

# 1

# HITELINTÉZETI SZEMLE

2016. március

15. évfolyam 1. szám

A szuverén hitelminősítés módszertani kérdései –  
Rekonstruálhatók-e a szuverén hitelminősítői  
lépések?

Ligeti Imre – Szórfi Zsolt

A piaci kockázat számszerűsítésének változása  
a Bázel III szabályozásban

Bugár Gyöngyi – Rattig Anita

A nemzetközi és az európai projektfinanszírozási  
piac átalakulása a válság hatására

Csiszárík-Kocsir Ágnes

A hazai felvásárlás előtt és után:  
fókuszban a forgótőke-menedzselés

Kucséber László Zoltán

Volatilitási tőkepuffer a szolvencia II-es tőke-  
követelmények megsértésének kivédésére

Zubor Zoltán

100 éve alakult a Pénzügyintézet Központ

Varga Bence

# Hitelintézeti Szemle

A Magyar Nemzeti Bank kiadásában megjelenő tudományos folyóirat

A szerkesztőbizottság elnöke:

BALOG ÁDÁM

A szerkesztőbizottság tagjai:

BÁNFI TAMÁS, BOD PÉTER ÁKOS, HEGEDŰS ÉVA, KATONA ZSOLT, KOCZISZKY GYÖRGY,  
KOVÁCS LEVENTE, LENTNER CSABA, NAGY KOPPÁNY, P. KISS GÁBOR, PALOTAI DÁNIEL,  
PANDURICS ANETT, PATAI MIHÁLY, SEBESTYÉN GÉZA, STRAUB ROLAND, SZEGEDI RÓBERT,  
VÉGH RICHÁRD, EYAL WINTER

Főszerkesztő: SEBESTYÉN GÉZA  
Felelős szerkesztő: PÁSZTOR SZABOLCS  
Olvasószerkesztő: LÁNG ESZTER  
Szerkesztőségi munkatárs: VADÁSZI BÁLINT

Kiadja: Magyar Nemzeti Bank  
Felelős kiadó: HERGÁR ESZTER  
1054 Budapest, Szabadság tér 9.  
[www.hitelintezetiszemle.hu](http://www.hitelintezetiszemle.hu)  
HU ISSN 1588–6883 (nyomtatott)  
HU ISSN 2416–3201 (online)

Borítóterv: IZSÓNÉ BIGAI MARIANNA  
© Copyright: Magyar Nemzeti Bank

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

1

# HITELINTÉZETI SZEMLE

2016. március  
15. évfolyam 1. szám

## **Hitelintézeti Szemle**

**A szerkesztőség címe: 1054 Budapest, Szabadság tér 9.**

**Telefon: 06-1-428-2600**

**Fax: 06-1-429-8000**

**Honlap: [www.hitelintezetiszemle.hu](http://www.hitelintezetiszemle.hu)**

**E-mail: [szemle@hitelintezetiszemle.hu](mailto:szemle@hitelintezetiszemle.hu)**

**Munkatársaink elérhetősége:**

**Sebestyén Géza** főszerkesztő e-mail címe: [geza.sebestyen@uni-corvinus.hu](mailto:geza.sebestyen@uni-corvinus.hu)

**Pásztor Szabolcs** felelős szerkesztő e-mail címe: [pasztorsz@mn.b.hu](mailto:pasztorsz@mn.b.hu)

Megjelenik háromhavonta.  
HU ISSN 1588 6883 (nyomtatott)  
HU ISSN 2419 3201 (online)

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

# Tartalom

15. évfolyam 1. szám, 2016. március

Előszó a márciusi számhoz ..... 5

## TANULMÁNYOK

### **Ligeti Imre – Szórfi Zsolt:**

A szuverén hitelminősítés módszertani kérdései –  
Rekonstruálhatók-e a szuverén hitelminősítési lépések? ..... 7

### **Bugár Gyöngyi – Rattig Anita:**

A piaci kockázat számszerűsítésének változása a Bázel III szabályozásban ... 33

### **Csiszárík-Kocsir Ágnes:**

A nemzetközi és az európai projektfinanszírozási  
piac átalakulása a válság hatására ..... 51

### **Kucséber László Zoltán:**

A hazai felvásárlás előtt és után: fókuszban a forgótőke-menedzselés ..... 70

### **Zubor Zoltán:**

Volatilitási tőkepuffer a szolvencia II-es  
tőkekövetelmények megsértésének kivédésére ..... 91

### **Varga Bence:**

100 éve alakult a Pénzügyi Központ ..... 124

## KÖNYVISMERTETÉS

**Ricz Judit:** Korszakalkotó viták a komparatív kapitalizmuskutatásban  
(Matthias Ebenau – Ian Bruff – Christian May: *New Directions in Comparative  
Capitalisms Research: Critical and Global Perspectives* c. művéről) ..... 145

**Németh Viktória:** Lehet-e értéksemleges világban boldogan élni?  
(Jonathan Haidt: *The Happiness Hypothesis: Finding Modern Truth  
in Ancient Wisdom* c. művéről) ..... 149

**Farkas Sára:** Nagyvárosok kismonográfiája – A növekedés területi  
alapjainak logikája (Filep Bálint: *A nagyvárosok az európai és a magyar  
területi politikában* c. művéről) ..... 152

---

**Gyura Gábor:** Bikát szarvánál – Örökzöld dilemmák a bankrendszerrel és a gyepelő szorosságáról (Sheila Bair: Bull by the Horns – Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from Itself c. művéről) . . . 155

## KONFERENCIABESZÁMOLÓ

**Ábel István:** Új társadalmi szerződésre van szüksége Európának – Beszámoló a 2016. évi Lamfalussy Lecture Conference tanulságairól . . . . . 158

**Kovács Olivér:** Tagállami integrációs modellek – A gazdasági kormányzás új dimenziói az Európai Unióban – Beszámoló a Magyar Tudományos Akadémia Magyar Tudomány Ünnepe alkalmából rendezett konferenciáról . . . . . 165

**Kovács Levente:** Új Selyemút – Új lehetőségek – Beszámoló a Boao Pénzügyi Együtműködési Konferenciáról . . . . . 170

**Paróczai Anikó – Bényei Zsuzsanna:** Az intézmények sok arca – Beszámoló a Many Facets of Institutions című szemináriumról – 1<sup>st</sup> Debrecen Workshop on Institutional Analysis. . . . . 177

**Tasi Erzsébet:** „Felzárkózás vagy lemaradás? A magyar gazdaság negyedszázaddal a rendszerváltás után” – Beszámoló a Pázmány Péter Katolikus Egyetem konferenciájáról . . . . . 183

---

## Előszó a márciusi számhoz

A Hitelintézeti Szemle 15. évfolyamának márciusi száma az itt megjelent tanulmányokkal kíván hozzájárulni a Magyarországon idén második alkalommal megvalósuló Pénz7 programhoz.

Az Európai Bankföderáció kezdeményezésére 2015-ben indult rendezvénysorozat, a European Money Week az eseményhez csatlakozó országok páneurópai együttműködése által igyekszik felhívni a figyelmet az iskoláskorú gyermekek pénzügyi oktatásának és szemléletformálásának fontosságára. A programban részt vevő országok egy héten át speciális iskolai tanórák és interaktív, közösségi részvételen alapuló, játékos vetélkedők segítségével szólítják meg a diákokat. A rendezvény hazai szervezői, a Magyar Bankszövetség és a Pénziránytű Alapítvány közös erőfeszítéseinek eredményeként a pénzügyi témahét keretei között Magyarországon is egyre több általános és középiskolás diák sajátíthatja el a hétköznapi pénzügyek felelős kezeléséhez szükséges, gyakorlati ismereteket és készségeket.

A 2015 tavaszán lezajlott első hazai Pénz7-en összesen 660 általános és középiskola mintegy 90 ezer diákja – az Európa-szerte megszólított iskolások közel egyharmada –, és több mint 1000 tanár vett részt. Az előzetes várakozásokat jelentősen felülmúló érdeklődés az idei évre tovább fokozódott: 2016-ban már majdnem 800 iskola több mint 102 ezer tanulója vehet részt a Pénz7 keretében megvalósuló rendhagyó pénzügyi órákon.

Az idén március 7-től 11-ig tartó témahét fókuszában a pénzügyi tudatosság és a takarékoság témája áll; ezt a központi üzenetet járják körbe az eseménysorozat játékos, interaktív vetélkedői, és erre a mondanivalóra épülnek a kifejezetten a Pénz7 alkalmából megvalósuló, különleges iskolai tanórák is. A szervezők idén már négy külön iskolai korcsoport számára biztosítanak az életkori sajátosságoknak megfelelő, kifejezetten a Pénz7-re fejlesztett pénzügyi-gazdasági oktatási anyagokat, melyek magas szakmai színvonaláról az Oktatáskutató és Fejlesztő Intézzel együttműködésben dolgozó, tapasztalt szakpedagógusokból álló szerzői gárda gondoskodott.

A Pénziránytű Alapítvány a résztvevő iskolák tanárai számára teljes körű támogatást biztosít az ingyenesen elérhető tananyagok és az ezek átadására felkészítő, speciális tanárképzési lehetőségek formájában. A tanórák megtartásában – a Magyar Bankszövetség együttműködésének köszönhetően – mintegy kétszázötven önkéntes pénzügyi szakember is közreműködik, akik tapasztalataikra és szakértelmükre támaszkodva járulnak hozzá a diákok ismereteinek elmélyítéséhez.

A Hitelintézeti Szemle szerkesztősége meleg szívvel ajánlja ezen és a korábbi számok tanulmányait is a következő generációk pénzügyi tudatosságának és takarékoságának előmozdítása érdekében.

*Pásztor Szabolcs  
felelős szerkesztő*





# **A szuverén hitelminősítés módszertani kérdései – Rekonstruálhatók-e a szuverén hitelminősítői lépések?**

*Ligeti Imre – Szórfi Zsolt*

*A hitelminősítő intézetek az adós hiteltörlesztési képességéről és hajlandóságáról alkotnak nyilvánosan elérhető véleményt, amivel a hitelező és a hitelfelvevő közötti információs aszimmetriát csökkentik. Az elmúlt években megindult szabályozói törekvéseknek köszönhetően a hitelminősítők egyre átláthatóbbá teszik a hitelminősítés folyamatait, ami a módszertan publikálásában, valamint a legfontosabb kulcsváltozókra számított értékek elérhetővé tételében érhető tetten. A tanulmány azt vizsgálja, hogy a transzparencia jelenlegi szintje mellett a módszertan alapján előálló indikatív besorolási sáv milyen mértékben magyarázza a szuverének ténylegesen megfigyelt hitelminősítését. Az eredmények azt mutatják, hogy az S&P esetében a megfigyelt hitelminősítések kedvező arányban esnek bele a szerzők által számolt, három kategóriát átfogó besorolási sávba, ami lehetővé teszi az egyes lépések rekonstruálását, miközben a Moody's és a Fitch aktuálisan elérhető módszertana erre kevésbé alkalmas.*

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** G14, G24

**Kulcsszavak:** hitelminősítő intézet, hitelminősítés, esettanulmány

## **1. A hitelminősítők szerepe a szuverén kockázati megítélés terén**

### **1.1. A hitelminősítő intézetek pénzügyi piacokon betöltött alapvető funkciói**

A hitelminősítő intézetek alaptevékenységük során a vizsgált entitás hiteltörlesztési képességéről és hajlandóságáról fogalmaznak meg nyilvánosan elérhető véleményt. Mindezt úgy teszik, hogy az elérhető publikus és nem publikus információkat a piaci szereplők számára könnyen értelmezhető mutatóba tömörítik. A hitelminősítő intézetek a pénzügyi piacokon betöltött elsődleges szerepük szerint a hitelviszony két oldalán álló szereplők közti információs aszimmetriát igyekeznek feloldani, ami egyszerre jár előnnyel a hitelfelvevő és a hitelező számára. A hitelfelvevő a tőle független és a piac által hitelesnek gondolt értékelés révén a piaci szereplők széles körének ad jelzést hitelképességéről, míg a befektetők ugyanezt az információt mi-

---

*Ligeti Imre a Magyar Nemzeti Bank közgazdasági elemzője. E-mail: ligeti@mnk.hu.  
Szórfi Zsolt a Magyar Nemzeti Bank junior elemzője. E-mail: szorfizs@mnk.hu.*

A szerzők köszönetet mondanak Balogh Csabának és Kuti Zsoltnak hasznos észrevételeikért.

nimális költség mellett képesek beszerezni. A hitelminősítő intézetek közvetítésének eredményeként a hitelfelvevő könnyebben és alacsonyabb költség mellett képes forrást bevonni a tőkepiacról, míg a hitelező a hitelkockázat pontosabb ismerete mellett képes befektetni (*Fennel–Medvedev 2011*).

A hitelminősítő intézetek információszolgáltató szerepük mellett a befektetők ügynekeként egyfajta monitorozási funkciót is ellátnak. A potenciális leminősítési lépésre vonatkozó figyelmeztetéssel (negatív kilátás, „watch list”) korrekciós lépések megtételére ösztönözhetik a hitelfelvevőt. Az intézetek harmadik alapvető funkciója az úgynevezett tanúsítványok (certificate) kiadása, ugyanis a minősítési kategóriák számtalan szabályozói előírásnak, illetve pénzügyi szerződésnek lettek szerves részei az elmúlt évtizedekben. Elég, ha csak a hitelminősítéstől függő tőkekövetelményekre vonatkozó szabályokat, a jegybanki fedezeti előírásokat vagy a különböző hitelminősítési besorolások mentén felépülő benchmark indexeket említjük.

Az utóbbi évek szabályozói törekvéseinek egyike éppen a pénzügyi szerződések, szabályozói előírások hitelminősítői döntésektől való túlzott függőségének a leépítése, aminek következtében csökkenteni lehet a minősítések változásának esetleges negatív tovagyűrűző hatásait (*Kiff et al. 2012*).

A hitelminősítések elsődleges felhasználói azok a piaci szereplők, akik nem rendelkeznek kellő kapacitással a hitelfelvevő hitelképességének a megállapításához. Emellett azokban az esetekben támaszkodnak nagyobb mértékben a hitelbesorolásra, amikor az adott entitás hitelminősítésében testet öltő inputok között a nem publikus információk relatíve nagy súlyt képviselnek. A fentiek mellett a bankok a tőkekövetelményi előírások következtében a hitelminősítések állandó felhasználóinak számíthatnak, és általánosságban elmondható, hogy a saját hitelkockázati rendszert működtető nagyobb szereplők is kiegészítő információként, illetve benchmarkként ugyancsak figyelembe veszik a hitelminősítők besorolásait (*Mattarocci 2014*).

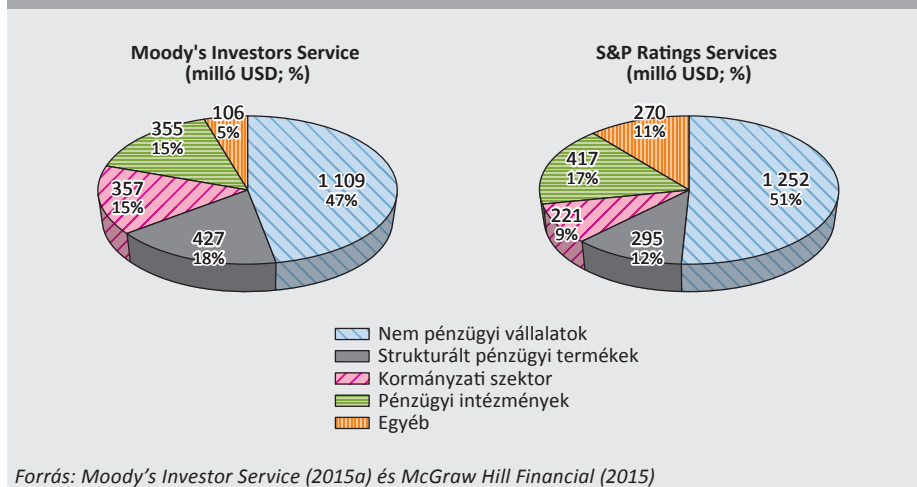
## **1.2. A hitelminősítők üzleti modellje és a piac struktúrája**

A hitelminősítői piac beindulása a XIX. század második fele és a XX. század eleje közötti időszakra tehető, amikor az Egyesült Államokban működő vállalatok a banki finanszírozás mellett egyre intenzívebben jelentek meg a tőkepiacon. Az amerikai állammal mint szuverén kibocsátóval ellentétben azonban az ő esetükben a befektetők nem elhanyagolható hitelkockázatot futottak, ami megteremtette az igényt a szakszerű és megbízható hitelkockázati elemzésekre. A piac kezdetben lassan bővült. Az igazi, robbanásszerű áttörést az Amerikai Értékpapír Felügyelet (SEC) 1975-ös szabályozása hozta, amikor a bróker-dealerek által tartott eszközökre vonatkozó tőkekövetelmények mértékét az adott eszköz hitelbesorolásához igazították. Ezt követően egyre több szabályozói előírás hivatkozott a hitelminősítők besorolásaira, ami további lökést adott a piac fejlődésének (*Mattarocci 2014*).

Az aktuális piacstruktúrát a magas koncentrálttság jellemzi, a három nagy hitelminősítő (Fitch, Moody's, S&P) dominanciájával. Az összes elérhető hitelbesorolás mintegy 60 százalékát az említett három intézet adja, és a minősített kibocsátók mintegy 73 százaléka rendelkezik legalább egy minősítéssel a legnagyobb három szereplőtől. Bár az utóbbi évtizedben a kisebb hitelminősítő intézetek megjelenése és piacszerzése csökkentette a koncentrációt<sup>1</sup>, a három nagy hitelminősítő dominanciája továbbra sem kérdőjelezhető meg. Ennek oka elsősorban a piacra lépést megnehezítő magas fix költség, ami a reputáció kiépítésének időigényes voltából fakad, és ezen a téren jelentős előnyt élveznek az évszázados múlttal rendelkező intézetek. És bár a koncentráció magas foka nem utal a versenyzői piac meglétére, a reputáció megőrzése folyamatosan a magas minőségű szolgáltatás nyújtására ösztönzi a szereplőket (Mattarocci 2014).

