor a Fed elkezdett kommunikálni az eszközvásárlások mennyiségének csökkentéséről („tapering talk”) – ekkor az EKB még nem alkalmazott iránymutatást –, akkor az amerikai mel-

2. keretes írás

Az előretekintő iránymutatás és a hozamgörbe különböző komponenseinek kapcsolata

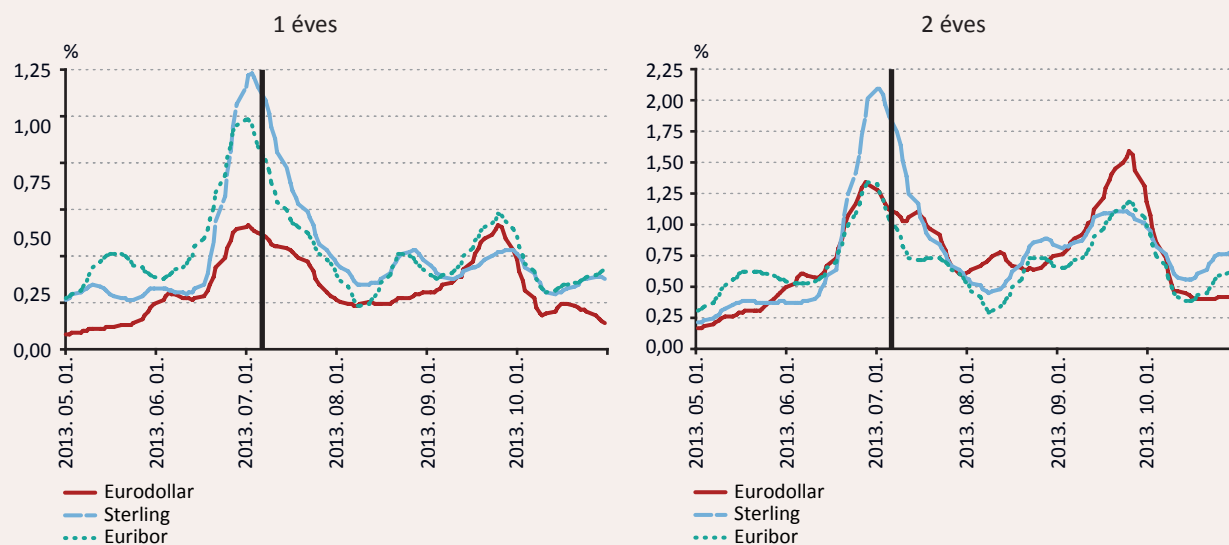
Az első csatornához kapcsolódóan szem előtt kell tartani, hogy a pénzügyi piacokon kialakuló (hosszú) hozamok jegybanki és gazdaságpolitikai szempontból kiemelt jelentőségűek, mivel azok információt nyújtanak a piaci várakozások, a kockázati megítélés és a monetáris kondíciók alakulásáról. A pénzügyi szakirodalom szerint a piacon kialakuló hozamszintet két tényező határozza meg: a kamatpályára vonatkozó piaci várakozás és a lejáratí prémium. Az előretekintő iránymutatás mindkét tényező alakulását befolyásolhatja. A várt hozamszintre az előretekintő iránymutatás azon a csatornán keresztül lehet hatással, hogy információt nyújt a jegybank várható kamatpolitikájáról, az azt befolyásoló tényezőkről (makrogazdasági helyzetértékelésről) és az erre adott lépésekről (jegybanki reakciófüggvény). A lejáratí prémium is két további tényezőcsoportra bontható tovább: a hozamvárakozások bizonytalanságához kapcsolódó komponensre, illetve likviditási és strukturális tényezőkre. A kettő közül az előretekintő iránymutatásnak a hozamvárakozások bizonytalanságának mérséklésében van szerepe, mivel a transzparens jegybanki kommunikáció – a várt hozam közvetlen befolyásolása mellett – a jegybanki reakciófüggvény kiszámíthatóságának növelésén keresztül csökkentheti a lejáratí prémiumot.

A pénzügyi válság kitörését követően ennek jelentősége megemelkedett, ugyanis a gazdasági folyamatokról érkező információkra adható jegybanki reakciók is nehezebben kiszámíthatók, ami a lejáratí prémium emelkedéséhez vezet. Az előretekintő iránymutatás – a legvalószínűbb forgatókönyv szerinti alappálya befolyásolása mellett – ezt a fajta bizonytalanságot kívánja csökkenteni, illetve a kiszámíthatóságot növelni (Horváth et al., 2014).

Az előretekintő iránymutatás hatása eltérő lehet attól függően, hogy milyen fajta bizonytalanságot csökkent. Amennyiben a kommunikáció a reakciófüggvénnyel és a jövőbeli várt kamatpályával kapcsolatos bizonytalanságot csökkenti, akkor a lejáratí prémium komponens csökken, és elsősorban a rövid hozamok mérséklődését okozza, míg a hosszabb hozamok kisebb mértékben ugyan, de szintén lejjebb tolódhatnak – ebben az esetben a hatás viszont kevésbé egyértelmű. Amennyiben az előretekintő iránymutatás a jegybanki reakciófüggvény megváltozásáról nyújt információt, akkor a kamatpályára vonatkozó piaci várakozás változik meg, és ennek megfelelően tolódnak lejjebb a hozamok. Elsősorban ez is a rövid hozamok mérséklődéséhez vezet, nagyobb azonban a valószínűsége a hosszú hozamok emelkedésének, amit a reakciófüggvény gyakori változtatásához kötődő bizonytalanság vagy az inflációs várakozások horgonyzottságának sérülése okozhat.

4. ábra

A három hónapos bankközi kamat volatilitása 2013-ban



Megjegyzés: A függőleges vonal 2013. július 4-ét jelzi, amikor az EKB nyílt végű időfüggő iránymutatást adott.
Forrás: Bloomberg, BIS számításai.

lett az európai bankközi kamatok volatilitása is jelentősen megnövekedett. Ezzel szemben a nyár végén – ekkor az EKB már adott előretekintő iránymutatást –, amikor az amerikai bankközi kamatok volatilitása ismét emelkedett, azzal egyidejűleg az európai bankközi kamatok volatilitása csak mérsékeltebben növekedett (ugyanaz elmondható az angol bankközi kamatok viselkedéséről) (4. ábra). Emellett az EKB saját számításai is azt mutatják, hogy az előretekintő iránymutatás bejelentését követően a pénzpiaci hozamok érzékenysége csökkent a beérkező adatokra és azon információkra, amelyek kevésbé kötődtek az eurozóna kilátásaihoz.

KONKLÚZIÓK

A fellendülés folytatódása mellett a válság utáni időszak egyik kérdése, hogy az előretekintő iránymutatás gyakorlata vajon a monetáris politikai eszközrendszer része marad-e. Egyes vélemények szerint a növekvő transzparencia csupán a válság előtt megkezdődött trend folytatásának tekinthető, amely az elmúlt időszakban felgyorsult és nagyobb figyelmet kapott. Más megközelítés szerint az előretekintő iránymutatás elmúlt időszakban alkalmazott formái a válság alatt alkalmazott nemkonvencionális monetáris politikai eszköztár részét jelentik, amelyek bevetésére normális gazdasági körülmények között nem lesz szükség. A nemzetközi tapasztalatok és vizsgálódásaink alapján látható, hogy a válság során az előretekintő iránymutatás aktívan használt kommunikációs eszközzé és a monetáris politikai eszköztár szerves részévé vált. Bár a válságot és a nulla alsó korlát enyhülését követően ezen kommunikációs eszköz stratégiai jelentősége csökkenhet, de az utóbbi évek tapasztalatai alapján az eszköz javította a monetáris politika hatékonyságát, így várhatóan a jövőben is a monetáris politikai eszköztár része marad.

FELHASZNÁLT IRODALOM

BANK OF ENGLAND (2013): *Monetary policy trade-offs and forward guidance*, August. URL: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/inflationreport/2013/ir13augforwardguidance.pdf>.

BERNANKE, BEN (2013): Long term interest rates. *Annual Monetary/Macroeconomics Conference: The Past and Future of Monetary Policy*, March. URL: <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20130301a.htm>.

BIS (2013): Making the most of borrowed time. *Annual Report*, 2012/2013, 83rd. URL: <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2013e1.pdf>.

ECB (2014): The ECB's forward guidance. *Monthly Bulletin*, p. 65-73, April. URL: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201404en.pdf>.