A hitelminősítő intézetek elsődleges bevételi forrása az alaptevékenységükből, vagyis a kibocsátók, illetve a kibocsátott értékpapírok minősítéséből származik. Ezt egészítik ki az alaptevékenységhez kapcsolódó egyéb tevékenységekből, mint amilyenek például az elemzési szolgáltatások, kockázatkezelési modellek, informatikai megoldások értékesítéséből származó jövedelmek. A kiegészítő szolgáltatások jellemzően az egyes intézetek szervezeti felépítésében is elkülönülnek, például a Moody's esetében a hitelminősítést a Moody's Investors Service végzi, míg a kiegészítő tevékenységekért a Moody's Analytics felel. Az utóbbi árbevétele a 2014-es évben mintegy 1 milliárd dollár volt, míg a hitelminősítésből származó bevétel meghaladta a 2,3 milliárd dollárt. A minősített kibocsátók, illetve értékpapírok szektorális bontá-

**1. ábra**  
A Moody's és az S&P hitelminősítők 2014-es árbevétele szektorok szerinti bontásban



<sup>1</sup> Regionális szinten megjelentek globális értelemben kisebb súlyú hitelminősítők is. Európában a European Rating Agency, Japánban a Japan Credit Rating Agency míg Kínában a Dagong Global Credit Rating Agency tevékenységét érdemes megemlíteni.

sa azt mutatja, hogy a bevétel közel felét a nem pénzügyi vállalati kör adja, a bevétel maradék része pedig, közel egyenlő arányban, a pénzügyi intézményektől, strukturális pénzügyi termékek minősítéséből, valamint a kormányzati szektortól származik (*Moody's Investor Service 2015a*). Az utóbbi körbe tartozik a szuverének, valamint az általuk kibocsátott értékpapírok minősítése, de az önkormányzati kötvények és egyéb közintézmények által kibocsátott papírok minősítése is ide sorolható. A másik két nagy hitelminősítő intézet bevételi szerkezete nagyságrendileg megegyezik a Moody's-ével (*McGraw Hill Financial 2015; Fimalac 2015*).

Az árazási politika terén két alaptípust lehet megkülönböztetni. A „user fee” megközelítés esetében a hitelminősítésből származó bevétel a felhasználóktól származik, míg az „issuer fee” modell alkalmazása során a hitelbesorolásért maguk a kibocsátók fizetnek. A hitelminősítésben testet öltő információ közjóság jellegéből fakadóan a szolgáltatásért nem fizető piaci szereplőket nehezen lehet kizárni a felhasználásból, ezért a potyautas magatartás kiküszöbölése érdekében a hitelminősítő intézetek üzleti modellje jellemzően az „issuer fee” megközelítésre épül (*Fennel–Medvedev 2011*).

A hitelminősítés objektivitása, valamint a minél kedvezőbb besorolás elérésére irányuló ügyféligény közötti érdekütközés feloldására a hitelminősítő intézetek (részben a szabályozási előírások hatására, részben pedig saját kezdeményezésre) a szervezeten belül működő információs kínai fal felállításával, valamint etikai kódex bevezetésével reagáltak. Egyrészt a minősítés felülvizsgálatát megelőző elemzést végző szervezeti egység, valamint a hitelminősítői lépésről döntő bizottság (rating committee) szervezeten belül elkülönül egymástól, másrészt pedig a szolgáltatás árazását is magában foglaló marketingtevékenység, illetve maga a hitelminősítés az operatív folyamatokban ugyancsak szét van választva (*Mattarocci 2014*).

### 1.3. A szektor szabályozása

A szektor szabályozásának az igénye még a válság előtti időszakra nyúlik vissza: az Egyesült Államokban a Kongresszus 2006-ban fogadta el a hitelminősítő intézetek reformját megcélzó jogszabályt.<sup>2</sup> Ez az elszámoltathatóság, transzparencia, valamint a verseny fokozásán keresztül célozta meg a hitelminősítések minőségének javítását. A törvény meghatározza, hogy milyen kritériumoknak kell megfelelniük a SEC által bejegyzett hitelminősítő intézeteknek, továbbá a belső ellenőrzési folyamatok, valamint az összeférhetetlenségi kérdések tekintetében szabályozói és felügyeleti jogkörrel ruházta fel a SEC-et. A transzparencia növelésének jegyében módszertani ismertetőik publikálására, valamint a szolgáltatás teljesítményének a visszamérésére kötelezte a jogszabály a hitelminősítőket. A 2010-ben elfogadott Dodd-Frank<sup>3</sup> törvénycsomag megerősítette a SEC szabályozói és felügyeleti jogkörét és további előírásokat fogalmazott meg a hitelminősítőik számára (*IMF 2010*). A módszertani

---

<sup>2</sup> Credit Rating Agency Reform Act of 2006

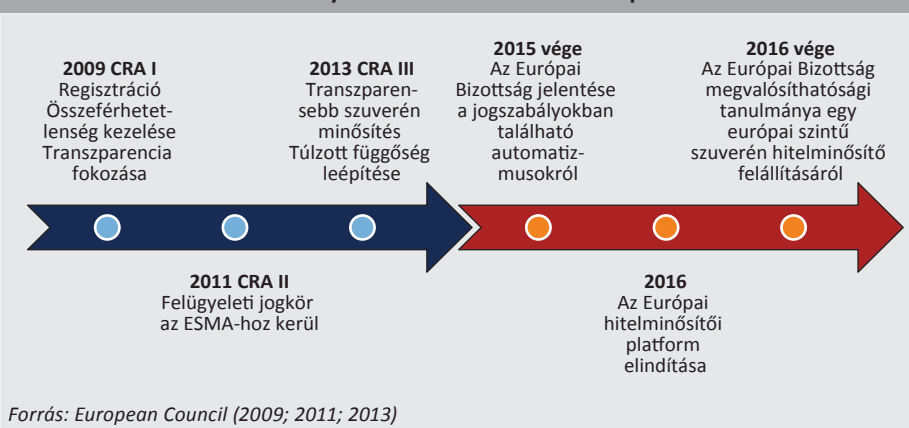
<sup>3</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act

transzparencia fokozása, illetve a belső ellenőrzési folyamatok szigorítása mellett új elemként jelent meg az, hogy a szövetségi ügynökségeket hitelkockázati rendszerük felülvizsgálatára és – ahol lehetséges – a hitelminősítő intézetek besorolásának a kiváltására kötelezték (*Biederman–Orosz 2015*).

Az Európai Unióban 2008-ban a G20-as találkozón a pénzügyi piacok és termékek szabályozásának kiterjesztése indította el a szektor szabályozását. A 2009-ben megalkotott jogszabály, majd a szektor szabályozói és felügyeleti jogkörével felruházott Európai Értékpapírfelügyelet (ESMA) felállítását követően elvégzett módosítás (CRA I-II Regulation) tulajdonképpen az amerikai gyakorlathoz hasonlóan az ESMA által elismert, regisztrált hitelminősítői státusz megszerzéséhez szükséges feltételeket deklarálta, valamint a hitelminősítői tevékenység során felmerülő összeférhetlenségi kérdéseket szabályozta (*European Council 2009, 2011*). A jogszabály harmadik (CRA III) 2013-as módosítása a már szabályozott kérdések tekintetében fogalmazott meg pontosabb és szigorúbb előírásokat, illetve általános irányelvként a hitelminősítésektől való túlzott függőség leépítését célozta meg. Ennek fényében az Unió szintű felügyeleti szerveket, valamint a pénzügyi piaci szereplőket a saját belső hitelminősítői rendszerükre való áttérésre ösztönözte (*Bábosik 2014*), az Európai Rendszerkockázati Testület számára pedig megtiltotta a hitelminősítő intézetek besorolásaira való közvetlen hivatkozást. Ennek a törekvésnek a célja az, hogy a pénzügyi szerződésekben egy adott entitás hitelképességének a megállapításánál ne egy külső intézet besorolása legyen az egyetlen mérvadó paraméter.

## 2. ábra

### A hitelminősítő szektor szabályozásának az alakulása Európai Unióban



A szuverén hitelminősítés terén elsősorban a transzparencia tekintetében jelentek meg új elemek a módosítás kapcsán. A CRA III értelmében a szuverének besorolásának a felülvizsgálatát a hitelminősítő intézeteknek fél évente el kell végezniük, és a bejelentéseket egy előre meghirdetett menetrend szerint kell megtenniük, úgy hogy a döntés nyilvánosságra hozatala a pénteki piaczárás után egy órával és

legkésőbb a következő EU-s kereskedési időszak megkezdését megelőző egy órával történhet meg. Ettől az eljárástól kizárólag külön indoklással térhetnek el a hitelminősítők. A féléves felülvizsgálatot nem feltétlenül kell hitelminősítői lépésnek is követnie, az a belsőleg elvégzett értékekés gyakoriságára vonatkozik. Mindezekon túl a könnyebb értelmezhetőség céljából a minősítést befolyásoló legfontosabb faktorokat, illetve feltételezéseket bemutató indoklással kel ellátni a döntéseket (*European Council 2013*).

Az új jogszabály a jövőben esedékes lépésekkel kapcsolatban is megfogalmaz iránymutatást. Az Európai Minősítői Platform (European Rating Platform) 2016-os elindításával az összes regisztrált hitelminősítő intézet összes aktuális besorolása az adott hitelminősítő üzleti modelljére való tekintettel egy helyen elérhető lesz. Mindemellett az Európai Bizottság 2016 végéig egy megvalósíthatósági tanulmányt készít, amelyben megvizsgálja egy európai szintű szuverén hitelminősítő felállításának a lehetőségeit. A hitelminősítésektől való túlzott függőség leépítésének a szellemében a Bizottság 2015 végéig megvizsgálja, hogy az európai uniós szintű jogszabályok milyen mértékben tartalmazzanak a besorolásoktól függő automatizmusokat, és vannak-e alternatívák ezek kiváltására. Ez részben az egységes közösségi szintű hitelminősítői rendszer kidolgozásához kapcsolódik, és amennyiben az automatizmusok kiváltása lehetséges, a jogszabály általános célként a hitelminősítők besorolásaira vonatkozó utalások 2020-ig történő kivezetését tűzte ki (*European Council 2013*). Az automatizmusok minimalizálása mindamelllett nem jelentené a szektor elsovadását. Ez egyrészt lassú folyamat, másrészt pedig a piaci szereplők továbbra is igényt tartanak a hitelminősítők szolgáltatására, hiszen továbbra is lesznek olyan szereplők, akik kapacitás hiányában az adott hitelfelvevő hitelkockázatának a megállapításánál a hitelminősítők szakértelmére hagyatkoznak.

## 2. A szuverén hitelminősítés módszertana

### 2.1. A módszertan általános jellemzői

A hitelminősítő intézetek a szuverének mint kibocsátók minősítésénél azt vizsgálják, képes-e és hajlandó-e a szuverén megfelelni a magánszereplőkkel szemben fennálló, a jövőben esedékes pénzügyi kötelezettségeinek. A vizsgálat tehát nem érinti a hivatalos szervek (IMF, Paris Club, Világbank stb.) irányában fennálló kötelezettségeket. Ugyanakkor egy hivatalos szerv felé fennálló kötelezettség megtagadása a szuverén törlesztési hajlandóságának a csökkenését is jelezheti, és ronthatja a szuverén besorolását. A nem-teljesítés relatív kockázatát<sup>4</sup> a hitelminősítők egy 21–22 fokozatú<sup>5</sup>

---

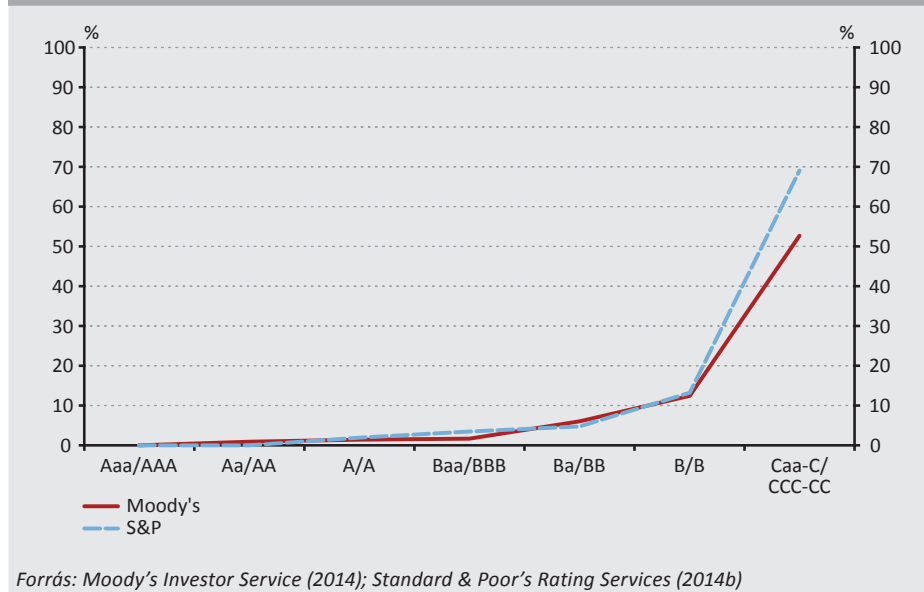
<sup>4</sup> Az abszolút kockázat mérése az üzleti ciklusok ingadozása következtében a hitelminősítések folyamatos módosítására kényszerítené az intézeteket.

<sup>5</sup> A 21–22 fokozatú skála a kibocsátó hosszú távú devizaadósságának a minősítésére vonatkozik. A rövid távú devizaadósság esetében a hitelminősítők jellemzően egy ettől eltérő, kevesebb fokozatot tartalmazó skálát alkalmaznak.

ordinális skálán rangsorolják, ahol az azonos kategóriába rangsorolt szuverének, kötvények közel hasonló hitelkockázatot mutatnak. A skála ordinális volta arra utal, hogy a szomszédos minősítési kategóriákhoz tartozó hitelkockázat sorrendisége számít elsősorban, azok különbsége nem állandó. Az alacsonyabb besorolással rendelkező országok a historikus tapasztalatok alapján arányosan nagyobb hitelkockázatot mutatnak, mint a jobb minősítéssel rendelkezők.

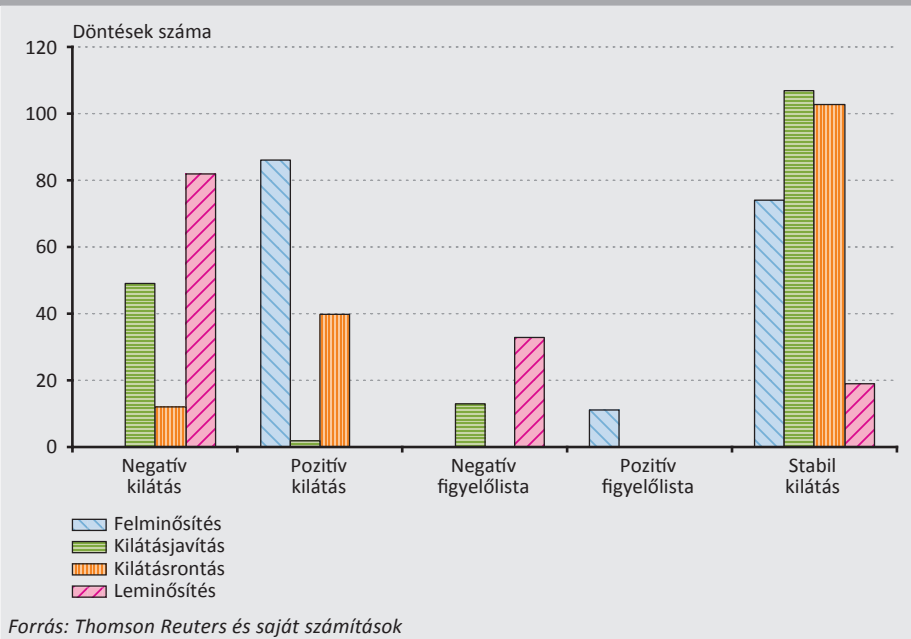
### 3. ábra

Kumulatív átlagos csődráta 5 éves időhorizonton a kiinduló minősítési fokozat szerint a Moody's (1983–2013), illetve az S&P (1975–2013) esetében



Az aktuális besorolás megváltozásának a valószínűségét a (negatív, stabil, pozitív) kilátás, illetve a figyelőlista (watchlist, review) kategóriák jelzik, amelyek egyúttal a diszkrét skála finomítását is szolgálják. A stabil kilátás például definíció szerint azt jelenti, hogy középtávon, jellemzően 0,5–2 éven belül nem változik meg az adott szuverén besorolása. A Moody's esetében a stabil kilátással ellátott besorolás a következő évben 90 százalékos eséllyel nem változik a hitelminősítő szerint (*Moody's Investor Service 2015b*). A historikus tapasztalat azt mutatja, hogy a kezdeti pozitív, illetve negatív kilátás esetén az esetek közel kétharmadában következik a kilátás által jelzett iránynak megfelelő döntés. A pozitív kilátás esetén azonban a felminősítés relatív (a felminősítéstől eltérő esetekhez viszonyított) valószínűsége nagyobb, mint a negatív kilátást követő leminősítés relatív valószínűsége, ami alátámasztja a hitelminősítők monitorozási funkciójának jelenlétét. Vagyis a negatív kilátás esetén a szuverének igyekeznek elkerülni a potenciális leminősítést.

**4. ábra**  
**A hitelminősítési döntések megoszlása annak fényében, hogy milyen kilátást tartott fenn a Fitch a döntést megelőzően**



A szuverének mint kibocsátók minősítése mellett a szuverének által kibocsátott papírokat is külön minősítik a hitelminősítők. Miután ezek rendszerint szenior, nem fedezett papírok, így jellemzően ugyanazt a besorolást kapják, mint maga a szuverén. Továbbá mind a szuverén, mind pedig a kibocsátott értékpapír minősítése elkülönül aszerint, hogy a kötelezettség idegen devizában vagy saját devizában áll fenn. Miután a saját devizában fennálló kötelezettségnek könnyebben tud eleget tenni a szuverén, ezért ezeknél a minősítéseknél előfordul, hogy néhány kategóriával magasabban vannak, mint az idegen devizás hitelminősítés (az S&P esetében például 2014 végén a 128 szuverénből 17-nél) (*Standard & Poor's Rating Services 2015*). Mindemellett meg lehet különböztetni a rövid távú, illetve a hosszú távú kötelezettségre vonatkozó besorolást, ahol az idegen deviza saját deviza dimenziók ugyanúgy érvényesek. Általában, amikor egy feltörekvő piaci szuverén hitelminősítésére utalunk, akkor ez alatt a szuverén mint kibocsátó hosszú távon fennálló, idegen devizában denominált adósságának a hitelkockázati besorolását értjük. A fejlett államok jellemzően saját devizában adóssodnak el, így ezekben az esetekben a saját, illetve idegen devizára vonatkozó besorolások megegyeznek egymással.

A szuverének és a vállalatok hitelminősítésének módszertana közötti fontos különbség, hogy a szuverének esetében a hitel-visszafizetési hajlandóságot is figyelembe veszik az intézetek. A vállalatokkal szemben ugyanis a szuverének pénzügyi kötelezettségének a teljesítése nemzetközi bíróságok előtt jellemzően nem kikény-



szeríthető. Előfordulhat, hogy a magas politikai költségek miatt a csődöt választja egy szuverén annak ellenére, hogy képes lenne visszafizetni a forrást. Éppen ezért kvalitatív elemeket is mérlegelnek a hitelminősítők, amelyeket elsősorban a politikai intézmények erősségével ragadnak meg.

A hitelminősítésekkel szemben általában három alapvető elvárást lehet megfogalmazni: jelezze pontosan a hitelkockázat mértékét, legyen időszerű, és, amennyire lehet, legyen stabil a besorolás. A stabilitás és az időszerűség között azonban átváltás található, egyszerre mindkét feltétel teljes mértékben nem teljesülhet. A stabilitás megsértése, vagyis a túlzottan gyakran változó besorolás nem kívánt tranzakciós költséget generálhat a pénzügyi szereplőknél, akik a hitelminősítő intézetek minősítésére épülő automatizmusok miatt nem kívánt gyakorisággal kénytelenek újraalkálni a portfóliójukat (*Kiff 2013*).

A stabilitás megőrzése érdekében az intézetek módszertana a „TTC” (through the cycle) megközelítést követi, vagyis az adott szuverén hitel-visszafizetési képességét, illetve hajlandóságát befolyásoló indikátorok tekintetében a teljes üzleti ciklust igyekszik megragadni. Ez azt jelenti, hogy bizonyos indikátoroknál jellemzően több éves átlagokat vesznek figyelembe, amelyek historikus, valamint saját becslésen alapuló, előre jelzett értékekből állnak elő. Mindez arra szolgál, hogy a hitelbesorolás a fundamentális folyamatokban megfigyelt változásokra reagáljon, és az üzleti ciklusok ingadozása ne befolyásolja a besorolást (*IMF 2010*). Ennek a simításnak a mértéke természetesen a hitelminősítő intézetek módszertana szerint eltérő lehet. Ugyanarra az entitásra vonatkozó hitelminősítések közötti különbségnek az egyik forrása, hogy az egyes intézetek eltérő feltételezések, időhorizont és módszertan mellett készítik el az előrejelzéseiket.

A fenti módszertani megfontolás következtében, illetve amiatt, hogy a piaci szereplők nagyobb súllyal veszik figyelembe a ciklikus tényezőket, a hitelminősítések érdemben alacsonyabb volatilitást mutatnak, mint a hitelkockázatot mérő egyéb pénzügyi piaci mutatók (például a CDS-felárlak). A pénzügyi piaci indikátorok zajosabb voltát természetesen egyéb tényezők is befolyásolják. Egyrészt a fenti példánál maradván a likvid CDS-piacon az információfeldolgozást egyszerre több szereplő végzi, így a CDS-jegyzések gyorsabban reagálnak egy adott kibocsátó gazdaságáról megjelenő friss információkra, mint a hitelminősítések, másrészt pedig a már említett aktuális EU-s szabályozás szerint a szuveréneket érintő hitelminősítési döntések kizárólag előre meghatározott napokon hozhatók nyilvánosságra. Végül szintén fontos különbség, hogy a CDS-jegyzéseket, mint minden egyéb piaci instrumentumot, torzító tényezők is befolyásolhatják, amelyek függetlenek a szuverén hitelkockázatoságától (piaci likviditás, a termék szabályozásának a változása). Éppen ezért a piaci megítélést tükröző CDS-jegyzések és a hitelbesorolások között akár tartósabban fennálló eltérések is lehetnek, és a két mutató későbbi igazodásának az iránya a fent felsoroltak miatt nem egyértelmű.

A három kiemelt intézet hitelminősítési gyakorlatát a már említett három minőségi dimenzió, a stabilitás, időszerűség és a pontosság mentén vizsgálta *Pennartz és Snoeij (2012)*. A pontosságot a szakirodalomban leginkább elterjedt, úgynevezett kumulatív pontossági profil (cumulative accuracy profiles) alapján elemezték. Ez a megközelítés a csődesemény előrejelzési erejével közelíti az egyes intézetek pontosságát, ami azért kézenfekvő, mert a csődesemény az egyetlen olyan esemény, amikor a hitelkockázat mértéke tökéletesen ismert. Az időszerűséget ugyancsak a csődesemény mentén vizsgálta a szerzőpáros, ahol a dimenziót két tényezővel közelítették. Egyrészt azt vizsgálták, hogy melyik hitelminősítő kezdte meg elsőként a később csődöt jelentő kibocsátó leminősítését, másrészt pedig azt, hogy melyik intézet sorolta legkorábban a legkockázatosabb kategóriába a szuverént. A stabilitásnál a besorolás változtatásának a gyakoriságát, a legalább három kategóriával (notch) történő besorolás-változtatás számosságát, valamint a minősítés irányának a megfordulását vették figyelembe.

Az empirikus vizsgálat alapján, a csődöt megelőző egy éven belül az S&P a legpontosabb előrejelző, éven túl viszont a Moody's bizonyult a legpontosabbnak. Az S&P teljesít a legjobban az időszerűség dimenzióban, ugyanakkor ez részben annak a következménye, hogy a vizsgált időszak alatt ez az intézet volt a legagresszívabb a hitelminősítők közül, ami viszont a stabilitás rovására ment. Vagyis bár éven belül az S&P jelezte legkorábban a csődeseményig eljutó kibocsátó hitelkockázatosságának a romlását, valamint ennél az intézetnél került legkorábban a legsó besorolási kategóriába a kibocsátó. Mindez azzal is járt, hogy a végül a csődöt elkerülő szuverének esetében gyakrabban kellett korrigálniuk a besorolást, ami pedig általánosságban a minősítések stabilitását rontotta. A stabilitás dimenzióban a Moody's teljesített a legjobban, ennél az intézetnél volt a legkevesebb a két kategóriát meghaladó nagyobb ugrások, illetve a visszafordulások aránya, és általában véve egy éven belül ritkábban változtattak a besorolásokon, mint a Fitch vagy az S&P.

<b>1. táblázat</b>		
<b>Az egyes minőségi dimenziókban legjobban teljesítő hitelminősítő intézetek</b>		
<b>Minőségi dimenzió</b>		<b>Legjobban teljesítő hitelminősítő</b>
Pontosság	Rövid táv	S&P
	Hosszú táv	Moody's
Időszerűség		S&P
Stabilitás		Moody's
Forrás: <i>Pennartz–Snoeij (2012:18)</i>		

## 2.2. A módszertani modellekben szereplő faktorok áttekintése

Az elmúlt években megindult szabályozói törekvéseknek köszönhetően a hitelminősítők egyre átláthatóbbá teszik a hitelminősítési döntések folyamatait. Publikálják az elemzési keretet (módszertant), és a döntéseiket kísérő közlemények évről évre szélesebb körű képet nyújtanak arról, hogy milyen szempontokat mérlegelnek, illetve milyen számításokat vesznek figyelembe az adott lépésnél. Bár ez a transzparencia érthető okokból nem száz százalékos, a módszertani leírások arra mindenképp alkalmasak, hogy lehetővé tegyék a döntési folyamat hozzávetőleges rekonstrukcióját, ami növeli a lépések közérthetőségét.

A módszertan lényegében pontozótáblaként képzelhető el, ami a változókat – a transzparencia erősségétől függően – egy előre meghatározott skálán értékeli, majd az így kapott értékek szisztematikus aggregálása után egy három kategóriát átfogó indikatív besorolási sávot ad eredményül. A hivatalos ismertetőik szerint a tényleges hitelminősítések a hitelminősítők által számított besorolási sávon belül találhatóak. Ugyanakkor arra is felhívják a figyelmet, hogy a pontozótábla alapján előálló besorolási sáv nem jelent garanciát a végső minősítés megállapítására, sőt a gyakorlat azt mutatja, hogy bizonyos országok esetében a hitelminősítő intézetek a valóságban időnként a modell által javasolt sávon kívülre eső besorolást tartanak fenn. Erre a mozgástérre elsősorban azért van szükség, mert bizonyos országspecifikus folyamatok megragadására a standard modellek kevésbé alkalmasak, így ezeken a területeken a szakértői értékelések alkalmazása elkerülhetetlen (*Moody's Investor Service 2013; Standard & Poor's Rating Services 2013*).

A nyilvánosan elérhető módszertanok alapján általánosságban elmondható, hogy mindhárom hitelminősítő 4–5 különálló dimenzió mentén értékeli a szuveréneket. Az egyes dimenziók kiértékelésének a folyamata jellemzően néhány kiemelt változó alapján előálló, kezdeti pontszám meghatározásával indul, majd ezt a pontszámot további változók bevonásával finomítják. Az egyes dimenziók pontértékéből egy meghatározott sorrend szerinti súlyozás vagy pontozótábla felhasználásával áll elő végül a modell által javasolt besorolási sáv. A három intézet által figyelembe vett változók, a változók számítási módszertana, azok súlyozása, az egyes indikátorok dimenziókon belüli, illetve közötti csoportosítása, valamint a vizsgált időhorizont természetesen eltérő. A vizsgált faktorok azonban lényegében azonosak.

**2. táblázat**

**A három domináns hitelminősítő által figyelembe vett indikátorok**

<b>Fitch</b>				
<b>Makrogazdaság</b>	<b>Államháztartás</b>	<b>Strukturális tényezők</b>	<b>Külső egyensúly</b>	
Reál-GDP-növekedés Reál-GDP-volatilitás Infláció	Költségvetési hiány Államadósság Kamatköltség Államadósság devizaaránya	Készpénzkinlát Egy főre eső GDP Kormányzás hatékonysága Tartalékdeviza státusz A legutóbbi csőd óta eltelt évek száma	Nyersanyagfüggőség Folyó fizetési mérleg + FDI Az államháztartás bruttó külső adóssága Külső kamatszolgálat Devizatartalék	
<b>Moody's</b>				
<b>Makrogazdaság</b>	<b>Államháztartás</b>	<b>Intézményi hatékonyság</b>	<b>„Event” sokk</b>	
Reál-GDP-növekedés Reál-GDP-volatilitás WEF versenyképességi index Nominális GDP Egy főre eső GDP Diverzifikáció Hitelezési boom	Államadósság Kamatköltség <i>Államadósság trendje</i> <i>Államadósság devizaaránya</i> <i>Közintézmények adósságállománya</i> <i>Államháztartás pénzügyi eszközei</i>	Kormányzás hatékonysága Infláció Infláció-volatilitás <i>Csődörténet</i>	Belpolitikai kockázat Geopolitikai kockázat Bruttó finanszírozási igény Nem-rezidensek állampapír-állománya Piaci mutatókból implikált hitelminősítés BCA Bankrendszer GDP-arányos mérlegfőösszege Hitel/betét mutató Folyó fizetési mérleg + FDI Külső sérülékenységi mutató Nettó nemzetközi befektetési pozíció	
<b>S&amp;P</b>				
<b>Makrogazdaság</b>	<b>Államháztartás</b>	<b>Intézményi hatékonyság</b>	<b>Külső egyensúly</b>	<b>Monetáris politika</b>
Egy főre eső GDP szintje <i>Egy főre eső GDP-trend növekedése</i> <i>Diverzifikáció</i> <i>Hitelezési boom</i>	Államadósság változása Nettó államadósság Kamatfizetés <i>Kormányzat likvid eszközei, bevételeinek volatilitása</i> <i>Államadósság devizaaránya, hátralévő futamideje</i> <i>Nem-rezidensek állampapír-állománya</i> <i>Adórendszer rugalmassága</i> <i>ENSZ fejlettségi index</i> <i>Demográfia</i> <i>Közintézmények adósságállománya</i> <i>Bankszektor szuverén kitettsége</i>	A politikai intézmények és a gazdaságpolitika hatékonysága, stabilitása, kiszámíthatósága és átláthatósága <i>Geopolitikai, külbiztonsági kockázat</i> <i>Adósságtörlesztési morál</i>	Tartalékdeviza státusz Helyi deviza forgalma <i>Folyó fizetési mérleg</i> <i>Nettó nemzetközi befektetési pozíció</i> <i>Nemzetközi cserearány</i>	Árfolyamrezsim Monetáris politika hitelessége és hatékonysága Infláció Reálárfolyam stabilitása Pénzügyi közvetítő rendszer és a hitelpiac fejlettsége

Megjegyzés: A normál betűvel szedett indikátorok a kulcsváltozókat jelölik, míg a dőlt betűvel szedettek a módosító változókat.

Forrás: FitchRatings (2014); Moody's Investor Service (2013); Standard & Poor's Rating Services (2013)

Az egyik leginkább letisztult közös dimenzió a gazdasági struktúra, valamint a növekedési kilátást megragadó tényezők halmaza. A kulcsváltozók közé tartoznak a realizált és várható reál-GDP-növekedés, annak volatilitása, magának a gazdaságnak az abszolút, valamint lakossághoz viszonyított mérete. Erős összefüggésként él az a megfigyelés, hogy a nagyobb gazdasággal, illetve jobb növekedési kilátással rendelkező országok nagyobb adósságterhet képesek elviselni, valamint a már meglévő terheket gyorsabban tudják kinőni. A finomhangolás során az intézetek jellemzően azt vizsgálják, hogy az adott gazdasági struktúra milyen mértékben diverzifikált, azaz a növekedés alapjai mennyiben tekinthetők széleskörűnek. Amennyiben csupán néhány, elsősorban exportra termelő iparág adja a növekedés motorját, az negatív módosító tényezőként kerül beszámításra a dimenzió értékelésekor. Ugyanúgy, ha a növekedés hátterében egy hitelezés tekintetében túlfűtött gazdasági struktúra található, az szintén negatív módosító tényező.

A második jól elkülöníthető dimenzió a fiskális politika és az adósságteher köré csoportosítható változókat fogja egybe (államháztartási dimenzió). A kulcsváltozók közé a költségvetési deficit várható alakulása, a bruttó, valamint nettó GDP-arányos államadósság, a kamatteher kormányzati bevételhez vagy GDP-hez viszonyított mértéke tartoznak. A finomhangolást az adósság szerkezete mentén teszik meg az intézetek, ahol többek között a következő ismérveket vizsgálják: az államadósság devizaaránya, átlagos hátralévő futamideje, a nem rezidensek által birtokolt részarány vagy a bankszektor állampapír-kitettsége.

A harmadik kiemelt dimenzió az intézményi hatékonyság jellemzőit osztályozza. Erről a dimenzióról a külső sérülékenységhez, fiskális teherhez vagy a növekedési kilátáshoz képest talán valamivel kevesebb szó esik a gazdasági szaksajtóban. Az értékelés során azonban a többi dimenzióhoz mérten ugyanolyan súlyt képvisel, és a hitelminősítői lépések indoklásában is hangsúlyosan megjelenik. E dimenzió kisebb publicitásának az lehet az oka, hogy a többi faktorcsoporttal ellentétben nehezebben számszerűsíthető, inkább minőségi ismérvekkel írható le. A Moody's-nál és az S&P-nél a módszertani leírás alapján ez a dimenzió valamivel nagyobb súlyt képvisel, mint a Fitch esetében. A Moody's és a Fitch jól követhető módon bemutatja a figyelembe vett változókat, és mindkét intézet elsősorban a Világbank mutatószámaira<sup>6</sup> támaszkodik. Az S&P tartalmilag ugyanazokat az elemeket vizsgálja, azonban a másik két intézettel szemben mindezt házon belül előállított mutatókkal teszi.

Az utolsó, negyedik közös dimenzió a külső egyensúlyi folyamatokat ragadja meg. A kulcsváltozók között jellemzően a nettó külső adósság, a folyó fizetési mérleg és az FDI-egyenleg GDP-hez viszonyított aránya, valamint a bruttó külső finanszírozási

<sup>6</sup> World Bank Government Effectiveness Index, World Bank Rule of Law Index, World Bank Control of Corruption Index, World Bank Voice & Accountability Index

szükséglet található. Az S&P esetében ebben a dimenzióban jelenik meg az adott szuverén devizájának a nemzetközi tranzakciókban betöltött státusza. Ha egy szuverén devizája globális értelemben tartalékdevizának számít vagy aktívan kereskedett, akkor az pozitív tényezőnek számít.

Az S&P a másik két intézettel szemben a monetáris politika hatékonyságát, rugalmasságát, valamint intézményi jellemzőit külön dimenzióban értékeli, ami a másik négy dimenzióhoz hasonló súlyt képvisel. Az árfolyamrezsim tekintetében az S&P a rugalmas és/vagy aktívan kereskedett devizák esetében ad magas pontszámot. A monetáris politika hitelessége és hatékonysága dimenzió terén egyszerre több tényező alakítja a kiinduló pontszámot (intézményi függetlenség, világos monetáris politikai cél, eszköztár, árstabilitás, lender of last resort szerepkör betöltése). Mindemellett figyelembe veszik a pénzügyi közvetítő rendszer és a hitelpiac fejlettségét, a transzmissziós mechanizmus határfokát, a tőkekorlátozások esetleges jelenlétét, valamint a dollarizáció mértékét.

A három kiemelt hitelminősítő intézet honlapján elérhető módszertani ismertetők, valamint a hitelminősítések felülvizsgálatához kapcsolódó közleményekben szereplő pótlólagos információk alapján véleményünk szerint az S&P és a Moody's teljesíti leginkább a transzparencia<sup>7</sup> feltételeit, míg a Fitch kevésbé. A Fitch az aktuális módszertani leírásában pusztán egy felsorolást ad a figyelembe vett indikátorokról, azok súlyozásáról és kiértékeléséről azonban már nincs elérhető információ. Ennek hiányában viszont nem lehet becslést adni az indikatív sávra, így a továbbiakban a Moody's és az S&P módszertanának sajátosságait mutatjuk be, és a módszertan felhasználhatóságát is az utóbbi két hitelminősítő esetében elemezzük.