FEROLI, MICHAEL–ANIL K KASHYAP–KERMIT SCHOENHOLTZ–HYUN SONG SHIN (2014): *Market Tantrums and Monetary Policy*, Paper prepared for the 2014 US Monetary Policy Forum.

FILARDO, ANDREW–HOFMAN, BORIS (2014): Forward guidance at the zero lower bound. *BIS Quarterly Review*, March. URL: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403f.pdf.

FRIEDMAN, CHARLES–LAXTON, DOUGLAS (2009): Inflation Targeting Pillars: Transparency and Accountability. *IMF Working Paper*, WP/09/262.

HORVÁTH DÁNIEL–KÁLMÁN PÉTER–KOCIS ZALÁN–LIGETI IMRE (2014): Milyen tényezők mozgatják a hozamgörbét?. *MNB-szemle*, március.

KREGEL, JAN A. (2000): Krugman on the Liquidity Trap: Why Inflation Won't Bring Recovery in Japan. *Working Paper*, No. 298, March. Levy Economics Institute of Bard College.

PLOSSER, CHARLES I. (2013): *Forward Guidance. Presented to the Stanford Institute for Economic Policy Research's (SIEPR) Associates Meeting, Stanford, Ca.*

STEIN, JEREMY C. (2013): *Research on the monetary transmission mechanism, at the „Banking, Liquidity and Monetary Policy”, a Symposium sponsored by the Center for Financial Studies, Frankfurt am Main, 26 September.*

TURNER, PHILLIP (2013): The benign neglect of the long term interest rates. *BIS Working Paper*, No. 403.

WOODFORD, MICHAEL (2013): *Forward Guidance by Inflation-Targeting Central Banks. Prepared for the conference „Two Decades of Inflation Targeting: Main Lessons and Remaining Challenges”, Sveriges Bank, June 3, 2013.*

P. Kiss Gábor: Elkülönített nyugdíjegyenleg¹

A nyugdíjrendszerre az egyén szintjén az jellemző, hogy a befizetés és a kapott nyugellátás huzamos ideig tart és időben szétválik. Aggregált szinten a társadalom öregedése miatt a következő évtizedekben egyre kevesebb járulékfizetőnek kell egyre több nyugdíjas ellátását biztosítani. Az EU fiskális keretrendszerével összhangban álló, államháztartási hiányra vonatkozó fiskális szabályok a nyugdíjkiadások és a nyugdíjjárulékok éves egyenlegét veszik figyelembe, ezzel nem adnak megfelelő ösztönzőt a hosszabb távú egyensúlytalanság kezelésére. Indokolt lehet, hogy a nyugdíjegyenleg kerüljön ki e fiskális szabályok hatálya alól, annak egyensúlyát úgy szabályozva, hogy az hosszabb időtávon legyen biztosított. Ebben az esetben megszűnne az azonnali hatású lépések (például járulékemelés) irányába megjelenő ösztönző hatás, ami a lassabb hatású intézkedéseket (például korhatáremelést) a jelenlegi, rövid távra koncentráló szabályok miatt háttérbe szoríthatja. E nagyobb rugalmasság csak két feltétel teljesülése esetén nem adna lehetőséget visszaélésekre. Az egyik a nyugdíjegyenleg megbízható, ellenőrzött módon történő előrevetítése. A másik feltétel a hosszabb távú egyenleg korrekciójához szükséges intézkedések meghozatala, biztosítva azt, hogy azok halogatására és hatásának felülbecslésére ne legyen lehetőség. A megfelelő működés érdekében szükséges a nemzeti szabályok és az EU fiskális keretrendszerének harmonizálása is. Fontos azt is kiemelni, hogy a nyugdíjegyenleg fiskális szabályon belüli elkülönítése nem jelentené azt, hogy indokolt lenne a nyugdíjrendszer különválasztott értékelése. A korosztályos elszámolások szélesebb összefüggéseinek vizsgálata ugyanis csak az úgynevezett Nemzeti Transzfertáblák kutatási projektje alapján végezhető el, ami az egyes korosztályok egymás közötti transzferjeit is figyelembe veszi.

BEVEZETÉS

A fiskális keretrendszerek meghatározó elemei a fiskális szabályok, azok az adósságra, deficitre vagy kiadásra vonatkozó számszerű előírások, amelyek az államháztartás egyes részeire vagy egészére érvényesülnek. Optimális esetben a szabályok külső sokkok esetén lehetővé teszik a rugalmas alkalmazkodást. Egy minden évben 3 százalékos GDP-arányos hiány közelében levő költségvetés például nem engedi azt, hogy gazdasági visszaesés idején az automatikus stabilizátorok működjenek, ugyanis a kieső adóbevétel azonnal ellentételezni kell a kiadási oldal visszafogásával vagy adóemeléssel, aminek káros, visszaesést tovább fokozó hatása lehet. Nem kell a visszaesésre a fiskális politikanak reagálnia, ha olyan mutatót jelöl meg célként, mint a ciklikusan igazított hiány, vagy strukturális deficit, ami a gazdaság ingadozásának hatását kiszűri. A problémát itt a bizonytalanság jelenti, vagyis az, hogy e mutatók akkor működnek megfelelően, ha a gazdasági teljesítmény trendjét helyesen becsülik meg, vagyis tényleg csak az ingadozás hatásán néz keresztül a szabály. A gyakorlatban ez sok esetben nem teljesül, utólag derül ki, hogy a trendet tévesen felülbecsülték, így a fiskális politika nem reagált, nem igazította ki a hiányt időben.

Hasonlóan fontos a hatékonyság követelménye, vagyis az, hogy a fiskális szabályok járuljanak hozzá a fenntartható kiadás-bevétel szerkezetéhez. A gazdasági teljesítmény trendjét illető bizonytalanság itt is problémát okoz akár a kiadási szabályokat, akár a fenntarthatóság mérését vesszük. Ezenfelül azonban a létező fiskális szabályok hiányossága, hogy nem képesek megfelelően kezelni azokat a paramétereket, amelyek a fenntarthatóságot nagymértékben meghatározzák. A középtávú cél (MTO) megállapításánál bizonyos mértékig megjelenik ugyan az öregedés hatása, így a paraméterek változtatása is számít. A hiány és a strukturális egyenleg meghatározásánál azonban nem veszik figyelembe a paraméterek jövőbeli hatását, ennek megfelelően nem tesznek kivételt az éves szabályok teljesítése alól, ha például a nyugdíjparaméterekben következik be változás, ami rövid távon nem hat a hiányra, de hosszabb távú hatása jelentős. Az EU-szabályozás a hosszú és rövid távú hatások elterelését egyoldalú módon csak a privát tőkefedezeti rendszerek felé történő elmozdulás esetében veszi figyelembe, amikor az állami felosztó-kirovó rendszerben permanensen jelentkezik a tőkefedezeti rendszernek átengedett járulékok hiánynövelő hatása, majd évtizedek múlva fokozatosan kiváltja az állami nyugdíjkiadás egy részét. Ezzel kapcsolatban a korrekció előfel-

¹ A szerző köszönetet mond Fehér Csabának, Gál Róbertnek, Hudák Emesének, Palotai Dánielnek, Sisakné dr. Fekete Zsuzsannának és Tardos Ágnesnek. A fennmaradó tévedésekért és hibákért a szerzőt illeti minden felelősség.

tétele, hogy ez a reform javítja-e a hosszú távú fenntarthatóságot anélkül, hogy középtávon növelné a kedvezőtlenebb fiskális helyzet kockázatát. A Stabilitási és Növekedési Paktum 2005. évi reformja lehetővé tette, hogy e negatív hatást öt évig, lineárisan degresszív módon figyelembe lehessen venni a hiánykritérium elbírálásánál. 2011-ben a hatos csomag keretében elfogadták, hogy az adósság- és hiánykritérium vizsgálatánál a negatív hatással korrigálni lehessen, de csak akkor, ha a deficit nem haladja meg szignifikáns mértékben a 3 százalékos küszöbértéket, és az adósságráta is 60 százalék alatt van.

Cikkünk arra tesz javaslatot, hogy a nyugdíjkiadások és az azokat fedező járulékbévételek egyenlegét a nemzeti és EU szintű fiskális szabályoktól elkülönítve kezeljük. A különválasztás mellett természetesen sajátos fiskális szabály alkalmazására van szükség, aminek kérdéseit részletesebben tárgyaljuk. Javaslatunk bármilyen nyugdíjrendszerre érvényes, így minden EU-országban alkalmazható lenne.

A JELENLEGI FISKÁLIS SZABÁLYOK NEM OPTIMÁLISAK A NYUGDÍJEGYENLEG ESETÉBEN

Életpályájuk során az egyének különböző jövedelmeket szereznek és adnak át. Gyermekként a család aktív tagjaitól és az államtól kapnak jövedelmet/juttatást. Aktív korban a gyerekek és az állam felé nyújtanak transzfert, míg az időskorú szülőkkel kétirányú transzfer valósulhat meg. Az időskorúak az államtól jutnak jövedelemhez/juttatásokhoz, az aktív korú családtagokkal kétirányú lehet a kapcsolat. Ennek a sokféle áramlásnak a leírására kutatási projektként jött létre a nemzeti transzforszámológ (NTA) módszere, amely a nemzeti jövedelmet az együtt élő generációk között osztja fel (Gál et al., 2014). A kiindulási pont a munkajövedelmek és a fogyasztás korprofilja, amit kiegészítenek a különböző jövedelemtranszferek és vagyon alapú jövedelmek korprofiljai, amelyek megadják, miként lesz a munkajövedelem-profilból fogyasztásprofil. Mindez felhasználható a háztartás és a háztartáson kívüli életpálya-finanszírozási intézmények vizsgálatában vagy a fenntarthatóság és generációk közötti újraelosztás új statisztikai mutatóinak kifejlesztésére. A jelenleg használatos generációs elszámolási rendszer ugyanis kizárólag az állam szempontjából vizsgálja a fenntarthatóságot, hosszabb távra előre vetítve annak a hatását, hogy a különböző korosztályokhoz rendelhető állami bevételek és kiadások hogyan alakulnak a jövőben a népesség előrejelzésének függvényében (Auerbach et al., 1991). Az Európai Unióban egyeztetett módszertan alapján készülnek kivetítések, amelyeket az Ageing Working Group² (AWG) két évente publikál. E módszertan az államháztartási kiadások közül az oktatás, az egészségügy, a nyugdíj és a szociális gondoskodás kiadásait vetíti

előre, legutóbb 2060-ig. A nyugdíjkiadások jövőbeni alakulását tényezőkre is bontják, hogy az öregedésnek, a munkapiacnak és a nyugdíjrendszerek paramétereinek költségvetési hatásai elkülöníthetők legyenek egymástól.

Felvetődik, hogy a számszerű fiskális szabályok tekintetében indokolt lehet-e a nyugdíjak külön kezelése. Ellenérv lehet, hogy a nyugdíj csak egy részt képvisel a nemzeti transzforszámológon belül. Ez utóbbi képes együtt kezelni azt a rövid távú „megtakarítást”, ami abból ered, hogy a családok kevesebb gyermeket vállalnak, azzal a hosszabb távú következménnyel, hogy kevesebb aktív korú egyénnek kell arányában több idős személyt eltartania majd. Ez utóbbi ráadásul nemcsak a nyugdíj, hanem az egészségügy és az időskori gondoskodás költségeit tartalmazza.

Cikkünk azonban azzal érvel, hogy amellet, hogy a nemzeti transzforszámológ összefüggéseire érdemes tekintettel lenni, a fiskális szabályok szempontjából mégis indokolt lehet, hogy a nyugdíjrendszerrel ne csak összefüggéseiben, hanem különválasztva is foglalkozzunk. A nyugdíjrendszerek közös jellemzője ugyanis, hogy az egyén szintjén a befizetett járulék és a kapott nyugdíjellátás egyaránt huzamos ideig tart és időben szétválik, és bár a kettő közötti kapcsolat a különböző nyugdíjrendszerekben eltérő, a jövőbeli szolgáltatás minden esetben jól szabályozott, ellentétben a korosztályos elszámolás többi elemével (pl. egészségügy, oktatás). A tőkefedezeti nyugdíjrendszer a kiépülés évtizedeiben a befizetésekből vagyont halmoz fel, ami fedezetet teremt a későbbi kifizetésekre. A felosztó-kirovó rendszer az aktuális befizetéseket osztja szét, mindezt különböző paraméterek alapján. Ezeket a függelékben részletesebben is bemutatjuk, most csak azt emelnénk ki, hogy a paraméterek különböző időtávon fejtik ki a nyugdíjegylenlegre gyakorolt hatásukat. E különböző időtávon ható paraméterek közötti választást torzíthatják a finanszírozási igényre (és adósságra) koncentráló fiskális szabályok, hiszen azok hosszabb távú hatása rejtve marad e szabályok keretében. Sem a strukturális deficit mutatója, sem a kiadási szabály nem tudja figyelembe venni, ha olyan nyugdíjparaméterek változnak, amelyek előrefelé változtatják a nyugdíjkiadást. Ez a fontos információ a nyugdíjegylenleg elkülönített kezelése esetén nem veszne el.

Milyen problémák merülhetnek fel a fiskális szabályokkal kapcsolatban, és ezekre milyen megoldást jelentene a nyugdíjegylenleg elkülönített kezelése?

1. Az egyenlegre vonatkozó szabály azt írja elő, hogy a hiány még gazdasági visszaesés esetén sem haladhatja meg a GDP 3 százalékát. Egy 3 százalékhoz közeli deficit mellett bekövetkező gazdasági visszaesés esetén a szabály prociklikus kizárólagos kényszeríthet ki. Ezt úgy lehet elkerülni, ha a hiány

² A Gazdaságpolitikai Bizottságnak (Economic Policy Committee – EPC) a társadalom előrejelzésével foglalkozó munkacsoportja.

mindig megfelelő mértékű távolságot tart a 3 százaléktól. Javaslatunk a „megfelelő mérték” nagyságát csaknem 30 százalékkal csökkentené, mert ekkora részarányt képvisel a nyugdíjjárulék az összes adó- és járulékbevételen belül.³ E praktikus szempont mellett a nyugdíjjárulék és nyugdíjfizetés különválasztását az is indokolhatja, hogy ezek bizonyos mértékig hasonlóak azokhoz a finanszírozási tételekhez, amelyekhez expliciten meghatározott állami kötelezettség kapcsolódik.⁴

2. A középtávon elérendő célérték (MTO) országoként történő meghatározása több szempont alapján történik. Egyrészt biztosítani kell, hogy a gazdasági visszaesés mélypontján se haladja meg a deficit a 3 százalékot.⁵ Másrészt meghatározni egy értéket, ami a fenntarthatóságot kívánja biztosítani azáltal, hogy az adósság induló szintjét és jövőbeli dinamikus komponensét (a növekedés és kamat különbségét) veszi figyelembe, továbbá az öregedés hatását egyharmados súllyal figyelembe veszik 2060-ig az oktatás, az egészségügy, a nyugdíj és a szociális gondoskodás kiadásainál. A mi javaslatunk ezzel szemben csak az (egy bizonyos mértékben meghatározott) állami kötelezettségnek tekinthető nyugdíjjal foglalkozik a gazdaságpolitikailag még értelmezhető (10–15 éves) időtávon, és ezt teljes súllyal teszi.

3. A strukturális deficit becslése azt mutatja, hogy mekkora lenne a bevétel, ha a kibocsátás szintje megegyezne a potenciális kibocsátás szintjével. Ez azt igényli, hogy a trend és a ciklus megfelelő módon elkülöníthető legyen. A tapasztalatok szerint azonban a potenciális (trend-) érték utólag gyakran revideálódik. Egy lefelé történő revízió esetén pótlólagos egyenlegjavító intézkedésre lehet szükség. Ennek mértéke nagyjából 30 százalékkal kisebb lenne, ha a nyugdíjjárulékot különválasztanánk. A nyugdíjgyenleget szintén javítani kellene, de nem feltétlenül azonnali hatású intézkedésekkel, hanem például késleltetett hatású paraméterekkel.

4. A kiadási szabály értelmében az elsődleges kiadások az aktuális szintjükről a potenciális kibocsátás növekedési ütemével (és inflációval) megegyező mértékben nőnek. Ez a szabály tehát nem a potenciális kibocsátás szintjére, hanem növekedési ütemére érzékeny. Amennyiben a potenciális növekedési ütem előrejelzése lefelé változik, a bevételek automatikusan csökkennek, a kiadási szabály pedig kisebb növekedést enged, így igazodik a kiadási oldal is ehhez. A probléma az, hogy a kiadások közül a nyugdíjkiadások a nyugdíjparaméterek és a demográfia alapján előre meghatározottak. Ezek

a kiadások nem a potenciális növekedéssel és az inflációval együtt változnak; lehetséges, hogy annál gyorsabban, de az is lehet, hogy annál lassabb ütemben. Ha a nyugdíjgyenleget külön vizsgáljuk, az is nyilvánvalóvá válik, hogy a potenciális növekedési ütem becslése nem semleges hatású. A járulékbévitel együtt mozog a becsült ütemmel, a nyugdíjkiadás viszont csak akkor és olyan mértékben, amennyiben az indexálás az infláción felül reálváltozóhoz is kötődik.