### **2.3. A Moody's módszertanának sajátosságai**

A Moody's esetében az egyes dimenziók alappontszámát meghatározó indikátorok mellett megtalálhatóak az értékelés alapját szolgáló abszolút skálák is, továbbá az indikátorok dimenzió belüli súlyozása is ismert. Ugyanakkor az egyes dimenziók alappontszámának a finomhangolásáért felelős mutatók egy részéhez vagy nem tartozik értékelési skála, vagy maga a megragadni kívánt faktor nincs kifejezve explicit módon egy konkrét mutatóval. Mindez már előrevetíti, hogy a pontozótábla alapján előálló indikatív besorolási sáv csak érdemi bizonytalanság mellett reprodukálható.

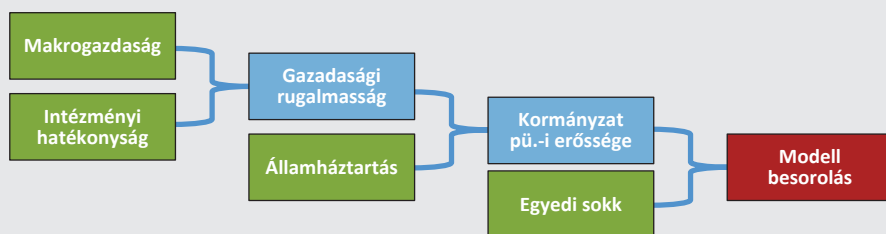
A Moody's első körben a makrogazdaság és az intézményi hatékonyság dimenziókat súlyozza egybe úgy, hogy a súlyozás szimmetrikus a két dimenzióra nézve. Ez alól egyedüli kivételt az jelent, ha valamelyik dimenzióban a szuverén a legerősebb vagy leggyengébb osztályozást kapja, mert akkor azt 2/3-ad súllyal veszi figyelembe

---

<sup>7</sup> A transzparencia szintjét a következő szempontok szerint vizsgáltuk: milyen mértékben vannak expliciten kifejtve a figyelembe vett indikátorok, elérhetőek-e az indikátorok értékeléséhez tartozó skálák, ismert-e az egyes területek súlyozása, milyen mértékben érhetőek el az egyes indikátorokra számított értékek, továbbá ad-e valamilyen indikációt a hitelminősítő az egyes dimenziók aktuális értékelésére.

a Moody's. Ezt követően a fenti két dimenzió összesúlyozásából előálló pontszámot az államháztartással veti össze a módszertan, ahol egy speciális mátrix adja a súlyozást. A makrogazdaság és intézményi hatékonyság együtteséből (gazdasági rugalmasság) származó pontszám súlyértéke a magas pontok esetében magas, a közepes teljesítménynél közepes, míg az alacsony pontértéknél szintén magas értéket vesz fel. Vagyis a nagyon erős, illetve nagyon gyenge makrogazdasági környezettel és intézményi hatékonysággal (gazdasági rugalmassággal) jellemezhető szuverén esetében az államháztartás dimenzióra kapott érték kevésbé releváns. Végül az így előálló pontértéket egy újabb súlymátrix mentén az egyedi sokk dimenzióval veti össze a módszertan, ahol az első három dimenzió (kormányzat pénzügyi erőssége) a domináns, a dominancia erőssége azonban a kormányzat pénzügyi erősségének pontértéke szerint csökkenő (Moody's Investor Service 2013).

**5. ábra**  
A Moody's módszertanában szereplő dimenziók aggregálásának sematikus ábrája



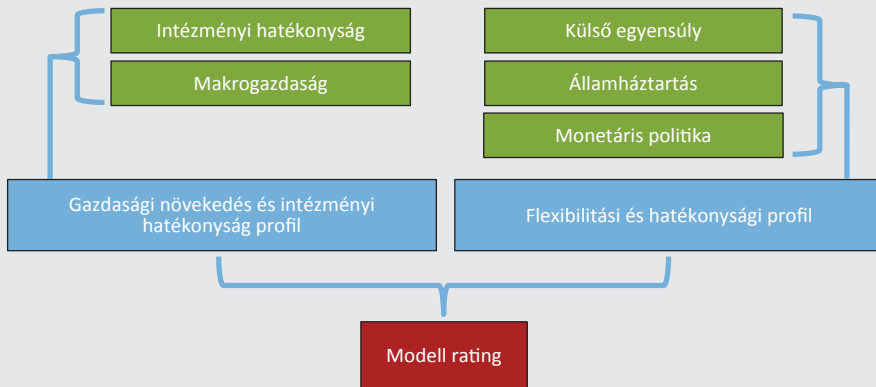
Forrás: Moody's Investor Service (2013)

A külső egyensúlyi folyamatok a Moody's esetében a másik két intézethez képest eltérő módon jelennek meg. A Moody's a legutolsó dimenzióban az egyedi sokkokra való érzékenységet vizsgálja, aminek csak része a külső sérülékenység alakulása, emellett a politikai kockázat, az államháztartás likviditási helyzete, valamint a bankrendszer sérülékenysége is megjelenik. Ennél a dimenziónál ráadásul a súlyozás is eltér a megszokottól, ugyanis itt a dimenzió pontszámát a leginkább kockázatosnak tartott terület adja.

#### 2.4. Az S&P módszertanának sajátosságai

Az S&P esetében valamivel egyszerűbb a súlyozás menete. Az első körben egyszerű számtani átlagot számol a módszertan, külön a makrogazdasági és intézményi hatékonyság dimenzióra, külön az államháztartás, a külső egyensúlyi folyamatok, valamint a monetáris politika együttesére, és a két átlagból, egy speciális súlymátrix alapján számít egy indikatív besorolást. Hozzá kell azonban tenni, hogy ezt az indikatív kategóriát további egyéb tényezők, mint például a referencia-országokkal való egybevetés, akár két kategóriával is módosíthatja (Standard & Poor's Rating Services 2013).

**6. ábra**  
Az S&P módszertanában szereplő dimenziók aggregálásának sematikus ábrája



Forrás: Standard & Poor's Rating Services (2013)

Az S&P publikált módszertana a vizsgált dimenziók esetében közel fele arányban tartalmaz explicit indikátorokat és hozzájuk tartozó skálákat, a többi esetben a figyelembe vett dimenzió leírása és az értékelési szempontok szerepelnek. A már említett intézményi hatékonyság dimenzió elemzése teljes egészében belsőleg előállított mutatók, illetve szakértői becslés alapján készül.

### 3. A módszertan felhasználhatóságának kérdései

A következőkben azt vizsgáljuk meg, hogy vajon a Moody's és az S&P módszertanának felhasználásával milyen mértékben lehet következtetni a tényleges hitelminősítésre. Érdekes már itt megjegyezni, hogy a módszertan alapján általunk számított besorolás és a tényleges közötti eltérést két tényezőre lehet visszavezetni. Egyrészt – ahogy a módszertani ismertető is felhívják rá a figyelmet – elképzelhető, hogy a ténylegesen fenntartott besorolás a hitelminősítők által számított sávon kívülre esik. Ezt a díjmentesen elérhető információk alapján nem tudjuk ellenőrizni. A másik bizonytalansági tényező a hitelminősítők által számított sáv reprodukálásából fakad, ami pedig a módszertan transzparenciájától és az elérhető adatoktól (a hitelminősítők által és az általunk használt statisztikák, adatok egyezőségének mértékétől) függ elsősorban. Azt, hogy milyen mértékben tudjuk magyarázni a modellek alapján a tényleges besorolást, a két bizonytalansági tényező együttes jelenléte magyarázza, amit a jelenlegi keretek között nem tudunk szétválasztani.

Mindkét hitelminősítő esetében az ismertetőkből meghatározott adatforrásokat használtuk, ahol az adatgyűjtés során igyekeztünk minél inkább a két intézet által közölt értékekre támaszkodni. A vizsgált országok köre a Moody's esetében az eu-



rópai uniós országokra terjed ki, míg az S&P esetében vizsgált minta földrajzilag jóval változatosabb. A modellszámítást 2014 végére végeztük el, miután ez volt az első olyan év, amikor már együttesen ismert volt mind a Moody's, mind pedig az S&P modellépítésre alkalmas módszertana. Miután a Moody's a hitelminősítési döntéseket kísérő közlemények során erősen korlátozott módon ad tájékoztatást az egyes változókra vonatkozó számításokról, ezért az előre jelzett értékeket is tartalmazó mutatók esetében az IMF becsléseire hagyatkoztunk. Ezzel szemben az S&P a közleményekben az összes kvantitatív típusú (ötből három) dimenzió alappontszámát meghatározó kulcsváltozóra ismerteti a számításait, így ott ezeket az értékeket vettük figyelembe. A két esetben eltérő országmintát az S&P által elérhetővé tett adatok széleskörűsége magyarázza.

A módszertani ismertetőik publikálásán túl mind az S&P, mind pedig a Moody's ad iránymutatást arról, hogyan látják az adott hitelminősítési lépésnél az egyes dimenziók értékelését. A transzparencia tekintetében összességében az S&P teljesít jobban, miután a kulcsváltozókra számított értékek mellett az intézet azt is közli, hogy az 5 vizsgált dimenzió pontszámát a hatos skálán melyik harmadba helyezi el. A Moody's az első két dimenzió összevonásából képzett dimenzióról közli, hogy melyik ötödbe helyezi el. A saját modellszámításokat így kétféleképpen végeztük el: a hitelminősítők dimenzióértékelésére vonatkozó információ felhasználása nélkül, illetve annak figyelembevételével. A második megközelítés tehát a hitelminősítők által számított sáv reprodukálásának a bizonytalanságát csökkenti.

### 3.1. A Moody's modelljének felhasználhatósága

A Moody's esetében az intézet által számított értékek hiányában az első megközelítés során kizárólag publikusan elérhető adatokkal dolgoztunk. A modell által számított indikatív besorolási sáv közepének és a hitelminősítő által fenntartott besorolásnak az eltérése azt mutatja, hogy csak igen nagy bizonytalanság mellett lehet következtetni a valós minősítésre. A 28 EU-s országból mindössze nyolcnak a valós minősítése került bele az általunk számított sávba. A második megközelítés során felhasználtuk azt az információt is, hogy hogyan értékelte az intézet az egyes országok esetében az első két dimenzió összesúlyozásából képzett dimenziót. A várakozásainknak megfelelően javultak a leíró statisztikák, és szimmetrikusabbá vált az eloszlás a tényleges besorolás körül, azonban a modell magyarázóereje még mindig igen gyengének mondható. Bár itt már 28 esetből 10 ország tényleges besorolása esett bele a számított sávközepbe, érdemes megjegyezni, hogy ebből még nem következik az, hogy rekonstruáltuk a Moody's által számított sávot, hiszen a sávközepek akár két notch-csal is eltérhetnek (ha azt feltételezzük, hogy a valós besorolást a Moody's a saját maga által számított sávon belül tartja). Meglátásunk szerint a modell gyenge magyarázóereje a következőkre vezethető vissza:

*i* A Moody's aktuálisan elérhető módszertana – ahogy már utaltunk rá – a dimenziók alappontszámát módosító faktorok esetében a súlyozásról, a skálákról nem

ad információt. Ez számításaink szerint elsősorban az eurózóna-magországek hitelminősítésének rekonstruálásánál okozhat problémát, mert a közlemények alapján arra lehet következtetni, hogy ott a gazdaság diverzifikációjának mértékét megragadó változó pozitív irányba módosíthatja a becsült sávot. Ezt alátámasztja az is, hogy az általunk számított sávközép az „Aaa” besorolással rendelkező ország esetében rendre 3–4 notch-csal alulmaradt a tényleges besorolással szemben.

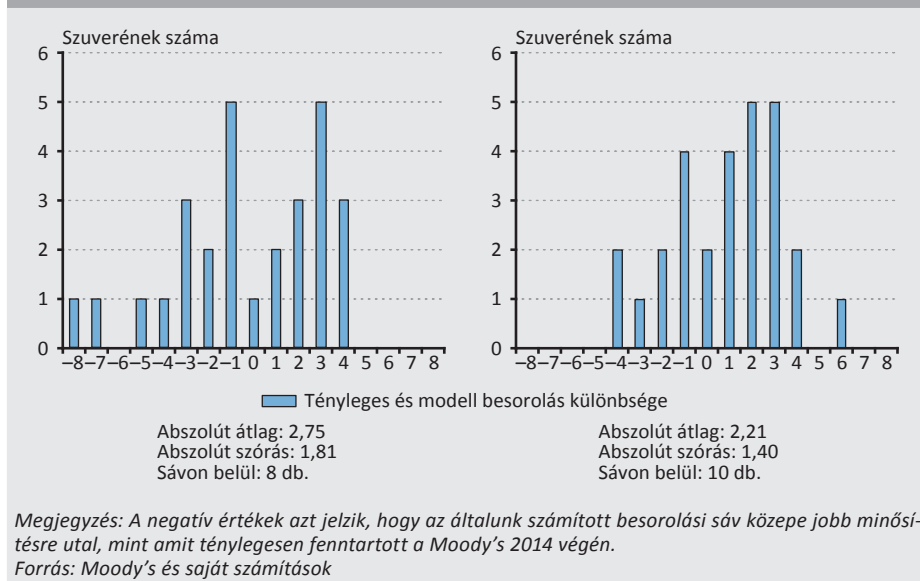
ii A módszertan skáláinak, súlyozásának kalibrálása a módosító tényezőkre vonatkozó problémákkal együtt azt eredményezi, hogy a modell kevésbé képes megragadni az eurózóna periféria-országainak besorolását. Az általunk kalkulált sávközép rendre érdemben magasabb hitelminősítésre utal ezeknél az országoknál. Itt azt sem lehet kizárni, hogy a Moody’s is magasabban elhelyezkedő sávot számol, vagyis az eurózóna adósságválságban leginkább érintett országainak a hitelminősítésénél az országspecifikus faktorok sávtól eltérítő szerepe releváns lehet.

iii Végezetül nem lehet eltekinteni attól sem, hogy az előre jelzett értékek esetében az IMF és a Moody’s vélhetően némileg eltérő pályával számol. Az érintett mutatók alacsony száma miatt ennek a szerepe lehet a legkisebb.

A modellrekonstrukciós eredmények tapasztalatának birtokában véleményünk szerint a Moody’s módszertanának magyarázó ereje a transzparencia jelenlegi fokán gyengének mondható. Bizonyos hitelminősítési lépések megértését ex post

**7. ábra**

**A Moody’s által 2014 végén ténylegesen fenntartott hitelminősítés eltérése a modellszámításból adódó besorolási sávközéptől a Moody’s dimenzióértékelése nélkül (bal panel), valamint a Moody’s dimenzióértékelésével (jobb panel)**



segítheti, de a besorolás szintjének meghatározására kevésbé tűnik alkalmasnak. Az azonban nincs kizárva, hogy a hitelminősítésekben bekövetkező változásokat már jobban megragadja a modell, ezt azonban releváns időbeli megfigyelések hiányában jelenleg nem lehet vizsgálni, ez egy későbbi kutatás témája lehet.

### 3.2. Az S&P modelljének felhasználhatósága

Az S&P esetében az első megközelítés során az egyes dimenziók értékelését a hitelminősítő által legfrissebben közzétett mutatók felhasználásával, valamint azt kiegészítve, nyilvánosan hozzáférhető, harmadik féltől származó adatokkal végeztük el. Így például a kvalitatív jellegű intézményi és politikai hatékonyság dimenziót (a Moody's módszertánához hasonlóan) a Világbank által publikált Worldwide Governance indikátorok és a Transparency International korrupciós indexének felhasználásával határoztuk meg. A monetáris politika dimenziószámításához pedig többek között inflációs és reálárfolyam-adatokat, valamint az IMF-árfolyamrendszer kategorizálását használtunk fel.

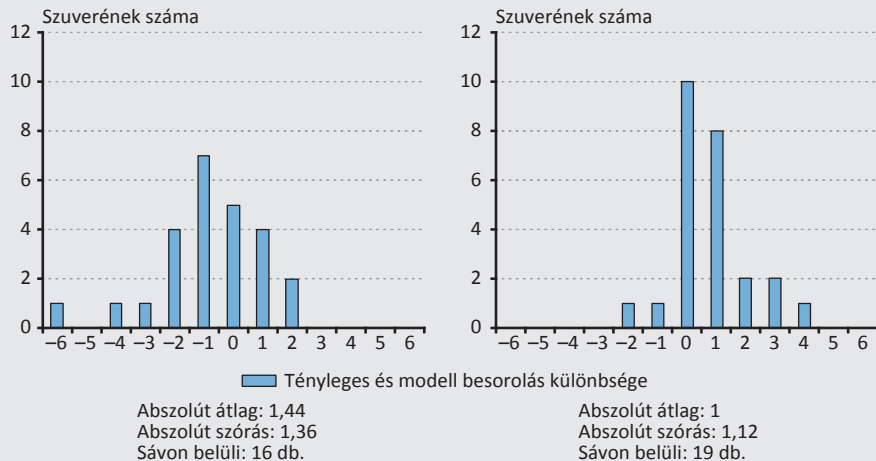
A második megközelítésnél már az S&P által elvégzett dimenzióértékelésekre vonatkozó információkat is felhasználtuk. A monetáris dimenziónál az S&P által megadott kétpontos sávnak az átlagos értékét vettük figyelembe, míg az intézményi és politikai hatékonyság dimenziónál a modellezés konzisztenciájának fenntartása érdekében következetesen a sáv kedvezőtlenebb értékét használtuk fel. Emellett a makrogazdasági, külső egyensúlyi és államháztartási dimenzióknál éltünk még egy változtatással. Azokban az esetekben, ahol az S&P által megadott kétpontos sáv nem tartalmazta az első megközelítés során számított pontszámot, az adott dimenziópontszámot az S&P által megadott sáv legközelebbi értékére módosítottuk.

A módszertan magyarázó ereje már az első megközelítés esetében is kedvezőnek tűnik. A vizsgált 25 szuverénből 16 esetben figyelhettük meg azt, hogy az S&P által 2014 végén fenntartott tényleges hitelminősítések beleestek az általunk számított 3 notch-os sávba. Ez arra enged következtetni, hogy már az S&P dimenzióértékelései nélkül is, a kulcsváltozókra megadott értékekkel, valamint a kvalitatív dimenziókat megragadó indikátorok felhasználásával is jó eredménnyel közelíthetjük a tényleges besorolást. Amennyiben a dimenzióértékelésekre vonatkozó információkat is felhasználjuk, úgy a számított sávba eső államok száma 19-re emelkedik, vagyis a magyarázóerő tovább javul. Az átlagos eltérés, valamint a szórás is a várakozásoknak megfelelően javult a második megközelítés során. Az első megközelítésnél megfigyelt eltérések eloszlása azt mutatja, hogy a modellszámítás inkább enyhén jobb besorolást jelez. A dimenzióértékelésekre megadott információk felhasználásánál ez az eltérés eltűnt, ami arra enged következtetni, hogy a módszertannal nehezen megfogható országspecifikus tényezők rosszabb hitelminősítés irányába mutatnak. Ez például a PIGS-országoknál vissza is köszönt.

Összességében tehát elmondható, hogy az S&P esetében a módszertan alapján felépített modell magyarázóereje kedvezőnek tekinthető, ami a hitelminősítési lépések rekonstruálásán túl arra is lehetőséget ad, hogy előretekintve is becsléseket lehessen megfogalmazni a várható besorolásról.

### 8. ábra

**Az S&P által 2014 végén ténylegesen fenntartott hitelminősítés eltérése a modellszámításból adódó besorolási sávközéptől az S&P dimenzióértékelése nélkül (bal panel), valamint az S&P dimenzióértékelésével (jobb panel)**



Megjegyzés: A negatív értékek azt jelzik, hogy az általunk számított besorolási sáv közepe jobb minősítésre utal, mint amit ténylegesen fenntartott az S&P 2014 végén

Forrás: S&P és saját számítások

### Esettanulmány

**Az S&P Magyarországgal kapcsolatos elmúlt három lépésének a rekonstruálása a módszertan alapján**

Az alábbiakban esettanulmány keretében kívánunk rávilágítani arra, mire is használhatóak fel azok az információk, amelyeket a transzparencia jelenlegi fokán az S&P megoszt a szuverén hitelminősítési folyamatairól, illetve a konkrét lépések háttéréről. Az S&P módszertana alapján a közleményekben megadott számok, illetve dimenzióértékelések felhasználásával

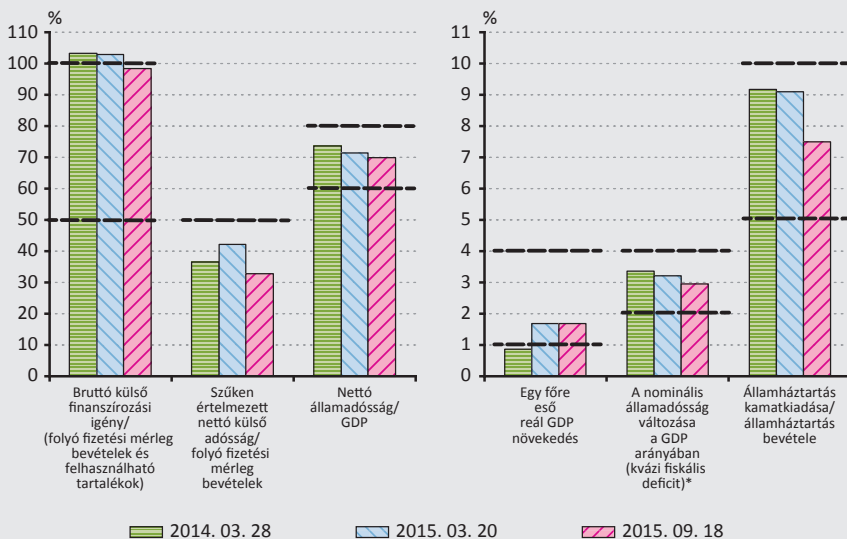
1. megmutatjuk, hogyan alakultak Magyarország esetében a kulcsváltozók az S&P számításai szerint az elmúlt másfél évben,
2. rekonstruáljuk, hogyan alakulhatott Magyarország értékelése az 5 dimenzió mentén és ennek eredményeként a modell által számított besorolási sáv,

3. végül becslést adunk arra, hogy milyen irányban változhat a modell alapján előálló indikatív hitelminősítés a 2016-os évben.

A bemutatott kulcsváltozók az öt közül a három leginkább számszerűsíthető dimenziót (makrogazdaság, államháztartás, külső egyensúly) ragadják meg. Az intézményi hatékonyság, valamint a monetáris politika értékelését az eredménymátrix során ismertetjük. Három dátumra végeztük el a számításokat, ami időrendben Magyarország „BB” minősítése mellé rendelt negatív kilátás stabilra javítása (2014. március 28.), „BB+” stabilra való felminősítése (2015. március 20.), valamint az utóbbi besorolás 2015. szeptember 18-i megerősítése.

**9. ábra**

**Az S&P módszertanában szereplő kulcsváltozók Magyarországra kalkulált értékei az elmúlt másfél évben**



Megjegyzés: A szaggatott vonalak a kulcsváltozók olyan értékhatárait mutatják, amelyeknek az átlépése az egyes dimenziók pontszámát módosíthatják. Az egy főre eső reál-GDP esetében a magasabb, a többi változó esetében az alacsony érték a kedvezőbb a hitelbesorolás szempontjából. A nominális államadósság GDP-arányos változását a fiskális deficit mellett egyéb tényezők, például a devizaárfolyam is befolyásolják. Forrás: S&P és saját számítások

- Az első, leginkább szembevetendő általános megállapítás a mutatók alakulásával kapcsolatban az, hogy mindegyik esetében számottevő javulást mutatott fel Magyarország az S&P szerint, ami nem csupán a tényadatok javulásának, hanem az intézet kedvezőbbé váló várakozásainak is betudható.

- Az is világosan látszik, hogy nem csupán a flow jellegű indikátorok terén következett be a javulás (például a költségvetési hiányban), hanem a benchmark országokéhoz mérten továbbra is magas állomány típusú mutatókban is (például a nettó államadósságban).
- Ezeket az eredményeket már részben érvényesítette az S&P 2015. március 20-án, amikor megtörtént az ország „BB” stabilról „BB+” stabilra történő felminősítése. Ugyanakkor az elmúlt másfél éves kedvező tendencia jelentős része a vizsgált időszak utolsó félévéhez köthető.
- A hat kulcsváltozó közül kettő is kritikus értékhatárt meghaladó módon javult. Az átlagos egy főre eső reál-GDP-növekedés 1 százalék fölé emelkedésének meghatározó szerepe volt a 2015. márciusi felminősítésben. A külső sérülékenységet megragadó mutató 100 százalék alá történő csökkenésének pedig előretétele van jelentősége.

Az egyes lépések rekonstrukciójához a kvalitatív jellegű dimenziók (intézményi hatékonyság és monetáris politika) értékelése mellett a teljes modellszámítás végigvezetése szükséges. Az intézményi hatékonyság értékeléséről tudjuk, hogy az elmúlt másfél évben mindvégig a középső harmadba helyezte az S&P, ami a dimenzió értékelése alapján véleményünk szerint inkább 4-es pontszámot vehetett és vesz fel a mai napig. A 2014. márciusi lépésnél a makrogazdasági dimenzió kezdeti pontszáma az egy főre eső GDP alapján 4-es volt. Ezt rontotta egy ponttal 5-ös értékre a válságot követő évek lassú kilábalása és a kevésbé robusztus növekedési kilátás következtében adódó 1 százalék alatti átlagos egy főre eső reál-GDP-növekedés. Így állt elő az 5-ös és a 4-es érték átlagaként a 4,5-es érték az intézményi és makrogazdasági profilra. A másik profil három dimenzió (külső egyensúly, fiskális és monetáris politika) értékelésének az átlagaként előálló értéke pedig a becslésünk szerint 3,6 pont lehetett. A két profil az eredménymátrix alapján a „BB” sávközepep jelölte ki, ami meg is egyezett az S&P által fenntartott 2014. márciusi besorolással.

A 2015 márciusában kalkulált átlagos egy főre eső reál-GDP-növekedés már 1,7 százalék lehetett, ami az érdemben kedvezőbbé vált növekedési kilátásnak volt köszönhető. Ez az érték már visszakerült az egy főre eső nominális GDP alapján számított kategóriánkhöz rendelt 1-4 százalékos növekedési sávba, vagyis a negatív módosító tényező érvényét veszítette. Éppen ezért az intézményi és makrogazdasági profil fél ponttal 4 pontra javult a korábbi 4,5-ről. A másik profil értékelése becslésünk szerint 3,37-re módosult, ami elsősorban a monetáris politikai dimenzió javulásának köszönhető (amit a közlemények alapján véleményünk szerint az váltott ki, hogy az S&P meglátása szerint a ház-

tartási devizahitelek forintosításának következtében a monetáris transzmisziós csatorna erősödött). Az eredménymátrix a „BB+” sávközepe jelölte ki 2015. márciusban, és erre a szintre minősítette fel Magyarországot az S&P.

**10. ábra**

**Az S&P módszertana és előrejelzései alapján Magyarország becsült indikatív besorolásának változása az elmúlt bő másfél évben és a további változása lehetséges iránya**

Külső egyensúlyi, fiskális és monetáris politikai profil	Intézményi és makrogazdasági profil											
	Kategória	1	1,5	2	2,5	3	3,5	4	4,5	5	5,5	6
1 – 1,7	aaa	aaa	aaa	aa+	aa	a+	a	a-	bbb+	N/A	N/A	
1,8 – 2,2	aaa	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb-	
2,3 – 2,7	aaa	aa+	aa	aa-	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb+	b+	
2,8 – 3,2	aa+	aa	aa-	a+	a-	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	
3,3 – 3,7	aa	aa-	a+	a	bbb+	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b	
3,8 – 4,2	aa-	a+	a	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b	
4,3 – 4,7	a	a-	bbb+	bbb	bb+	bb	bb-	b+	b	b-	b-	
4,8 – 5,2	N/A	bbb	bbb-	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-	
5,3 – 6	N/A	bb+	bb	bb-	b+	b	b	b-	b-	<=b-	<=b-	

*Forrás: Standard & Poor's Rating Services (2014a) és saját számítások*

A jövőbeli kilátások értékeléséhez az 2015. szeptemberi megerősítéskor közölt számokból érdemes kiindulni. A kulcsváltozók közül – ahogy már utaltunk rá – a külső sérülékenységet megragadó mutató értéke az értékelés szempontjából kritikusnak számító 100 százalék alá csökkent. Ez a javulás a külső egyensúlyi dimenzió pontszámát 2-re javíthatja (a korábbi 3-ról), ami pedig a másik két dimenzióval együtt számított profil pontszámát becsülésünk szerint 3,03-ra csökkentené. Ez pedig az eredménymátrix alapján azt jelentené, hogy az indikatív besorolási sávközep „BBB-”-ra emelkedne. Ez a folyamat véleményünk szerint azért nem játszódott le a 2015. szeptemberi felülvizsgálat során, mert a módszertan szerint a kategóriahatár közelében mért külső sérülékenységi mutató esetében mérlegelési lehetősége van az S&P-nek, hogy melyik kategória-pontszámot alkalmazza. Nagy valószínűséggel 2016-ban az aktuális évben is 100 százalék alatt lehet a mutató, ami már nagyobb nyomatókat ad a javuló trendnek, és így az intézet is jó eséllyel érvényesíti a jobb pontszámot, ami a fent leírt módon - minden más mutató változatlanága mellett - is elvezethet a „BBB-” indikatív sávhoz, és végső soron a felminősítéshez is.

## 4. Konklúzió

Az elmúlt években megindult szabályozói törekvéseknek köszönhetően a hitelminősítők egyre átláthatóvá teszik a hitelminősítési döntések folyamatait. Publikálják az elemzési keretet (módszertant), és a döntéseiket kísérő közlemények évről évre szélesebb körű képet nyújtanak arról, milyen szempontokat mérlegelnek, illetve milyen számításokat vesznek figyelembe az adott lépésnél. A módszertan általában véve lehetővé teszi, hogy az egyes döntések szöveges, illetve számokkal alátámasztott indoklását egységes keretben értelmezhessek a felhasználók. Eredményeink szerint a transzparencia jelenlegi szintje mellett a módszertan, valamint a közleményekben szereplő információk az S&P esetében teszik lehetővé az indikatív besorolási sáv becslését és végső soron az egyes lépések rekonstrukcióját. A Moody's esetében csak nagy bizonytalanság mellett lehet következtetni az indikatív besorolási sávra. A Fitch-nél a súlyozásra és a skálákra vonatkozó információk hiányában jelenleg a módszertan alapján nem lehet elvégezni a becslést.

Bár a Moody's esetében a ténylegesen megfigyelt hitelminősítések jellemzően nem estek bele a számított besorolási sávba, nincs kizárva, hogy a minősítések változását jobb eredménnyel képes magyarázni a jelenleg elérhető módszertan. Ehhez azonban nincs elegendő időbeli megfigyelés, ez tehát egy későbbi kutatás témája lehet. Ugyancsak vizsgálható még az S&P hitelminősítéseinek változása, ahol akár a sávon belüli mozgásra is becslést lehet adni. Ehhez az elemzési keret továbbfejlesztése szükséges, ahol a továbblépési irányt a kilátások (outlook) felhasználása, valamint a közlemények szöveges elemzése jelölheti ki.

## Felhasznált irodalom

Bábosik Mária (2014): *Tovább szigorodik a hitelminősítők szabályozása*. MNB, 2014. július 7., Letöltés ideje: 2015. október 1.

Biedermann Zsuzsánna – Orosz Ágnes (2015): *Eltérő irányú pénzügyi szabályozások a válság után? Az EU és az Egyesült Államok válaszainak összevetése*. Hitelintézeti Szemle 14. évf. 1. szám, 2015. március, pp. 30–56.

European Council (2009): *Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on credit rating agencies*. Official Journal of the European Union, Vol. 52., November, pp. 1–31., [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L\\_.2009.302.01.0001.01.ENG](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2009.302.01.0001.01.ENG). Letöltés ideje: 2015. október 1.

European Council (2011): *Regulation (EU) No 513/2011 of the European Parliament and of the Council of 11 May 2011 amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies*. Official Journal of the European Union, Vol. 54., May, pp. 30–56., <http://eur->



- lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=OJ:L:2011:145:FULL&from=HU. Letöltés ideje: 2015. október 1.
- European Council (2013): *Regulation (EU) No 462/2013 of the European Parliament and of the Council of 21 May 2013 amending Regulation (EC) No 1060/2009 on credit rating agencies*. Official Journal of the European Union, Vol. 56., May, pp. 1–33., [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L\\_.2013.146.01.0001.01.ENG](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2013.146.01.0001.01.ENG). Letöltés ideje: 2015. október 1.
- Fennel D. – Medvedev A. (2011): *An economic analysis of credit rating agency business models and ratings accuracy*. Financial Services Authority Occasional Paper Series, No. 41., November, pp. 1–38., <http://www.fsa.gov.uk/pubs/occpapers/op41.pdf>. Letöltés ideje: 2015. október 1.
- Fimalac (2015): *Presentation September 10, 2015*. [http://www.fimalac.com/items/files/95c-24c53a536cdc3035191bb745f2e25\\_SLIDE-FIMALAC-presentation-10-septembre-2015-VA.pdf](http://www.fimalac.com/items/files/95c-24c53a536cdc3035191bb745f2e25_SLIDE-FIMALAC-presentation-10-septembre-2015-VA.pdf). Letöltés ideje: 2015. október 5.
- FitchRatings (2014): *Sovereign Rating Criteria. Master Criteria*. [https://www.fitchratings.com/creditdesk/reports/report\\_frame\\_render.cfm?rpt\\_id=754428](https://www.fitchratings.com/creditdesk/reports/report_frame_render.cfm?rpt_id=754428). Letöltés ideje: 2015. október 1.
- IMF (2010): *Global Financial Stability Report. Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity*. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/02/pdf/text.pdf>. Letöltés ideje: 2015. október 1.
- Kiff, J. – Nowak, S. – Schumacher, L. (2012): *Are Rating Agencies Powerful? An Investigation into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings*. IMF Working Paper, No. 12/23., pp. 1–34., <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1223.pdf>. Letöltés ideje: 2015. október 1.
- Kiff, J. (2013): *Sovereign credit ratings: help or hindrance?* BIS Papers, No. 72., July, pp. 34–38. <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap72h.pdf>. Letöltés ideje: 2015. október 1.
- Mattarocci, G. (2014): *The Independence of Credit Rating Agencies. How Business Models and Regulators Interact*. Elsevier Inc., Oxford.
- McGraw Hill Financial (2015): *2015 Investor Fact Book*. <http://investor.mhfi.com/phoenix.zhtml?c=96562&p=irol-investorfactbook>. Letöltés ideje: 2015. október 2.
- Moody's Investor Service (2013): *Rating Methodology. Sovereign Bond Ratings*. [https://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC\\_157547](https://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_157547). Letöltés ideje: 2015. október 1.

Moody's Investor Service (2014): *Sovereign Default and Recovery Rates, 1983-2013*. [https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC\\_166650](https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_166650). Letöltés ideje: 2015. október 5.

Moody's Investor Service (2015a): *2014 Annual Report*. <http://ir.moodys.com/Cache/1500069041.PDF?Y=&O=PDF&D=&fid=1500069041&T=&iid=108462>. Letöltés ideje: 2015. október 2.

Moody's Investor Service (2015b): *Rating Symbols and Definitions*. <https://www.moodys.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/MoodyRatingsSymbolsand%20Definitions.pdf>. Letöltés ideje: 2015. október 5.

Pennartz, J. – Snoeij, P. J. (2012): *Sovereign credit ratings. An assessment of sovereign ratings provided by Moody's, S&P and Fitch*. Rabobank Working Paper Series, No. 12/2, July, pp. 1–38. [https://economics.rabobank.com/PageFiles/536/WP1202JSN\\_Assessment\\_of\\_sovereign\\_credit\\_ratings.pdf](https://economics.rabobank.com/PageFiles/536/WP1202JSN_Assessment_of_sovereign_credit_ratings.pdf). Letöltés ideje: 2015. október 1.

Standard & Poor's Rating Services (2013): *Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions*. [https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1150958&SctArtId=164326&from=CM&nsl\\_code=LIME&sourceObjectId=8043981&sourceRevId=1&fee\\_ind=N&exp\\_date=20230625-15:42:28](https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1150958&SctArtId=164326&from=CM&nsl_code=LIME&sourceObjectId=8043981&sourceRevId=1&fee_ind=N&exp_date=20230625-15:42:28). Letöltés ideje: 2015. október 5.