AZ ELKÜLÖNÍTETT NYUGDÍJGYENLEG ILLUSZTRÁCIÓJA

Az 1. és 2. ábrán olyan – kissé eltúlzott – szcenáriókat mutatunk be, amelyek az előző pontban említett torzításokat illusztrálják.

- A járuléktrend és a körülötte ingadozó járulék azt illusztrálja, hogy a nominális deficit is torzított a ciklus hatása miatt, és ez recesszió idején könnyen prociklikus hiánycsökkentést követelhetne meg.
- Sem a strukturális deficit, sem a kiadási szabály nem veszi figyelembe a nyugdíjkiadás előrejelzését, így példánkban nem számol a nyugdíjkorhatár fokozatos emelése miatti lassabb kiadásnövekedéssel (az ábrákon látszik az ebből eredő ingadozás).
- Az 1. ábra a strukturális deficit azon bizonytalanságát mutatja, ami a potenciális kibocsátás aktuális szintjének becsléséből ered.
- A 2. ábra a kiadási szabály lehetséges torzítását érzékelteti, amit a potenciális növekedési ütem bizonytalansága okoz.

Az 1. ábrán látható, hogy az első járuléktrend esetén 15 éves horizonton a nyugdíjgyenleg nagyjából zárhat. A probléma akkor jelentkezhet, ha kiderül, hogy realisabb egy kedvezőtlenebb induló potenciális járulékszint feltételezése. Ebben az esetben valamelyik nyugdíjparamétert ki kell igazítani, hogy az egyenleg ismét kiegyensúlyozott legyen. A tényleges egyenleget azonban nem a járulék trendje, hanem a trend körül ingadozó *tényleges* bevétel határozza meg. Itt egy olyan számpéldát konstruáltunk, ahol az ötödik évig is kérdéses lehet, hogy melyik trenddel (induló szinttel) konzisztens a járulék alakulása.

A 2. ábrán látható annak hatása, ha nem a potenciális kibocsátás induló szintje bizonytalan, hanem annak növekedési üteme. Az első járuléktrend esetén 15 éves horizonton a nyugdíjgyenleg itt is egyensúlyban lehet. A második trend feltételezése esetén azonban ez nem teljesül, itt nyugdíjparaméterek megfelelő korrekciójára lenne szükség. Megjegyzendő, hogy a két ábrán

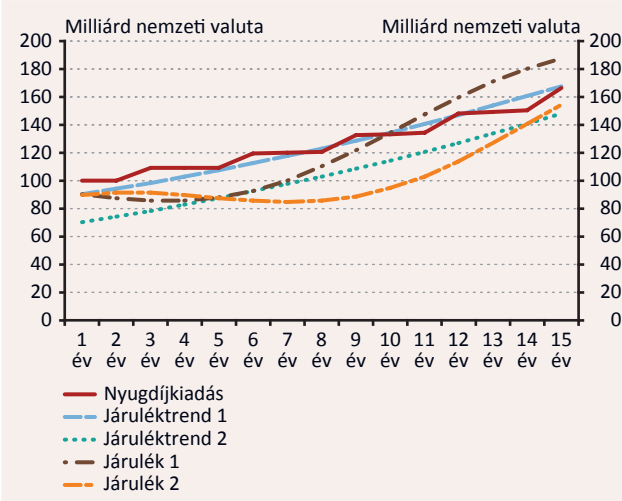
³ A gazdasági ciklus hatása meghatározóan az adó- és járulékbévételek ingadozásán keresztül jelentkezik, és csak nagyon kis részben a munkanélküliségi támogatások alakulása révén.

⁴ Az adóssággal cikkünkben nem foglalkozunk, de megjegyezzük, hogy az SNA2008 és ESA2010 az implicit nyugdíjtartozás statisztikai elszámolásával kapcsolatban új rendelkezéseket tartalmaz. Ennek értékeléséről lásd: van der Wal (2013).

⁵ Ennek értékét (safety margin) a kibocsátás volatilitása alapján becslik, és úgy határozzák meg, hogy a kibocsátási rés extrém negatív értéke csak alacsony valószínűséggel következzen be.

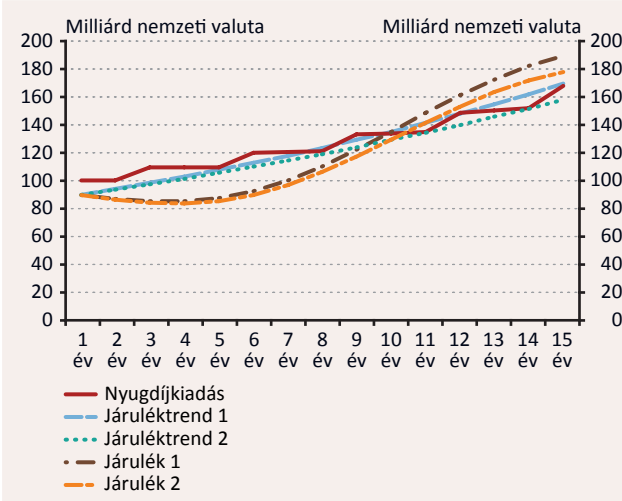
1. ábra

A nyugdíjegylenleg előrejelzése a potenciális kibocsátás bizonytalansága esetén



2. ábra

A nyugdíjegylenleg előrejelzése a növekedési trend bizonytalansága esetén



látható kiadás-bevétel egyenleg nem jelenti tényleges eszközök felhalmozását vagy felélését. Egyszerűen arról van szó, hogy az egyenleg nem vezethető/vezetendő szembe a többi költségvetési tétel egyenlegével. A 3 százalékos deficitkorlátnak például a nyugdíjegylenleg többlete esetén e nélkül kell megfelelni, ami esetenként addicionális kiigazítást igényelhet. Fordított esetben, hiány esetén viszont nem szükséges más tételeken kiigazítani, vagyis nagyobb költségvetési mozgástér marad.

AZ ELKÜLÖNÍTETT NYUGDÍJEGYENLEG LEHETSÉGES SZABÁLYAI

Az elkülönített nyugdíjegylenleg csak akkor vehető ki a szabályok hatálya alól, ha ezzel párhuzamosan újabb speciális szabályok érvényesülnek rájuk. E nélkül visszaélésekre is lehetőséget adhat. Egyik lehetőség, hogy a bemutatott paraméterek körénél szélesebb körre terjesztik ki, szociális kiadásokat váltva ki ezzel. A másik lehetőség, hogy a működés feltételrendszere manipulálható, ha például az időtáv bármikor újradefiniálható. Ugyanígy problémát jelent, hogy az időbeli kiterjesztés előrejelzéseket igényel, ami szintén manipulálható lehet. Végül egyszerűen elmaradhat a nyugdíjegylenleg egyensúlyának biztosításához szükséges döntés (ennek számos oka lehet), és ez folyamatos halogatáshoz vezethet. Ezen reális problémák megoldását tárgyaljuk ebben a részben.

A nyugdíjkiadások és -bevételek elkülönítésének öt alapvető feltétele van:

1. A nemzeti szabály kerüljön harmonizálásra az EU fiskális keretrendszerével.

2. A nyugdíjegylenleg az öregségi ellátást tartalmazza és opcionálisan a hátramaradotti ellátást. Ne foglaljon magába ugyanakkor egészségi és szociális állapotától függő szociális ellátásokat (rokkantnyugdíj és szegénységi ellátások).

3. Előírás legyen, hogy a nyugdíjegylenleg – meghatározott időtávon – kiegyensúlyozott legyen. A meghatározott időtáv tartalmát közösségi szinten érdemes szabályozni.

4. Annak megállapítása, hogy a meghatározott időtávon teljesül-e az egyensúly, szintén közösségi szinten állapítható meg, mint ahogy ennek módszertana is.

5. Az egyensúly fentiekben meghatározott feltételek szerinti biztosítása nemzeti hatáskörben maradjon, de minden tagállam automatikus korrekciós mechanizmust is alakítson ki arra az esetre, ha ez bármilyen okból elmaradna.

A nemzeti szabály harmonizálása az EU fiskális keretrendszerével

Nemzeti szinten lehetőség van arra, hogy bizonyos tételeket kiemeljünk a szabályok hatálya alól.⁶ Lényeges azonban, hogy a nemzeti szabály valamilyen módon összhangba kerüljön az EU-szintű szabályokkal, hiszen ellenkező esetben konfliktus alakulhat ki közöttük. Ekkor pedig az EU-szabályok felülírhatják a nemzeti szabályt, gátolva annak megfelelő működését. Az összhang kialakításának legegyszerűbb módja az lenne, ha az EU keretrendszere átvinné a nemzeti szabályt olyan módon, hogy annak főbb paramétereit közösségi szinten szabályozná (lásd fenti 3. és 4. pont).

⁶ Svédországban például a bankmentő műveletek fedezetére létrehozott stabilitási alap a deficit és adósság része, de a kiadása kivételt képez a svéd kiadási szabály hatálya alól.

Az elkülönített nyugdíjgyenleg megfelelő definíciója

A nyugdíjgyenleg lehetőség szerint egyértelműen meghatározott rendszer legyen, ami a különböző életkort elérő járulékfizetők között csoportosít át. Opcionálisan idetartozhat a hátramaradotti ellátás is, amely szorosabban kapcsolódik az öregségi nyugdíjhoz, mint a szociális ellátásokhoz. Ezzel szemben a nyugdíjgyenlegen kívül kell kezelni az egyéb biztosításokat, így például az egészségi állapot romlása miatti rokkantnyugdíjakat, vagy az öregkori szegénység miatti szociális ellátásokat.⁷ Utóbbiak megkülönböztetése nem olyan egyszerű, mert nemcsak olyan ellátottak vannak, akik egyáltalán nem szereztek nyugdíjjogosultságot (esetükben tisztán szociális ellátásról beszélhetünk), hanem vannak olyanok is, akik minimális járulékot fizettek, ezért jár nekik nyugdíj, viszont az esetleg nem elégséges a megélhetéshez, és az ő kiegészítő támogatásukat indokolt a nyugdíjgyenlegen kívül kezelni. A nyugdíjjogosultság hiánya, illetve az elégtelen mértékű nyugdíj néhány országban jelentős probléma lehet. Az olyan országokban viszont, ahol egy minimum nyugdíjat mindenkinek biztosítanak, az öregségi nyugdíjak szociális elemeket is tartalmaznak.

További definíciós kérdés a járulékok meghatározása. Ebben az esetben indokolt lehet a költségvetés által adott járulékkedvezmények hatásának korrekciója, járulékként történő elszámolása.

Mekkora legyen a meghatározott időtáv

Amennyiben a nyugdíjgyenleg nem része a deficitnek, akkor ez lehetőséget teremt arra, hogy a társadalom öregedésének hatására jelentkező egyenlegromlásra ne az azonnali hatású bevétel-növelő intézkedésekkel kelljen reagálni, hanem nagyobb mértékben lehessen támaszkodni a fokozatos hatású intézkedésekre is. Az Európai Unió fiskális keretrendszere hasonló okból tette lehetővé, hogy bizonyos típusú reformok egyenlegrontó hatásával öt évig, lineárisan csökkenő mértékben korrigálni lehessen a hiányt. Öt év jelen esetben túl rövid lehet, hiszen a fokozatos hatású intézkedések közül az indexálás hatása öt évnél sokkal hosszabb, de meghaladja ezt az időtávot az új nyugdíjasokat érintő szabályok változtatása is, ez utóbbi esetben a nyugdíjba vonulást követő várható élettartam határozza meg, hogy mennyi idő alatt áll be a nyugdíjkiadás új szintjére. Mivel a nyugdíjba vonulást követő várható élettartam az egyes országokban eltérő lehet, ezért ez lehet országspecifikus tényező. A nagyon hosszú – több évtizedes – időtáv ellen több érv szólhat. Egyrészt nagyobb bizonytalanság

övezi az ilyen hosszú kivetítéseket. Másrészt ezen a horizonton már több országban is olyan mértékű egyensúlytalanság becsülhető, aminek a megoldása jelentős lépéseket igényelne. Egy ennél rövidebb időtáv fokozatosabb alkalmazkodást tehet lehetővé.

Milyen módszertan alapján állapítható meg az egyensúly teljesülése

Amennyiben adott az az időtáv, amelyen a nyugdíjgyenleg egyensúlya vizsgálendő, akkor további kérdés, hogy a bevételek és kiadások kivetítése milyen módon történjen, illetve a folyó-áras tényezők milyen diszkontfaktoralakkal tehetők összegezhetővé. A kivetítést illetően kézenfekvő lenne az Ageing Working Group eredményeit alapul venni. A diszkontfaktort illetően a nominális gazdasági növekedés indexe mellett felmerülhet egy magasabb diszkonttényező alkalmazása is. Ennek magyarázata, hogy a jövő bizonytalan, így érdemes lehet relatíve nagyobb súlyt adni az időben közelebbi évek egyenlegének, vagyis ösztönözni a gyorsabb kiigazítást. Ellenérv lehet az, hogy ez az azonnali hatású bevétel-növelő intézkedések szerepét erősítheti (bár ez még így is messze elmarad a jelenleg alkalmazott, csak a rövid távú deficitet vizsgáló szemlélet torzító hatásától.)

Automatikus korrekciós mechanizmus az egyensúly teljesítése érdekében

Amint korábban említettük, a korosztályi elszámolások szélesebb – családon belüli elszámolásra is kiterjesztett – módszere nem egyszerű. Nincs arra vonatkozóan konszenzus, hogy mindez hogyan vehető figyelembe a nyugdíjrendszer paramétereinek kialakítása során. Ráadásul a nyugdíjrendszerrel kapcsolatos döntések a társadalom legszélesebb rétegeit érintik. Ennek alapján mindenképpen indokolt, hogy ez a döntési jogkör nemzeti hatáskörben maradjon. Ezt a jogkört az EU nem, legfeljebb önkéntes alapon tett vállalások korlátozhatják.⁸ Ugyanakkor, ahogy az államháztartási deficit csökkentése érdekében sem történnek meg feltétlenül a szükséges lépések, úgy a nyugdíjgyenleg meghatározott időtávon érvényesülő kiegyensúlyozását szolgáló döntések is elmaradhatnak. Ennek elkerülése érdekében olyan automatikus egyensúlyozó mechanizmust szükséges bevezetni, amely a döntések elmaradása esetén lép életbe. Ez hasonló lehet ahhoz, amit a tagállamok közötti, 2012. január végén jóváhagyott fiskális szerződés (*fiscal compact*) tartalmaz. Ennek értelmében a középtávú céltól, vagy az annak irányába haladó pályától mért szignifikáns eltérés esetére automatikus korrekciós mechanizmus lép életbe. Ez az eltérés korrekcióját bizonyos

⁷ Jelenleg az európai nyugdíjrendszerek alapvetően eltérnek a jövedelmektől és szolgálati időtől függő öregségi nyugdíj és a szociális ellátások elhatárolása terén. A jövőben a nyugdíjrendszerek alapellátás felé történő elmozdulása akadály lehet a nyugdíjrendszer és a szociális és egészségügyi ellátások elkülönítésének.

⁸ Az egyetlen széles körben elfogadott jogi instrumentum az ENSZ Nemzetközi Munkaügyi Szervezetének (ILO) társadalombiztosítási (1952. évi 102. számú) konvenciója, melyet a világ számos országa ratifikált. A 65. cikkely előírja, hogy harminc év munkaviszony után a minimális jövedelemhelyettesítési arány legalább 40 százalék legyen. Ez azt jelenti, hogy mind a DB, mind a DC típusú nyugdíjrendszereknek (lásd a függelékben) biztosítani kell ezt a minimumot, vagy pedig egy szolgálati évente számított 1,33 százalékos minimális növekményt rátát.

időn belül intézkedésekkel biztosítja. Az Európai Bizottság irányelvekkel szabályozza a korrekció elveit és időkereteit.