Standard & Poor's Rating Services (2014a): *Sovereign Rating Methodology*. [https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1377165&SctArtId=288448&from=CM&nsl\\_code=LIME&sourceObjectId=8950072&sourceRevId=2&fee\\_ind=N&exp\\_date=20241223-20:52:02](https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1377165&SctArtId=288448&from=CM&nsl_code=LIME&sourceObjectId=8950072&sourceRevId=2&fee_ind=N&exp_date=20241223-20:52:02). Letöltés ideje: 2015. október 5.

Standard & Poor's Rating Services (2014b): *Sovereign Defaults And Rating Transition Data, 2013 Update*. [https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1299434&SctArtId=230465&from=CM&nsl\\_code=LIME&sourceObjectId=8567722&sourceRevId=1&fee\\_ind=N&exp\\_date=20240420-22:51:32](https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1299434&SctArtId=230465&from=CM&nsl_code=LIME&sourceObjectId=8567722&sourceRevId=1&fee_ind=N&exp_date=20240420-22:51:32). Letöltés ideje: 2015. október 5.

Standard & Poor's Rating Services (2015): *2014 Annual Sovereign Default Study And Rating Transitions*. [https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1399177&SctArtId=316469&from=CM&nsl\\_code=LIME&sourceObjectId=9160087&sourceRevId=2&fee\\_ind=N&exp\\_date=20250518-21:01:28](https://www.globalcreditportal.com/ratingsdirect/renderArticle.do?articleId=1399177&SctArtId=316469&from=CM&nsl_code=LIME&sourceObjectId=9160087&sourceRevId=2&fee_ind=N&exp_date=20250518-21:01:28). Letöltés ideje: 2015. október 5.

# A piaci kockázat számszerűsítésének változása a Bázel III szabályozásban

Bugár Gyöngyi – Rattig Anita

*A tanulmány áttekinti a 2007-es válság hatására a Bázel III szabályozásban tervezett változtatásokat a kereskedési könyvben szereplő pozíciók kockázatának mérésében. A szerzők becslést végeznek a piaci kockázatra képzett szabályozói tőkekövetelmény nagyságának megállapításához. Kitérnek a tervezett új kockázati mérték, a várható többletveszteség (ES) alkalmazásához kötődő problémákra, valamint a kialakított modell tesztelésének nehézségeire.*

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** D81, G21, G28

**Kulcsszavak:** piaci kockázat, bázei szabályozás, kockázatosított érték (VaR), várható többletveszteség (ES)

## 1. Bevezetés és a kockázatosított érték meghatározása

A piaci kockázat az árfolyam- és kamatmozgásokból eredő veszteségek lehetőségét testesíti meg. A kockázatosított érték ez a típusa a befektetési tevékenységhez kötődik, így a bankok kereskedési könyvében szereplő pozíciókat érinti. A Bázel II szabályozás a piaci kockázatosított érték fedezésére szolgáló tőkekövetelmény meghatározásának alapjaként a kockázatosított értéket (Value at Risk, VaR) írta elő a bankok számára. A VaR népszerűségének hátterében bizonyára az állt, hogy a kockázatosított értéket közvetlenül a veszteségen keresztül ragadja meg.

A VaR egy adott megbízhatósági szinthez ( $\alpha$ ) és időperiódushoz tartozó legnagyobb veszteséget mutatja. Ha ismert a veszteségek ( $L$ ) eloszlása, akkor adott  $\alpha$  konfidencia szinthez tartozóan a VaR a veszteségek eloszlás  $\alpha$  kvantilise (Dowd-Blake 2006), azaz:

$$P(L \leq VaR_\alpha) = F(VaR_\alpha) = \alpha. \quad (1)$$

A fenti összefüggésben  $P$  a zárójelben szereplő esemény bekövetkezésének valószínűségét,  $F$  pedig a kapcsolódó veszteség-eloszlás függvényét jelenti. Amennyiben 95%-os a megbízhatósági szint, és a kockázatosított érték időtartama egy nap, valamint az így kalkulált VaR értéke 200 millió Ft, akkor a következő 100 napból várhatóan

---

Bugár Gyöngyi a Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Karának egyetemi docense.

E-mail: [bugar@ktk.pte.hu](mailto:bugar@ktk.pte.hu).

Rattig Anita a Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Karának PhD-hallgatója.

E-mail: [rattiga@ktk.pte.hu](mailto:rattiga@ktk.pte.hu).

95 napon legfeljebb 200 millió Ft veszteséget szenvedhetünk el. A 100 nap közül azonban várhatóan lesz öt nap, amikor a veszteségeink meghaladják a 200 millió Ft-ot. Semmilyen információval nem rendelkezünk azonban e veszteségek tényleges – akár szélsőségesen magas – mértékéről, amely a VaR egyik legfőbb hátrányának tekinthető.

Optimális kockázati mutató hiányában az 1990-es évek végén a tudományos kutatások fő irányává a kockázati mértékektől elvárható tulajdonságok matematikailag precíz meghatározása vált. Az ennek következményeként kialakult axiómarendszerek közül az egyik legismertebb és a szakirodalomban leginkább elfogadott az *Artzner és szerzőtársai (1999)* által megfogalmazott, koherens kockázati mértékek tulajdonságait megadó követelményrendszer. A translációs invariancia, szubadditivitási, pozitív homogenitási és monotonitási kockázati axiómák rendszere a szakirodalomban a szerzők nevének kezdőbetűi - Artzner, Delbaen, Eber, Heath - után ADEH néven vált ismertté. E kritériumok segítségével sikerült rámutatni a VaR másik említésre méltó hiányosságára, nevezetesen arra, hogy megsérti a szubadditivitási alapelvet. Ez azt jelenti, hogy a VaR-ral történő kockázatomérés esetén egy portfólió kockázata nagyobbak adódhat, mint az egyes alkotóelemek kockázatainak összege. Kockázatkezelési szempontból a VaR-modellek hátrányának tekinthető emellett, hogy nem-konvex optimalizálási feladatokat is eredményezhetnek, amelyek technikailag nehezen kezelhetők (*Ágoston 2012*).

A VaR hiányosságainak kiküszöbölésére a várható többletveszteség (Expected Shortfall, ES) kínál megoldást, amely a koherens kockázati mértékek közé tartozik.

## 2. A várható többletveszteség meghatározása, tulajdonságai

A várható többletveszteség (ES) adott megbízhatósági szinthez ( $\alpha$ ) és időperiódushoz tartozóan a VaR-t meghaladó veszteségek várható értékét (súlyozott átlagát) fejezi ki:

$$ES_{\alpha} = E[L | L > VaR_{\alpha}] \quad (2)$$

Ha a veszteségek eloszlása folytonos, akkor meghatározása az alábbi módon (*Embrechts 2014*) lehetséges:

$$ES_{\alpha} = \frac{1}{1-\alpha} \int VaR_x dx \quad (3)$$

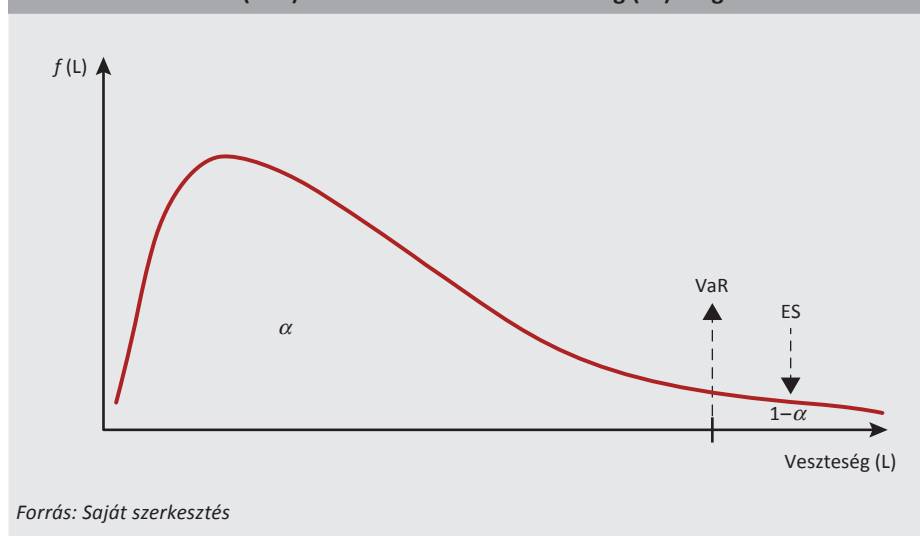
A gyakorlatban előforduló véges,  $n$  veszteség-adatot ( $L_i$ ) tartalmazó minta (azaz diszkrét valószínűség-eloszlás) esetén kiszámítása a következőképpen történik:

$$ES_{\alpha} = \frac{1}{1-\alpha} \sum_{i=k}^n L_i \cdot p_i \quad (4)$$

A fenti összegzést kizárólag a VaR-t meghaladó veszteségekre  $L_i > VaR_\alpha$  kell elvégezni. Ehhez a veszteségeket növekvő sorrendbe kell rendezni, és az összegzést a VaR értékét elsőként túllépő (a (4) formula értelmében a  $k$ -adik) veszteségértékkel kell kezdeni.

Az előző példához visszatérve tegyük fel, hogy mindössze három olyan veszteségérték van, amely meghaladja a 200 millió Ft-os VaR-értéket. Legyen ezek nagysága rendre 250, 350 és 380 millió Ft, bekövetkezési valószínűségük pedig 1%, 2% és 2%. A várható többletveszteség (ES) értéke a (4) összefüggés alapján 342 millió Ft, ami lényegesen meghaladja a VaR értékét. Nyilvánvalóan a gyakorlatban ennél szélsőségesebb veszteségek is előfordulhatnak, amelyeket a VaR nem képes megragadni. A VaR és az ES kapcsolatát az 1. ábrán szereplő sűrűségfüggvény szemlélteti. A görbe alatti, VaR értékéig terjedő terület nagysága a megbízhatósági szinttel egyezik meg. Az ES meghatározásának alapját az  $1-\alpha$ -val jelölt tartományba eső veszteségek képezik.

**1. ábra**  
A kockázatotott érték (VaR) és a várható többletveszteség (ES) meghatározása



Értelmezéséből adódóan az ES-sel becsült kockázat mindig magasabbnak mutatkozik a VaR-ral becsült értéknél. Ha szabályozási szempontból vizsgáljuk a kérdést, a tőkekövetelmény nagyságát az ES-re alapozva magasabb értéket kapunk, mint a VaR esetében. Természetesen egyik banknak sem áll érdekében, hogy a megköveteltnél magasabb szabályozói tőkekövetelményt képezzen. A szükségesnél alacsonyabb szint ugyanakkor a pénzügyi rendszer biztonságát veszélyezteti, azaz rendszerkockázatot teremt. A szabályozók felelőssége a hosszabb és a rövidebb távú érdekek közötti összhang elérése és fenntartása.

Az ES elméletileg megoldja a VaR hiányosságait, de újakat is felvet. Fontos hangsúlyozni, hogy amikor a kockázat számszerűsítéséről beszélünk, ezen valójában mindig becslést értünk a szó statisztikai értelmében. Mind a VaR, mind az ES meghatározásához a vizsgált portfólió jövőbeli veszteséeloszlásának becslésére van szükség. A veszteséeloszlás előrejelzése történhet múltbeli, historikus adatokra támaszkodva és Monte Carlo-szimulációval. Míg az előbbi a portfólió jövőbeli kockázatának értékelését a múltban realizált veszteségekre alapozza, addig Monte Carlo-szimulációval bármilyen „előrevetített” jövőbeli állapot modellezhető.

Bárhogy is állítjuk elő a veszteséeloszlás-függvényt, az ES becslése az említett függvény nagy veszteségek tartományába eső szélének a „feltérképezését” kívánja. Ezek az ún. extrém veszteségek ugyan kis valószínűséggel fordulnak elő, de amint azt a legutóbbi válság is bizonyította, bekövetkezésük hatalmas problémákat okozhat. Az extrém veszteségek kielégítő becslése nagyszámú becslött veszteségérték előállítását igényli. Tételizzük fel, hogy a jövőbeli veszteség lehetséges értékeire és ezek bekövetkezési valószínűségeire vonatkozóan 1000 adatból álló minta áll rendelkezésünkre. Amennyiben az ES nagyságát 95 (99) százalékos megbízhatósággal kívánjuk becsülni, akkor az eloszlás szélén mindössze az adatok 5 (1) százalékával számolhatunk, azaz az ES értékét 50 (10) adatból kell meghatározni. Köztudott, hogy a kis mintára alapozott becslés eredményei megkérdőjelezhetőek. Az alacsony mintaelemszám szinte elkerülhetetlenné teszi a szimuláció alkalmazását a modellezésben, amit tovább nehezít, hogy az eloszlás típusát specifikálni szükséges. Ennek folyamata rendszerint önkényesen megválasztott paramétereket és szubjektív elemeket tartalmaz.

Megállapítható tehát, hogy az ES becslésének pontosságában nagy szerepet játszik az eloszlásfüggvény szélének modellezése. Nem megfelelő modell használata esetén az ES alkalmazása félrevezető lehet, hiszen a VaR-nál jóval érzékenyebb a becslési hibákra (Sarykalin et al. 2008). Adott konfidenciaszinten a VaR-becslések általában stabilabbak, mint az ES-becslések. Az eltérés a vastagszélű eloszlások esetén a legjelentősebb és elhanyagolható a normálhoz közeli eloszlás esetén. A mintaméret növelése Yamai és Yoshiba (2002) szerint fokozza az ES becslésének pontosságát. A kellően nagy mintaelemszámot azonban múltbeli adatokra épülő becslésnél általában nem tudjuk biztosítani. A VaR és az ES kockázati mérőszámok legfontosabb sajátosságait az 1. táblázat foglalja össze.

1. táblázat		
A VaR és az ES kockázati mutatók összehasonlítása		
Szempont	VaR	ES
A mutató jellege	Veszteség alapú, abszolút kockázati mérőszám.	
Meghatározása	Adott megbízhatósági szinthez és időperiódushoz tartozó legnagyobb veszteség.	
		VaR-t meghaladó veszteségek várható értéke.
ADEH axiómarendszernek történő megfelelés	Nem koherens	Koherens
Extrém veszteségek kezelésének módja	Nem veszi figyelembe a VaR értéket meghaladó veszteségeket.	A VaR-nál nagyobb veszteségeken alapul.
Portfóliókra történő alkalmazás	Megsértheti	Nem sérti meg
	a diversifikációs alapelvet: egy portfólió VaR-ral / ES-sel mért kockázata	
	magasabb lehet	nem lehet magasabb
	mint összetevői kockázatának összege.	
Forrás: Saját szerkesztés		

### 3. A VaR tarthatatlansága a bázeli szabályozásban

Már a 2000-es évek elejétől kezdődően megfogalmazták a kutatók és a kockázati szakértők a VaR megbízható kockázati mutatóként történő alkalmazásával kapcsolatos kétségeiket. Számos tanulmány rámutatott a VaR problémáira, sőt mi több, a Journal of Banking and Finance folyóirat 2002-ben külön kötetet szánt a kockázatkezelés területén fellelhető statisztikai és mérési problémáknak. Szegő (2002) a kiadvány szerkesztői előszavának a „Soha többé VaR (ez nem sajtóhiba)” provokatív címet adta.

A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) a Bázeli II szabályozási keretrendszerrel kapcsolatos tapasztalatok birtokában folyamatos erőfeszítéseket tett az eredeti ajánlások felülvizsgálatára. E törekvés eredményeként számos módosításra sor került a piaci kockázat mérésével kapcsolatban. Ezek közül a legfontosabb, hogy a VaR számítását stressz-tesztekkel kell kiegészíteni (BCBS 2006).<sup>1</sup> Ezek azonban még mindig nem a VaR-módszertan gyökeres felülvizsgálatát jelentették.

A stressz-tesztek olyan módszereket foglalnak magukba, melyek a banki portfólió szélsőséges körülmények közötti értékváltozását vizsgálják. Két alapvető típusukat az érzékenységvizsgálat és a szcenárióanalízis képezik. Ezek közül a nagybankok számá-

<sup>1</sup> Ez a dokumentum a 2004-ben nyilvánosságra hozott Bázeli II ajánlások átfogó, felülvizsgált változata.

ra mindkettő, míg a kisbankok számára csak az első elkészítése kötelező. Érzékenységvizsgálat esetén egy kiválasztott tényező változása által előidézett hatás elemzése történik a többi tényezőt változtatlanul hagyva. A scenárióanalízis keretében pedig múltbeli (historikus) vagy feltételezett jövőbeli (hipotetikus) adatsorokra alapozva vizsgálják a banki portfólió értékében egy nem várt helyzet hatására bekövetkezett változást (*Madar 2010*).

Az új Bazel II keretrendszerben megjelenő – a kereskedési könyvet érintő módosítások – gyakorlati adaptálásával számos tanulmány foglalkozik, többek között *Kane (2006)*, *Dardac és Grigore (2011)*, *Alexander et al. (2012)*, *Rossignolo et al. (2013)*.

Az említett tanulmányok szerzői egyetértenek abban, hogy a kockázatosított értéken alapuló szabályozói tőkekövetelmény meghatározás a szükségesnél alacsonyabb tőkeszükségletet eredményez. Ez nem nyújt megfelelő védelmet a nem várt veszteségekkel szemben. Mindez megerősítette, hogy a bázeli szabályozásban a VaR-alapú kockázatomérésről – annak „toldozgatása-foldozgatása” helyett – más kockázati mértékre szükséges áthelyezni a piaci kockázat becslésének alapját.

*Lucas (2001)* és *Kane (2006)* tanulmányai igazolták, hogy a szabályozásban meglévő rések miatt – különösen a szabályozói tőkekövetelmény szintjét saját, belső modellek alapján becsülő bankok – hajlamosak arra, hogy szándékosan a valósnál alacsonyabb VaR-alapú tőkekövetelményt jelentsenek be a szabályozó hatóságnak. Mindezt azért tudják megtenni, mert a felügyelő hatóságok által előírt visszatesztelési, ún. backtesting eljárások nem megfelelőek a „rossz” modellek kiszűrésére. Ezen eljárások célja, hogy értékeljék a modellek teljesítményét, vagyis azt, hogy adott modell felhasználásából eredő kockázat az elfogadható szint alatt marad-e (*BCBS 1996*).