ZÁRÓ MEGJEGYZÉSEK

A különböző nyugdíjrendszerekben eltérő módon jelenik meg az öregedés hatása. A tőkefedezeti rendszerben a lassuló gazdasági növekedés miatt a tőke hozadéka folyamatosan csökken, ezzel párhuzamosan a nyugdíjba vonulók ellátása is egyre visszafogottabb lesz. A felosztó-kirovó nyugdíjrendszerben automatikus hatása a nyugdíjak éves indexálásának van, ez az összes nyugdíjkiadás hosszú távú alakulására hatással van. Vannak olyan EU-országok, ahol más nyugdíjparaméterek is többé-kevésbé automatikusan módosulhatnak, például a nyugdíjkorhatárt a várható élettartamhoz köthetik, amivel a nyugdíjba vonuló rétegen érhető el megtakarítás. Gyakran azonban a fiskális politika diszkrecionális döntéseitől függ, hogy mely paraméterek változnak, így az is, hogy ki viselje a terheket. A nyugdíjrendszer paramétereinek változtatását nem a rövid távú fiskális hatás szempontjából kellene megítélni, hanem hosszabb időhorizonton. Ez azonban nem lehetséges, ha a nyugdíjegylenleg a hagyományos fiskális szabályok hatálya alá tartozik. Cikkünkben ezért azokat az érveket és ellenérveket tekintettük át, amelyek mellett vagy az ellen szólnak, hogy a nyugdíjegylenleget elkülönítsen, sajátos fiskális szabályként kezeljük. Az ellenérvek egy része azzal kapcsolatos, hogy egy elkülönült nyugdíjegylenleg több okból is visszaélésekre adhat okot. Ezért részletesen tárgyaltuk azokat a szabályozási feltételeket, amelyek a biztonságos működés előfeltételeit képezhetik. Így például a közép- vagy hosszú távon kiegyensúlyozott nyugdíjegylenleg előírása szükséges, de az időtávnak a meghatározását érdemes lenne közösségi szintre delegálni csakúgy, mint az egyensúlytalanság becslését ezen az időtávon. Megállapítottuk, hogy a nyugdíjrendszert, annak paramétereit érintő döntéseket nemzeti hatáskörben indokolt tartani, e döntések elmulasztása esetén azonban – szintén nemzeti hatáskörben – automatikus korrekciós mechanizmus előírására van szükség. Ezáltal elkerülhető, hogy az egyensúlyt biztosító döntések huzamos ideig halogathatóak legyenek. A javasolt rendszer megfelelő működése érdekében elengedhetetlen a nemzeti szabály és az EU fiskális keretrendszerének harmonizálása. Cikkünk felhívja ugyanakkor a figyelmet arra, hogy a nyugdíjegylenleg fiskális szabályon belüli elkülönítése nem jelentheti azt, hogy a nyugdíjrendszert a korosztályos elszámolásokból kiragadva kellene értékelni. A nyugdíjasok aktív korukban más adókat is fizettek, nyugdíjba vonulásuk után pedig egészségügyi és szociális ellátást kapnak, miközben fogyasztásuk után továbbra is adót fizetnek, esetleg nyugdíjuk is adóköteles. Néhány évvel ezelőtt például kimutatták, hogy Magyarországon több nyugdíjat fizettek, mint a visegrádi országokban, de az állam párhuzamosan kevesebb egészségügyi szolgáltatást biztosított a nyugdíjasoknak (P. Kiss–Szemere, 2009). Az egyén szintjén pedig nagyon szóródik az igénybe vett állami egészségügyi juttatás: a hosszabb életűek több juttatás-

ban részesülhetnek, de az indexálás szigorítása miatt nyugdíjuk relatív értelemben fokozatosan elmaradhat az aktív családok életszínvonalához mérve. Az egyén szintjén a juttatások az aktív korban befizetett járulékkal sem állnak arányban, amiben jelentős különbséget okoz az adóelkerülés is. Az önfoglalkoztatók vagy szürkén/feketén foglalkoztatottak gyakran csak a minimálisan elvárt járulékot fizetik. Amint a bevezetőben utaltunk rá, a korosztályos elszámolást nem érdemes az állami bevételek és kiadások körére szűkíteni. A családon belüli elszámolás még nagyobb különbséget okozhat egyéni szinten, hiszen a gyermekek felnevelésére fordított összegek nagyon eltérőek. A megfelelő elemzési keretet a hagyományos korosztályos elszámolásoknál is szélesebb elszámolási rendszer, a nemzeti transzfeszámmlák teljes körű rendszere biztosíthatja, amely az egyes korosztályok egymás közötti transzferjeit is figyelembe veszi.

FELHASZNÁLT IRODALOM

European Commission, 2012 “The 2012 Ageing Report – Economic and budgetary projections for the 27 EU Member States (2010-2060)”

AUERBACH, A.–J. GOKHALE–L. KOTLIKOFF (1991): Generational accounts: a meaningful alternative to deficit accounting. *Tax Policy and the Economy*, 5. Cambridge, MA, MIT Press and the NBER.

GÁL, RÓBERT IVÁN–ANNAMÁRIA GÁTI–MIKLÓS SZABÓ–ÁRPÁD TÖRZSÖK (2014): Generational accounts for Hungary. CHUN YJ (ed.): *Generational Accounting using National Transfer Account*.

QUEISSER, M.–E. WHITEHOUSE (2006): *Neutral or Fair? Actuarial Concepts and Pension-System Design*, OECD.

SIMONOVITS, A. (2013): Regressive intracohort redistribution in nonfinancial defined contribution pension. *Hungarian Academy of Sciences discussion paper*.

DROUIN, A.–M. CICHON (2009): *Optimal financing and self-adjusting mechanisms for sustainable retirement systems – The social stabilisation of pensions in times of crises and beyond: A critical review of three decades of pension reform and their outcomes*, International Social Security Association (ISSA), Switzerland.

P. KISS G.–SZEMERE R. (2009): Almát körtével? Mérlegen a visegrádi országok állami kiadása. *MNB-szemle*, május.

VAN DER WAL, D. (2013): *The Measurement of International Pension Obligations – Have We Harmonised Enough?*. URL: [http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=STD/CSTAT/WPNA\(2013\)11&docLanguage=En](http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=STD/CSTAT/WPNA(2013)11&docLanguage=En).

Függelék:

A nyugdíjrendszerek rövid áttekintése

Cikkünk a fiskális szabályok szemszögéből foglalkozik a nyugdíjakkal. E kérdés kiegészítéseként röviden ismertetjük a nyugdíjrendszerek fajtáit és azok főbb paramétereit. Az egyéni megtakarítások lehetőségével mint alternatívával összevetve a nyugdíjrendszerek közös jellemzője, hogy azok az egyének számára valamilyen szinten „biztosítást” jelentenek.¹ Ennek megfelelően az öregségi nyugdíj az átlagnál magasabb életkort elérő egyének számára jelenthet biztonságot, a hátramaradotti nyugdíj pedig az egyedül maradás kockázatát fedezi a hozzátartozók részére. A nemzetközi gyakorlatban számos nyugdíjrendszer létezik, de kicsit leegyszerűsítve kétféle szempont szerint csoportosíthatjuk ezeket. Az egyik szempont az, hogy a nyugdíj-szabályok mit határoznak meg: egyik esetben a szolgáltatást (járadékot), a másik esetben a járulékot határozhatják meg. A másik szempont azt vizsgálja, hogy folyamatosan megképződik-e a jövőbeni kifizetések fedezete vagy sem, ez utóbbi esetben a mindenkor befizetés képezi a kiadások alapját. E két szempont alapján négyféle nyugdíjrendszer különböztethető meg.

1. táblázat

Nyugdíjrendszerek fajtái

	járulék-meghatározott	járadék-meghatározott
fedezett	tőkefedezeti (DC)	az univerzális nyugdíjnál nem jellemző
felosztó-kirovó	eszmei nyugdíjszámla (NDC)	állami (DB, points system, PS)

A fedezett nyugdíjalapok általában magánalapok

A befizetés és a szolgáltatás között viszonylag szoros a kapcsolat a tőkefedezeti nyugdíjrendszer esetében, ahol egyéni szinten a befizetett járulék tőkésítése fedezi, és az abból meg-

határozott szabályok alapján számított járadék határozza meg a nyugdíjat (DC). E rendszerben a fennmaradó követelés örökölhető a hátramaradottak számára, ha a járulékfizető a nyugdíjba vonulás előtt elhalálozik. A társadalom öregedéséből adódó probléma a tőkefedezeti rendszerben úgy oldódik meg, hogy a lassuló gazdasági növekedés miatt a tőke hozadéka folyamatosan csökken, a hosszabb várható élettartam miatt pedig a számított járadék is mérséklődik, így a nyugdíjba vonulók ellátása is egyre visszafogottabb lesz. Ez alól kivételt jelent, ha az ellátásnak vagy a tőke hozadékának van egy minimális szintje, amit az állam garantál. A garancia beváltásának esetében az államháztartási deficit növekszik, aminek ellentételezése érdekében állami intézkedésre van szükség (adóemelés, kiadáscsökkentés, garancia szintjének csökkentése).