A modellek megbízhatóságának értékelési nehézségei mellett *Lucas (2001)* rámutatott, hogy amennyiben egyértelműen bizonyított is a VaR szándékos alábecslése, a bázeli szabályozás által jellemzően alkalmazott szankciók akkor sem bizonyulnak elegendően súlyosnak ahhoz, hogy visszatartsák a bankokat a VaR szándékos alábecslésétől.

## **4. Tervezett változtatások a piaci kockázat mérésének bázeli szabályozásában**

### **4.1. A mérőszámváltás előzményei**

A továbbiakban a bázeli szabályozásban – a 2007-es válság hatására – tervezett változtatásokat tekintjük át. A tanulmány céljának megfelelően figyelmünk középpontjában a kereskedési könyvhöz kapcsolódó piaci kockázati tőkekövetelmény meghatározása áll. Az új szabályozáshoz vezető út fontosabb mérföldköveit a 2. táblázatban foglaljuk össze.



<b>2. táblázat</b>		
<b>A piaci kockázathoz kapcsolódó bázeli szabályozás fontosabb mérföldkövei</b>		
	<b>Megjelenés éve</b>	<b>Dokumentum angol/magyar elnevezése</b>
Bázeli I	1988	International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards
		Tőkefelmérés és tőkeszabványok nemzetközi konvergenciája
Bázeli I módosítás	1993	The Supervisory Treatment of Market Risks
		A piaci kockázat felügyelet általi kezelése
Bázeli I módosítás	1995	An Internal Model-Based Approach to Market Risk Capital Requirements
		A piaci kockázati tőkekövetelmény belső modell-alapú megközelítése
Bázeli II	2004	International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework
		Tőkefelmérés és tőkeszabványok nemzetközi konvergenciája: felülvizsgált keretrendszer
Bázeli II módosítás	2006	International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework – Comprehensive Version
		Tőkefelmérés és tőkeszabványok nemzetközi konvergenciája: felülvizsgált keretrendszer – átfogó változat
Bázeli II módosítás	2009	Revisions to the Basel II market risk framework
		A Bázeli II piaci kockázati keretrendszer felülvizsgálata
Bázeli III	2010	Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems
		Bázeli III: Globális szabályozási keretrendszer az ellenállóbb bankok és bankrendszerek érdekében
Bázeli III vitaanyag	2012	Fundamental review of the trading book – Consultative document
		A kereskedési könyv alapvető felülvizsgálata – vitaanyag
Bázeli III vitaanyag	2013	Fundamental review of the trading book: A revised market risk framework – Consultative document
		A kereskedési könyv alapvető felülvizsgálata: Az átdolgozott piaci kockázati keretrendszer – vitaanyag
Bázeli III vitaanyag	2014	Fundamental review of the trading book: Outstanding issues – Consultative document
		A kereskedési könyv alapvető felülvizsgálata: kiemelt kérdések – vitaanyag

*Megjegyzés: Összeállítva a BCBS honlapja alapján*  
*Forrás: Saját szerkesztés a BCBS honlapja alapján*

A 2. táblázatban felsoroltuk a piaci kockázat szabályozásának szempontjából mérvado dokumentumok nyilvánosságra hozatalának idejét és címét. A továbbiakban az új Bázeli III-szabályozás szempontjából fontos elemekkel foglalkozunk.

A Bázeli Bizottság – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság hatására – 2009 júliusában elismerte ugyan a Bázeli II ajánlásokban a piaci kockázat mérésére javasolt mo-

dellek felülvizsgálatának szükségességét, kockázati mérőszámként azonban továbbra is a VaR-t javasolta (BCBS 2009b). A Bázeli II-ajánlások felülvizsgálatának igénye 2010-ben Bázeli III néven fogalmazódott meg (BCBS 2010). Nout Wellink (2011), a Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság elnöke a Bázeli III bevezetésével kapcsolatban felvetette a VaR alkalmazására épülő módszertan esetleges felülvizsgálatának szükségességét.

Az előzőekhez képest nagy áttörést jelentenek a kereskedési könyvhöz kapcsolódó, a 2012-es vitaanyagban szereplő, tervezett – jövőbeni – módosítások: „A feltételes kockázatosított értéknek (VaR) a szabályozói tőkekövetelmény megállapítására történő felhasználásával kapcsolatban számos probléma azonosítható, beleértve az extrém mértékű veszteségek kockázatának kimutatására való alkalmatlanságát. Emiatt a Bizottság alternatív kockázati mértékként a várható többletveszteség (ES) bevezetését tervezi” (BCBS 2012:3). A többéves késlekedés magyarázatául szolgálhat, hogy az áttérés szükségességének felismerése mellett a változtatások implementálásával kapcsolatban komoly nehézségek adódnak. Ilyen például az ES-modell teljesítményének tesztelése és ezen keresztül a modellkockázat korlátok között tartása, ami várhatóan sok kihívást jelent a jövőben a szakértőként felkért matematikusok és statisztikusok számára (BCBS 2012; Embrechts et al. 2014).

Az ES bevezetésével kapcsolatos kételyek ellenére a Bázeli Bizottság optimistán tekint a jövőre, amelyet a 2012-es vitaanyagban szereplő kijelentés is igazol: „A Bizottság tisztában van azzal, hogy az ES-re, mint kockázati mértékre történő áttérés számos operatív kihívást tartogat. Mindazonáltal bízunk abban, hogy e nehézségeket ellensúlyozzák a VaR-nak – az extrém veszteségekkel kapcsolatos kockázatot jobban megragadó – kockázati mértékkel történő felváltásából származó előnyök” (BCBS 2012:3).

#### **4.2. A mérőszámváltást tárgyaló vitaanyagok és a tervezett ajánlások fontosabb elemei**

A 2013-as vitaanyag (BCBS 2013) már részletesen tárgyalja az újonnan bevezetendő, ES kockázati mérték alkalmazásának technikai paramétereit. A korábban a VaR kiszámításához alkalmazott 99%-os megbízhatósági szint helyett az ES becslése során 97,5%-os konfidenciaszintet javasol a tervezet. Igazolták, hogy bizonyos eloszlástípusok esetén az ES még mindig megbízhatóbb eredményeket ad a 97,5%-os, mint a VaR a 99%-os megbízhatósági szinten. Vastagszélű eloszlások esetén az ES használata konzervatívabb eredményeket ad, és ezáltal magasabb szabályozói tőkekövetelményt ír elő. Vékonyszélű, illetve normálisához közeli eloszlások esetén megközelítőleg ekvivalens eredményeket szolgáltat (Embrechts 2014).

A Bázeli Bizottság határozottan állást foglalt amellett, hogy az ES kockázati mérőszám bevezetése úgynevezett stressz-alapú módszertannak megfelelően történjen. Ennek célja annak biztosítása, hogy a szabályozói tőkekövetelmény ne csak normál piaci körülmények esetén, hanem rendkívüli események (például válság, nagy árín-

gadozások) bekövetkezésekor is elegendőnek bizonyuljon a veszteséges pozíciók fedezésére. A stressz-időszak korrekt meghatározása újabb kihívást von maga után a befektetési portfólióban szereplő, eltérő likviditási jellegzetességekkel bíró termékek esetében. A stressz-módszertan alkalmazására vonatkozó elvárás összhangban áll *Embrechts és szerzőtársai (1999)* korábbi megállapításaival és fejlett nagybankok kockázatkezelési gyakorlatával, melyben a lehetséges veszteségek három típusát különböztetik el: a várható, nem várt és a stressz-veszteségeket. Míg a normál üzletmenet részeként felmerülő első két veszteségtípusra a hagyományos kockázatkezelési rendszerek fel voltak készülve, addig az utóbbi, kis valószínűséggel bekövetkező, rendkívüli körülmények közötti extrém veszteségek a bankrendszer számos tagjának hatalmas problémát, esetenként csődöt is okoztak.

Az előző konzultatív dokumentumra kapott visszajelzések alapján publikált 2014-es vitaanyag (*BCBS 2014a*) a kereskedési könyv felülvizsgálatához kapcsolódóan három kiemelt kérdéskört tartalmaz. Ezek a következők: a kereskedési és banki könyv objektívebb elkülönítésének biztosítása, érzékenységvizsgálatot is felhasználó standard modell kialakítása, valamint a likviditási időhorizont piaci kockázati mérőszámába történő beépítése.

A Bázeli Bizottság – a korábbi ajánlásoknak és gyakorlatnak megfelelően – a piaci kockázatra vonatkozó szabályozói tőkekövetelmény meghatározása során két módszer, a standard és a belső modell használatát teszi lehetővé. A standard modell a képzendő tőkekövetelmény nagyságát részletesen előírt irányelvek szerint állapítja meg, ezzel megoldásul szolgál a kellően fejlett kockázatkezelési módszerekkel nem rendelkező bankok számára. A belső modellt alkalmazó bankok a tőkekövetelmények megállapítása során saját kockázatértékelési módszereket fejleszthetnek ki és működtethetnek. E nagyobb rugalmasságot biztosító választási lehetőség akkor elérhető, ha a kidolgozott módszerek megfelelnek a kapcsolódó Bizottsági követelményeknek, és a felügyeleti szervek is jóváhagyják őket. Már a VaR-alapú kockázatmérő rendszerrel kapcsolatban is megfogalmazódott, hogy – a belső modellekhez szükséges jelentős pótlólagos infrastruktúra, önálló kockázatkezelő részleg kiépítése mellett – az így kapott szabályozói tőkekövetelmény jellemzően magasabb volt a standard modell által kalibrált értéknél, ami kétségeket támasztott a fejlettebb módszertan választásának indokoltságával szemben (*Kondor 2004*).

A standard modell továbbfejlesztésére vonatkozóan két lehetőség merült fel: a már említett érzékenység-alapú és az úgynevezett cash-flow alapú módszer. Ez utóbbit a konzultatív dokumentumokra érkezett visszajelzések alapján – elismerve annak bonyolultságát, költség- és idővonzatát – a döntéshozók elvetették, így jelenleg az érzékenység-alapú szabályozás részletekbe menő kidolgozása folyik.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> A standard modellt érintő ajánlástervezet részleteire tanulmányunkban nem térünk ki, ám az érdeklődő olvasó megtalálhatja azt a *BCBS (2014a)* dokumentumban.

A belső modell felhasználását illetően a 2014-es vitaanyag – a korábbi elképzelésekhez képest – egy jelentős változást hozott: módosult a likviditási időhorizont figyelembe vételének módja a piaci kockázat mérése során. Az egyes kockázati tényezőkre vonatkozóan (például a kamatráta-, részvény- és devizaárfolyam-volatilitás, áruk árváltozása) a Bizottság öt különböző likviditási horizontot definiál (10, 20, 60, 120 és 250 nap). A tervezet megköveteli az egyes portfólióelemeket érintő kockázati tényezők azonosítását és a nekik megfelelő likviditási kategóriákba történő besorolását. A megadott időhorizontok alsó korlátként (küszöbként) szolgálnak a szabályozás alá eső intézmények számára, azokat saját belátásuk szerint – és a felügyeleti jóváhagyás birtokában – magasabbnak is megválaszthatják.

A bankszintű ES-érték kiszámítására – a szabályozási céloknak való megfelelés érdekében – napi szinten sort kell keríteni. Szintén napi gyakorisággal becsülendő meg az ES minden – a belső modellbe bevont – kereskedési részleg (úgynevezett trading desk) esetében. A korábbi terveknek megfelelően az ES kalkulálása 97,5%-os konfidenciaszinten kell, hogy történjen. Első lépésként az összes releváns kockázati faktort figyelembe véve, 10 napos bázis időhorizonton kell meghatározni az ES értékét. A már említett eltérő likviditási horizontoknak a figyelembevételére az ES kiszámítása során úgy zajlik, hogy a bázis-időhorizontra kalkulált ES-mértéket módosítják az időtáv hosszának megfelelő szorzóval. A végső, likviditással korrigált, szabályozói ES kiszámítása a fenti komponensekből egy – a Bizottság által megállapított – összefüggés alapján történik. Fontosnak tartjuk kiemelni továbbá, hogy az ES kiszámítását stressz-periódusokban realizált nyereség-veszteség profilokat tartalmazó mintára kell építeni.

A tervezet a fenti módon becsült ES-komponensek egyszerű összegzése helyett azok négyzetösszegéből vont négyzetgyököt javasolja a teljes kereskedési portfólió ES értékének kiszámítására. Ezzel nem csak figyelmen kívül hagyja a diverzifikáció kockázatcsökkentő hatását, hanem ennél óvatosabb álláspontra helyezkedik. Ennek hátterében vélhetően az áll, hogy a válság során tapasztaltak rámutattak arra, hogy a kockázat egyes típusai nemcsak gyengíthetők, hanem erősíthetők is egymás hatásait. Ez utóbbi esetben a diverzifikáció kockázatmérséklő hatását figyelembe nem vevő – eredetileg konzervatívnak hitt – elképzelés, vagyis az egyes portfólióelemekhez tartozó kockázati komponensek egyszerű összeadása alapján képzett szabályozói tőkekövetelmény elégtelennek is bizonyulhat (BCBS 2009a; BCBS 2011).

A belső modellt alkalmazó pénzügyi intézmények rugalmasan választhatják meg vagy fejleszthetik ki az ES becsüléséhez felhasznált modelljeiket, a Bizottság erre nézve semmiféle előírást nem fogalmaz meg. A felügyeletiek jóváhagyhatják mind a historikus módszerek, mind a Monte Carlo-szimuláció alkalmazását mindaddig, amíg e modellek értékelésére használt visszatesztelési és nyereség-veszteség (P&L) elemzések igazolják a banknál felmerülő kockázat nagyságának helyes figyelembevételét.

### 4.3. A piaci kockázat jelentősége, a szabályozás várható hatásai

Tanulmányunkban becslést végeztünk a piaci kockázatra képzett szabályozói tőkekövetelmény nagyságának megállapításához, melyhez az MNB hitelintézeti szektorra vonatkozó, 2014. év végi auditált adatait vettük figyelembe (*MNB 2015*). A teljes hitelintézeti szektort a részvénytársasági formában működő nagybankokra szűkítettük le. E kategóriába azon intézmények tartoznak, amelyek mérlegfőösszege eléri a részvénytársasági hitelintézetek összesített mérlegfőösszegének 3%-át. A leszűkítést elsősorban az adatelérés nehézsége indokolta, ám döntésünket megerősítette az is, hogy az MNB 2014. év végi adatai alapján a vizsgált nyolc nagybankhoz kötődött a teljes hitelintézeti szektor szavatoló tőkéjének 73,5%-a, valamint teljes kockázati kitétségmentéjének 72,5%-a. Így a részvénytársasági formában működő nagybankok megragadását megfelelő közelítésnek tartottuk.<sup>3</sup>

A szabályozói tőkekövetelmény összetételének vizsgálatát nehezítette az a tény, hogy az MNB-nek készítendő, tőkeszámításra vonatkozó (egyedi) felügyeleti jelentéseket az arra kötelezettek a magyar számviteli jogszabályok szerint állítják össze. Kockázatkezelésre vonatkozó részletes adatok azonban leginkább az IFRS-alapon készített konszolidált beszámolókból, illetve kockázati jelentésekből érhetőek el. Ennek következtében további számításainkat a kiválasztott nyolc nagybank konszolidált beszámolóira alapoztuk (*Budapest Bank 2015; CIB Bank 2015; Erste Bank 2015; K&H Bank 2015; MKB Bank 2015; OTP Bank 2015; Raiffeisen Bank 2015; UniCredit Bank 2015*).

Kalkulációnk rávilágított arra, hogy a nagybankok esetében a teljes szabályozói tőkekövetelmény mintegy 0–5%-át képezi a piaci kockázatra képzett szabályozói tőkekövetelmény. A vizsgált nyolc nagybank teljes szabályozói tőkekövetelményének átlagosan 83%-a hitelkockázati, 14%-a működési kockázati és 3%-a piaci kockázati célokat szolgál. A piaci kockázati szabályozói tőkekövetelmény alacsony részarányában szerepet játszik a hazai bankok jellemzően hitelnyújtásra fókuszáló tevékenysége. Külföldi pénzintézetek esetében a piaci kockázatra vonatkozó szabályozói tőkekövetelmény részaránya meghaladhatja a teljes tőkekövetelmény 10%-át (például *Deutsche Bank 2015, Credit Suisse 2015*), így a standardok változására világszerte várakozással tekintenek az érintettek.

A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottság az egyeztetések kezdete óta törekszik a tervezett változtatások hatásának felmérésére, így 2013-as vitaanyagában ígéretet tett két kvantitatív hatásvizsgálat (Quantitative Impact Study, QIS) elvégzésére. Ezek célja a piaci kockázati szabályozás tervezett felülvizsgálatának hatáselemzése a jelenleg érvényben lévő szabályozáshoz képest.

<sup>3</sup> E nyolc nagybank vonatkozásában 2014. december 31-én a szavatoló tőke 2 357 milliárd Ft volt, a teljes kockázati kitétség-értéke (RWA) 12 055 milliárd Ft, így a – 2014. január 1-től hatályos CRR/CRD IV szerinti, 1. pillérben megállapított – teljes tőke megfelelési mutató 19,6%-os volt (*MNB 2015*).

A 2014 elején végzett első kvantitatív vizsgálat kifejezetten erre a célra kialakított 35 hipotetikus portfólió alapján készült el, önkéntes alapon 13 ország 41 bankja vett részt benne. Az elemzés kimutatta, hogy a VaR-ról az ES-re történő áttérés várhatóan 62%-kal növeli a megállapított kockázati mértéket. Hangsúlyozandó az a tény, hogy a vizsgálat kifejezetten tesztlési céllal létrehozott portfóliókon alapult (BCBS 2014b).

A kereskedési könyv felülvizsgálatával kapcsolatos, valódi portfólió adatokat felhasználó kvantitatív hatásvizsgálat eredményei 2015 novemberében kerültek nyilvánosságra (BCBS 2015). A vizsgálat alapját egy 44 bankból álló (magyar bankot nem tartalmazó) minta képezte, melynek résztvevői azt szimulálták, hogy mi történt volna akkor, ha a piaci kockázat tervezett szabályozási keretrendszere teljeskörűen életbe lépett volna 2014. december 31-én.