Az állami nyugdíjalapok jellemzően fedezet nélküliek

A felosztó-kirovó rendszerben a befizetés és szolgáltatás között lazább a kapcsolat; egyéni szinten nem a befizetés határozza meg a szolgáltatást, összességében pedig a mindenkor járulékbefizetéseket a nyugdíjak kifizetésére fordítják.² Fedezet hiányában az örökölhetőség problematikus, ezért ezt hátramaradotti (hozzátartozói) nyugellátás helyettesítheti, ha azonban a járulékfizető nem éri meg a nyugdíjat, akkor ez is elvész.

A tőkefedezeti rendszerhez hasonlít az eszmei nyugdíjszámlájú (*notional, nonfinancial*) nyugdíjrendszer (NDC) abban, hogy a nyugdíj itt is függ a befizetett járulék nagyságától. Fedezetlen jellege miatt azonban a tényleges befektetés helyett referenciaként megválasztott hozamok alapján határozzák meg az eszmei tőkeértéket.³ Itt szintén lehet állami garancia, ami az ellátásnak egy bizonyos szintjét biztosítja.

A többi állami nyugdíjrendszerben az egyén nyugdíjellátását korábbi jövedelmei alapján határozzák meg.

¹ A befizetett járulék nyugellátásra jogosít, míg az államháztartás többi területén az ellenérték (befizetés) és a juttatás között általában alig van kapcsolat (éppen ez különbözteti meg a piaci értékesítéstől, ahol az ellenérték [ár] és a juttatás [szolgáltatás] definíciószerűen szorosan összefügg).

² A felosztó-kirovó rendszer speciális esetét jelenti az, amikor a tőkefedezeti rendszerhez hasonlóan alapot képeznek, ebben az esetben azonban nem az egyén részesedik ennek hasznából/kockázatából, hanem a szponzor. A gyakorlatban ez jellemzően nem az állam, hanem a munkáltató, mert ez a megoldás a vállalati nyugdíjalapok esetében terjedt el. Az állami körben részleges kísérlet volt erre Magyarországon a kilencvenes években, amikor a költségvetés vagyon gyanánt értékpapírokat adott át a tb-nek.

³ Az EU-országok közül ilyen típusú állami nyugdíjalap van Olaszországban, Lettországon, Lengyelországban és Svédországban (AWG, 2012).

- A nyugellátás meghatározása leggyakrabban a jövedelmek valorizálásával és a több tényező által meghatározott helyettesítési ráta (nyugdíj aránya az utolsó jövedelemhez) alapján történik (DB). Ebben a gyakorlatban degresszió is megfigyelhető a plafonok, minimumszintek és a differenciált valorizálás alkalmazása esetén.
- Néhány országban pontrendszer segítségével határozzák meg a nyugellátást, vagyis a nyugdíjat a jövedelmeknek és egy folyamatosan valorizált pontértéknek a hányadosaként határozzák meg (PS).⁴ A degresszió itt is lehetséges.

Ezek a nyugdíj-megállapítási módszerek a társadalom öregedésének eredményeként növekvő egyensúlytalansághoz vezethetnek. Az öregedés hatása az egyszerűség kedvéért megragadható úgy, mint a 65 évnél idősebb népesség 20–64 évesekhez mért arányának növekedése.⁵ Ennek az EU szintjén jelentkező hatása a GDP-arányos nyugdíjkiadásokat 2,2 százalékkal emelheti 2010–2020 között, és 2,4 százalékkal 2020–2030 között (European Commission, 2012). Az egyensúly a különböző nyugdíjparaméterek változtatásával – különböző csoportok terhelése révén – állítható helyre. A nyugdíjak éves indexálásának automatikus hatását leszámítva a paraméterek változtatása diszkrecionális döntést igényel, vannak azonban olyan EU-országok, ahol egyes paraméterek többé-kevésbé automatikusan módosulnak. Így például a nyugdíjkorhatárt a várható élettartamhoz köthetik.⁶ Ilyen szerepet tölt be az ún. fenntarthatósági tényező is, amely a nyugdíjellátást az olyan demográfiai változásoktól teszi függővé, mint a nyugdíjba vonulás időpontjában várható élettartam.⁷ Mindezeket is figyelembe véve a GDP-arányos nyugdíjkiadások az EU szintjén lényegében változatlanok maradhatnak 2010–2020 között, és csak 0,6 százalékkal növekedhetnek 2020–2030 között (European Commission, 2012). Egy 15 évre előretekintő nyugdíjgyenleg-szabályozás esetén tehát intézkedésre lenne szükség a 15 év átlagában kiegyensúlyozott egyenleg elérése érdekében. A problémát az jelenti, hogy az EU-átlag elfedi azt, hogy a nyugdíjkiadások változása (még előjele is) nagyon szóródik, ami csak részben magyarázható azzal, hogy az öregedés hatása is szóródik. Részben azonban már megtett intézkedések vagy automatizmusok hatása érvényesül, ami esetleg 15 éves átlagban már többletet is biztosíthat egyes országokban. A továbbiakban a nyugdíjgyenleget változtató intézkedések potenciális körét mutatjuk be.

Az öregségi (saját jogú) nyugdíj megállapítását illetően az EU-országokban alkalmazott háromféle állami nyugdíjrendszer (NDC, DB, PS) megegyezik abban, hogy a nyugdíjjogosultságot valamilyen paraméterekkel a különböző évben szerzett jövedelem (NDC-ben az ez alapján fizetett járulékalap) alapján határozza meg. (Az általános képleteket lásd: Queisser–Whitehouse, 2006.) Ennek eredménye kifejezhető a nyugdíj és az utolsó aktív jövedelem hányadosaként, amit helyettesítési rátának hívunk. Itt fontos paraméter a nyugdíjba vonulás időpontja, a korai nyugdíjba vonulást (ahol megengedett) „büntetik”, a későbbit jutalmazák. (Az NDC ezt automatikusan teszi, ennek hatásáról lásd: Simonovits, 2013.)

Példaként négy csoportba sorolva mutatjuk be a felosztó-kirovó nyugdíjrendszer paramétereit aszerint, hogy azok milyen hatást gyakorolnak a nyugdíjgyenlegre.

1. Azonnali hatású intézkedés permanens hatással. Ilyen a járulékulcs és nyugdíj utáni adó emelése. Ezek gazdasági hatása eltér, hiszen az első az aktív, a második az inaktív csoport adóterhelését jelenti.
2. Azonnali hatású intézkedés közép- és hosszú távon visszaforduló hatással. Ilyen a járulékalap kiszélesítése (pl. járulékalap-felforrósítás), aminek hatása az új megállapítású nyugdíjak emelésén keresztül fokozatosan – bár nem feltétlenül azonos mértékben – visszafordul.
3. Fokozatos hatású intézkedés, ami hosszú távon beáll egy szintre (amikor az új szabályok szerinti nyugdíjasok teljesen felváltják a régi szabályok alapján nyugdíjazottakat). Ilyenek az új megállapítású nyugdíjak paraméterei a saját jogú és a hátramaradotti ellátások esetében. Ezek a nyugdíjképlet, a nyugdíjba vonulás szabályai, a hátramaradotti nyugdíj aránya, az igénybevétel időtartamának és kezdetének szabályozása.⁸
4. Fokozatos hatású intézkedés, aminek nem feltétlenül van vége. Az inflációhoz kötött nyugdíjindexálás például mindaddig folyamatos megtakarítást eredményez, amíg reálnövekedés/realbérindex van a gazdaságban.

⁴ Németország, Románia, Szlovákia és részben Franciaország (AWG, 2012).

⁵ Az öregedés hatását csökkenti, hogy időben fokozatosan kitolódik az aktivitás, az idős emberek egyre később veszítik el munkaképességüket.

⁶ Spanyolország, Olaszország, Csehország, Görögország, Hollandia és parlamenti megerősítés követelménye mellett Dánia (AWG, 2012).

⁷ Németország, Finnország, Spanyolország, Olaszország, Franciaország, Lettország, Lengyelország, Portugália és Svédország (AWG, 2012).

⁸ A tőkefedezeti nyugdíjrendszerben ilyen változtatható paraméter az állami garancia szintje abban az esetben, ha az érvényesítés feltételei reálizálnak (ellátás a garantált szint alá csökkenne).

Függelék – Az MNB-szemle eddig megjelent cikkei (2006. június – 2014. március)

IX. évfolyam 1. szám (2014. március)

BAUER PÉTER (2014): Vállalati jövedelmezőség és munkapiaci alkalmazkodás – egy mikroadatokon végzett vizsgálat eredményei

BODNÁR KATALIN (2014): Részmunkaidős foglalkoztatás a válság alatt

HORVÁTH DÁNIEL–KÁLMÁN PÉTER–KOC SIS ZALÁN–LIGETI IMRE (2014): Milyen tényezők mozgatják a hozamgörbét?

ILYÉS TAMÁS–TAKÁCS KRISTÓF–VARGA LÓRÁNT (2014): A pénzforgalmi szolgáltatások díjainak és a pénzforgalom szerkezetének alakulása a pénzügyi tranzakciós illeték bevezetését követően

LUSPAY MIKLÓS–MADARÁSZ ANNAMÁRIA (2014): A napközbeni elszámolás bevezetésének hatásai a hazai fizetési rendszerek forgalmára

CARROL, CHRISTOPHER D. (2014): Interjú Christopher D. Carrol professzorral

VIII. évfolyam Különszám (2013. október)

BAKSA DÁNIEL–FELCSER DÁNIEL–HORVÁTH ÁGNES–KISS M. NORBERT–KÖBER CSABA–KRUSPER BALÁZS–SOÓS GÁBOR DÁNIEL–SZILÁGYI KATALIN (2013): Semleges kamat Magyarországon

BAKSAY GERGELY–BERKI TAMÁS–CSABA IVÁN–HUDÁK EMESE–KISS TAMÁS–LAKOS GERGELY–LOVAS ZSOLT–P. KISS GÁBOR (2013): Az államadósság alakulása 1998 és 2012 között Magyarországon: trendek, okok, hatások

BALÁS TAMÁS (2013): A háztartások eladósodottsága és jövedelemarányos törlesztési terhe

BAUER PÉTER–ENDRÉSZ MARIANN–KISS REGINA–KOVALSZKY ZSOLT–MARTONOSI ÁDÁM–RÁCZ OLIVÉR–SCHINDLER ISTVÁN (2013): Túlzott lakossági eladósodás: okok, trendek, következmények

BODNÁR KATALIN–MOLNÁR GYÖRGY–PELLÉNYI GÁBOR–SZABÓ LAJOS–VÁRHEGYI JUDIT (2013): A külkereskedelmi egyenleg dinamikája, az export és az import alakulása

ERHART SZILÁRD–KICSÁK GERGELY–KUTI ZSOLT–MOLNÁR ZOLTÁN–MONOSTORI ZOLTÁN (2013): Mindenki másképp csinálja, avagy a pénzügyi válság hatása a feltörekvő országok jegybanki mérlegére

FÁYKISS PÉTER–SZOMBATI ANIKÓ (2013): Makroprudenciális felügyelet az eurozónán kívüli európai országokban

HOFFMANN MIHÁLY–KÓCZIÁN BALÁZS–KOROKNAI PÉTER (2013): A magyar gazdaság külső egyensúlyának alakulása: eladósodás és alkalmazkodás

HOSSZÚ ZSUZSANNA–KÖRMENDI GYÖNGYI–TAMÁSI BÁLINT–VILÁGI BALÁZS (2013): A hitelkínálat hatása a magyar gazdaságra

KORENC SI ATTILA–LAKATOS MELINDA–PULAI GYÖRGY (2013): A monetáris finanszírozás tilalmára vonatkozó szabályozás – kötelezettségek és lehetőségek

LEHMANN KRISTÓF–MÁTRAI RÓBERT–PULAI GYÖRGY (2013): A Federal Reserve System és az Európai Központi Bank válság során alkalmazott intézkedéseinek bemutatása

VIII. évfolyam 3. szám (2013. október)

BAKSAY GERGELY–P. KISS GÁBOR (2013): Gondolatok a magyar adósság szabályról

CSORTOS ORSOLYA–SZALAI ZOLTÁN (2013): Makrogazdasági egyensúlytalanságot megragadó indikátorok értékelése

GÁBRIEL PÉTER–MOLNÁR GYÖRGY–RÁRIGA JUDIT (2013): Az inflációs alapmutatók használata a jegybanki gyakorlatban

HOFFMANN MIHÁLY–KÉKESI ZSUZSA–KOROKNAI PÉTER (2013): A jegybanki eredmény alakulása és meghatározó tényezők

HOMOLYA DÁNIEL–LAKATOS MELINDA–MÁTRAI RÓBERT–PÁLES JUDIT–PULAI GYÖRGY (2013): Magyarországi bankok limitállítási gyakorlata: előtérben a partnerlimitek

VIII. évfolyam 2. szám (2013. május)

CSERMELY ÁGNES–TÓTH MÁTÉ BARNABÁS (2013): Nominális GDP célkövetés: miről beszélgetnek a jegybankárok?

ENDRÉSZ MARIANNA–GYÖNGYÖSI GYŐZŐ–HARASZTOSI PÉTER (2013): A hazai fedezetlen vállalati devizakitettség

GÁBRIEL PÉTER–MOTYOVSKY GERGŐ (2013): A pénzügyi válság lehetséges hatásai a potenciális kibocsátásra

HORVÁTH DÁNIEL–KUTI ZSOLT–LIGETI IMRE (2013): Megbízható kockázati mutató maradt-e a CDS-felár? Az európai fedezetlen CDS-szabályozás hatása a régiós országok piaci folyamataira

KRUSPER BALÁZS–SZILÁGYI KATALIN (2013): Hogyan jelenhetnek meg a reálgazdasági szempontok egy kamatszabályban?

BLANCHARD, OLIVIER (2013): Kerekasztal-beszélgetés Olivier Blanchard-ral

VIII. évfolyam 1. szám (2013. január)

CSERMELY ÁGNES (2013): Ki fizeti a révést? Az eurozóna útja a recessziótól a politikai válságon át az intézményi struktúra újratervezéséig

DIVÉKI ÉVA–HELMECZI ISTVÁN (2013): A napközbeni átutalás bevezetésének hatásai

ERHART SZILÁRD–LIGETI IMRE–MOLNÁR ZOLTÁN (2013): A LIBOR-átvilágítás okai és hatásai a nemzetközi bankközi referencia-kamat-jegyzésekre

FELCSER DÁNIEL (2013): Hogyan reagáljon a jegybank az áfaemelésre?

MARTONOSI ÁDÁM (2013): Tényezők az alacsony hazai beruházás hátterében

VÉBER ZITA–BROSCH JUDIT (2013): Korlátozható-e a készpénzes fizetés a modern fizetési rendszerben?

UHLIG, HARALD (2013): Interjú Harald Uhliggal

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

CANOVA, FABIO (2012): Interjú Fabio Canovával

VII. évfolyam 2. szám (2012. június)

DIVÉKI ÉVA (2012): Kártyázzunk vagy nyomtassunk? Hogyan bocsássunk ki cafetériaautalványokat 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

BENCZÚR 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

KOCIS 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 devizatartalék-stratégiái – a válságon 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 deficit-től 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): Bázis III. rendszerszintű hatásai itthon és Európában

V. évfolyam 3. szám (2010. október)

BALÁS TAMÁS–NAGY MÁRTON (2010): A devizahitelek forint-hitelekre 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 forint-kötvény-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 adóbevételek, 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 kötvényki-bocsátások 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-begyűrzés 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 kockázatitőke-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, félnünk kellene?

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

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

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

II. évfolyam 1. szám (2007. június)

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

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

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

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

I. évfolyam 2. szám (2006. december)

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

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

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

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

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

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

I. évfolyam 1. szám (2006. június)

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

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

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

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

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

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/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 Occassional Papers

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 döntéshozatal során felmerülő közgazdasági kérdéseket is.

MNB Working Papers (MNB-füzetek)

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

Inflációs jelentés / Inflation Report

Magyarul és angolul, évente négy alkalommal.

Pénzügyi stabilitási jelentés / Financial stability report

Magyarul és angolul, évente két alkalommal.

Fizetési rendszer jelentés / Payment systems report

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.

Hitelezési folyamatok / Trends in lending

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

2014. július

Nyomda: Prospektus–SPL konzorcium
8200 Veszprém, Tartu u. 6.