A hatásvizsgálat eredményei alapján a piaci kockázatra vonatkozó szabályozói tőkekövetelmény változásai 4,7%-os emelkedést idéznének elő a Bázeli III-tőkekövetelmények együttes (hitel-, működési- és piaci kockázatot magában foglaló) szintjében. Kizárólag a piaci kockázatra fókuszálva, a tervezett standard által a piaci kockázati tőkekövetelmény szintjében kiváltott emelkedés súlyozott átlaga 74%<sup>4</sup>, egyszerű átlaga 41% lenne, míg a medián bankot 18%-os emelkedés érintené.

A piaci kockázathoz kapcsolódó két alternatív modellt külön vizsgálva: a belső modell esetében a tervezett tőkekövetelmény 54%-os (egyszerű) átlagos emelkedést idézne elő a jelenlegihez képest, a medián bank esetében ez 13%-os növekedés lenne. A standard modell esetében jóval nagyobb eltérések mutatkoztak: ez esetben a tőkekövetelmény-növekedés egyszerű átlaga 128% lenne, míg a medián bank 51%-os emelkedést tapasztalna meg (BCBS 2015).

Az eredmények kapcsán fontos megjegyezni, hogy a hatásvizsgálat során a piaci kockázati szabályozásban tervezett valamennyi változás együttesen került figyelembevételre. A nagymértékű emelkedést tehát nem lehet kizárólag az ES-re való áttérés hatásának tulajdonítani, emellett olyan módosítások következményeit is vizsgálja, melyekre a tanulmányunkban nem térünk ki. Az azonban jól látható, hogy a standard modellt alkalmazók nagyobb emelő hatásra számíthatnak tőkekövetelményükben.

#### **4.4. A változtatással kapcsolatos visszajelzések**

Véleményünk szerint még mindig problematikus kérdés a helyes visszatesztelési (backtesting) módszerek kialakítása és kiválasztása. Ennek jelentőségét az adja, hogy a felügyelő hatóságok ezek alapján ítélik meg a bankok által önállóan kifejlesztett és használt belső kockázatértékelési modellek alkalmasságát és pontosságát. Habár a közelmúltban e témában jelentek meg tanulmányok (például Acerbi–Székely 2014;

---

<sup>4</sup> A súlyozás alapját a piaci kockázattal súlyozott eszközállomány képezte.

*Du-Escanciano 2015*), e módszerek további fejlesztése és értékelése még jelentős kihívásokat tartogat. Fontos kérdés a jövőre nézve, hogy vajon beigazolódnak-e az ES-hez fűzött pozitív várakozások. A legfrissebb forrásmunkákban ugyanis már megjelentek az ES hátrányait kiküszöbölő alternatíva felkutatására és gyakorlati interpretálására vonatkozó törekvések (*Embrechts 2014*).

Annak ellenére, hogy *Stefan Ingves (2014)*, a BCBS elnöke stratégiai jelentőségűnek tulajdonította a fent említett, kereskedési könyvet érintő változtatásokat, az ehhez kapcsolódó végső egyeztetések jelenleg is folynak. Az ajánlásokhoz kapcsolódó konzultációk hosszas elhúzódása annak köszönhető, hogy a 2012-2014-es időszakban megjelent három vitaanyaggal kapcsolatban a piaci szereplők visszajelzését kérték. A visszacsatolások feldolgozása az eredeti elképzelések és határidők módosításához vezetett, így Ingves 2015. májusi beszédében (*Ingves 2015*) év végére ígérte az ajánlások végleges szövegének megjelenését. Tanulmányunk megírásának időpontjáig erre azonban nem került sor. A Bázeli III szabályozási csomag implementálása fokozatosan történik, a teljes bevezetés végső határideje 2019.

Nem szabad megfeledkezni arról, hogy egy teljes rendszer alapjainak gyökeres megváltoztatása hatalmas felelősséggel jár, ami nemcsak a technikai részletek „finomhangolását” kívánja, hanem az egyes szereplők érdekeinek folyamatos egyeztetését is. Ez véleményünk szerint még sok megoldandó feladatot és kihívást tartogat a jövőre nézve.

## 5. Összefoglalás

Tanulmányunkban azt vizsgáltuk, hogy a banki kereskedési könyv - piaci kockázatnak kitett pozícióinak - bázeli szabályozásában milyen változásokat indított el a 2007-es pénzügyi válság. Az áttekintés kiindulási alapját a VaR - kockázatomérésre történő - alkalmatlanságát alátámasztó kritikai megfontolások képezik.

A VaR problémái már az ezredforduló táján ismertek voltak a szakirodalomban, és a válság is igazolta a korábbi rendszer tarthatatlanságát. Ennek ellenére a Bázeli szabályozás új kockázati mértékre történő áthelyezése csak több mint tíz év után került napirendre. Konzultatív dokumentumok, vitaanyagok foglalkoztak az utóbbi években a kockázattalról a várható többletveszteség-alapú módszertanra történő áttérés lehetőségével. E törekvések hátterében a banki szféra rendszerkockázatának csökkentése áll.

A tanulmányban kitértünk a tervezett új kockázati mérték, az ES alkalmazásához kötődő problémákra is, különös tekintettel a kialakított modell tesztelésének nehézségeire. Bár a szabályozás alapjainak „átállítása” közel sem egyszerű feladat, a pénzügyi rendszer biztonságosabbá tétele érdekében eddig megtett, valamint a folytatásként tervezett lépések mindenképpen üdvözlendők.



## Felhasznált irodalom

- Acerbi, C. – Székely, B. (2014): *Backtesting Expected Shortfall*. MSCI Inc.  
<https://www.msci.com/documents/10199/22aa9922-f874-4060-b77a-0f0e267a489b>  
(letöltés ideje: 2015.06.20.)
- Alexander, G. J. – Baptista, A. M. – Yan, S. (2012): *Bank regulation and stability: an examination of the Basel market risk framework*. Discussion Paper. Deutsche Bundesbank. No. 09/2012, pp. 1–43. ISBN 978-3-86558-807-4
- Artzner, P. – Delbaen, F. – Eber, J. M. – Heath, D. (1999): *Coherent Measures of Risk*. Mathematical Finance. Vol. 9., No. 3., pp. 203–228. DOI: 10.1111/1467-9965.00068
- Ágoston Kolos Csaba (2012): *CVaR minimization by the SRA algorithm*. Central European Journal of Operations Research. Vol. 20., No. 4., pp. 623–632. DOI 10.1007/s10100-011-0194-7
- Basel Committee on Banking Supervision (1988): *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards*. Basel: Bank for International Settlements. <http://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf> (letöltés ideje: 2015.03.08.)
- Basel Committee on Banking Supervision (1993): *The Supervisory Treatment of Market Risks*. Basel: Bank for International Settlements. <http://www.bis.org/publ/bcbs11a.pdf> (letöltés ideje: 2015.03.12.)
- Basel Committee on Banking Supervision (1995): *An Internal Model-Based Approach to Market Risk Capital Requirements*. Basel: Bank for International Settlements. <http://www.bis.org/publ/bcbs17.pdf> (letöltés ideje: 2015.03.21)
- Basel Committee on Banking Supervision (1996): *Supervisory Framework for the Use of „Backtesting” in Conjunction with the Internal Models Approach to Market Risk Capital Requirements*. Basel: Bank for International Settlements. <http://www.bis.org/publ/bcbs22.pdf> (letöltés ideje: 2015.03.29.)
- Basel Committee on Banking Supervision (2004): *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework*. Basel: Bank for International Settlements. <http://www.bis.org/publ/bcbs107.pdf> (letöltés ideje: 2015.03.16.) ISBN 92-9197-669-5
- Basel Committee on Banking Supervision (2006): *Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework. Comprehensive Version*. Basel: Bank for International Settlements. <http://www.bis.org/publ/bcbs128.pdf> (letöltés ideje: 2015.03.13.) ISBN 92-9197-720-9
- Basel Committee on Banking Supervision (2009a): *Findings on the interaction of market and credit risk*. Basel: Bank for International Settlements. Working Paper No. 16 [http://www.bis.org/publ/bcbs\\_wp16.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs_wp16.pdf) (letöltés ideje: 2015.03.12.) ISSN 1561-8854



- Basel Committee on Banking Supervision (2009b): *Revisions to the Basel II market risk framework*. Basel: Bank for International Settlements. <http://www.bis.org/publ/bcbs158.pdf> (letöltés ideje: 2015.03.18.) ISBN 92-9197-774-8
- Basel Committee on Banking Supervision (2010): *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*. Basel: Bank for International Settlements [http://www.bis.org/publ/bcbs189\\_dec2010.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs189_dec2010.pdf) (letöltés ideje: 2015.03.31.) ISBN 92-9197-859-0
- Basel Committee on Banking Supervision (2011): *Messages from the academic literature on risk measurement for the trading book*. Basel: Bank for International Settlements. Working Paper No. 19. [http://www.bis.org/publ/bcbs\\_wp19.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs_wp19.pdf) (letöltés ideje: 2015.04.11.) ISSN 1561-8854
- Basel Committee on Banking Supervision (2012): *Fundamental review of the trading book – Consultative document*. Basel: Bank for International Settlements. <http://www.bis.org/publ/bcbs219.pdf> (letöltés ideje: 2015.04.02.) ISBN 92-9197-129-4
- Basel Committee on Banking Supervision (2013): *Fundamental review of the trading book: A revised market risk framework – Consultative document*. Basel: Bank for International Settlements. <http://www.bis.org/publ/bcbs265.pdf> (letöltés ideje: 2015.04.08.) ISBN 92-9197-971-6
- Basel Committee on Banking Supervision (2014a): *Fundamental review of the trading book: Outstanding issues – Consultative document*. Basel: Bank for International Settlements. <http://www.bis.org/bcbs/publ/d305.pdf> (letöltés ideje: 2015.04.15.) ISBN 978-92-9197-021-6
- Basel Committee on Banking Supervision (2014b): *Analysis of the trading book hypothetical portfolio exercise*. Basel: Bank for International Settlements. <http://www.bis.org/publ/bcbs288.pdf> (letöltés ideje: 2015.04.19.) ISBN 978-92-9131-668-7
- Basel Committee on Banking Supervision (2015): *Fundamental review of the trading book – interim impact analysis*. Basel: Bank for International Settlements. <http://www.bis.org/bcbs/publ/d346.pdf> (letöltés ideje: 2015.11.27.) ISBN 978-92-9197-294-4
- Budapest Bank (2015): *Konzolidált éves beszámoló 2014*. [https://www.budapestbank.hu/common/letoltes/evesjelentes/2014/2014\\_konsz.pdf](https://www.budapestbank.hu/common/letoltes/evesjelentes/2014/2014_konsz.pdf) (letöltés ideje: 2015.10.25.)
- CIB Bank (2015): *CIB Bank Zrt. IFRS szerint készült konzolidált éves beszámoló 2014*. [http://www.cib.hu/system/files/Server?file=/Sajtoszoba/CIB\\_csoport\\_IFRS\\_2014.pdf&type=related](http://www.cib.hu/system/files/Server?file=/Sajtoszoba/CIB_csoport_IFRS_2014.pdf&type=related), (letöltés ideje: 2015.10.24.)

Credit Suisse (2015): *Annual Report 2014*.

<http://publications.credit-suisse.com/tasks/render/file/index.cfm?fileid=78A8324D-A44C-334C-6332CB9C699A4CE8> (letöltés ideje: 2015.12.01.)

Dardac, N. – Grigore, A. (2011): *Modeling the Market Risk in the Context of the Basel III Accord*. Theoretical and Applied Economics. Vol. 18., No. 11., pp. 5–20.

Deutsche Bank (2015): *Annual Report 2014*.

[https://annualreport.deutsche-bank.com/2014/ar/servicepages/downloads/files/dbfy2014\\_entire.pdf](https://annualreport.deutsche-bank.com/2014/ar/servicepages/downloads/files/dbfy2014_entire.pdf)  
(letöltés ideje: 2015.12.14.)

Dowd, K. – Blake, D. (2006): *After VaR: The Theory, Estimation, and Insurance Applications of Quantile-Based Risk Measures*. The Journal of Risk and Insurance. Vol. 73., No. 2., pp. 193–229. DOI: 10.1111/j.1539-6975.2006.00171.x

Du, Z. – Escanciano, J. C. (2015): *Backtesting Expected Shortfall: Accounting for Tail Risk*. CAEPR Working Paper 2015-001. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2548544](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2548544) (letöltés ideje: 2015.06.15.) DOI: 10.2139/ssrn.2548544

Embrechts, P. – Resnick, S. I. – Samorodnitsky, G. (1999): *Extreme Value Theory as a Risk Management Tool*. North American Actuarial Journal. Vol. 3., No. 2., pp. 30–41. DOI: 10.1080/10920277.1999.10595797

Embrechts, P. (2014): *An Academic Response to Basel 3.5 – Risk Aggregation and Model Uncertainty*. Conference on Extreme Events and Uncertainty in Insurance and Finance. Paris, 10 January (ppt slides).

[http://www.scor.com/images/stories/pdf/library/extreme\\_events\\_conference/Embrechts\\_Talk\\_SCOR.pdf](http://www.scor.com/images/stories/pdf/library/extreme_events_conference/Embrechts_Talk_SCOR.pdf) (letöltés ideje: 2015.04.25.)

Embrechts, P. – Puccetti, G. – Rüschendorf, L. – Wang, R. – Beleraj, A. (2014): *An Academic Response to Basel 3.5*. Risks, Vol. 2., No. 1., pp. 25–58. ISSN 2227-9091

Erste Bank (2015): *Konzolidált éves beszámoló 2014*.

[https://www.erstebank.hu/static/internet/download/evesbeszamolo\\_EBH\\_konzolidalt\\_2014.pdf](https://www.erstebank.hu/static/internet/download/evesbeszamolo_EBH_konzolidalt_2014.pdf), (letöltés ideje: 2015.10.25.)

Ingves, S. (2014): *Finishing the Job: Next Steps for the Basel Committee*. Keynote address to the Ninth BCBS-FSI High-Level Meeting on Strengthening Financial Sector Supervision and Current Regulatory Priorities. CapeTown, 30–31 January.

<http://www.bis.org/speeches/sp140131.pdf> (letöltés ideje: 2015.04.18.)

- Ingves, S. (2015): *Remarks by Mr. Stefan Ingves, Chairman of the Basel Committee on Banking Supervision and Governor of the Sveriges Riksbank*. 8th Meeting of the Regional Consultative Group for Europe. Berlin, 5 May. <http://www.bis.org/speeches/sp150518.htm> (letöltés ideje: 2015.07.02.)
- Kane, E. J. (2006): *Inadequacy of nation-based and VaR-based safety nets in the European Union*. North American Journal of Economics and Finance. Vol. 17., No. 3., pp. 375–387. DOI: 10.1016/j.najef.2006.06.002
- K&H Bank (2015): *K&H Bank Zrt. 2014. Konszolidált éves jelentés*. [https://www.kh.hu/publish/kh/hu/khcsoport/media/dokumentumok/eves\\_jelentesek/2014/k\\_h\\_bank\\_zrt\\_\\_20140.downlad.pdf](https://www.kh.hu/publish/kh/hu/khcsoport/media/dokumentumok/eves_jelentesek/2014/k_h_bank_zrt__20140.downlad.pdf) (letöltés ideje: 2015.10.25.)
- Kondor Imre (2004): *Bank és kockázat*. A Mindentudás Egyetemén 2004. május 24-én elhangzott előadás kézirat, 1–14. <http://real-eod.mtak.hu/1093/1/17%20Kondor%20283-306.pdf> (letöltés ideje: 2015. 05.05.)
- Lucas, A. (2001): *Evaluating the Basle Guidelines for Backtesting Banks' Internal Risk Management Models*. Journal of Money, Credit and Banking. Vol. 33, No. 3., pp. 826–846. DOI: 10.2307/2673897
- Madar László (2010): *Stressztesztek használata anticiklikus tőkeszükséglet meghatározására*. Hitelintézeti Szemle, 9. évf., 5. szám, pp. 431–444. ISSN 1588-6883
- MKB Bank (2015): *Konszolidált éves jelentés IFRS szerint. 2014*. [https://www.mkb.hu/dl/media/group\\_463afc792a1fd/group\\_46e7a0856ede6/group\\_53ff2e96bff22/item\\_5598.pdf](https://www.mkb.hu/dl/media/group_463afc792a1fd/group_46e7a0856ede6/group_53ff2e96bff22/item_5598.pdf) (letöltés ideje: 2015.10.24.)
- MNB (2015): *A hitelintézeti szektor 2014. évi részletes auditált adatai (eszközök, források, eredmény, egyéb)*. <http://www.mnb.hu/felugyelet/idosorok/i-penz-es-hitelpiaci-szervezetek/a-hitelintezeti-szektor-reszletes-adatai> (letöltés ideje: 2015.10.20.)
- OTP Bank (2015): *OTP Bank Éves Jelentés 2014*. [https://www.otpbank.hu/static/portal/sw/file/OTP\\_2014\\_Eves\\_jelentes\\_4.pdf](https://www.otpbank.hu/static/portal/sw/file/OTP_2014_Eves_jelentes_4.pdf) (letöltés ideje: 2015.10.24.)
- Raiffeisen Bank (2015): *Éves jelentés 2014*. [https://www.raiffeisen.hu/documents/bank/jelentes/eves/raiffeisen\\_eves\\_jelentes\\_2014.pdf](https://www.raiffeisen.hu/documents/bank/jelentes/eves/raiffeisen_eves_jelentes_2014.pdf) (letöltés ideje: 2015.10.25.)
- Rossignolo – A. F. – Fethi, M. D. – Shaban, M. (2013): *Market crises and Basel capital requirements: Could Basel III have been different? Evidence from Portugal, Ireland, Greece and Spain (PIGS)*. Journal of Banking and Finance. Vol. 37., No. 5., pp. 1323–1339. ISSN 0378-4266

- Sarykalin, S. – Serraino, G. – Uryasev, S. (2008): *Value-at-Risk vs. Conditional Value-at-Risk in Risk Management and Optimization*. Informs. Tutorials in Operations Research. pp. 270–294. ISBN 978-1-877640-23-0
- Szegő, G. (2002): *No more VaR (this is not a typo)*. Journal of Banking and Finance. Vol. 26., No. 7., pp. 1247–1251. ISSN 0378-4266
- UniCredit Bank (2015): *Éves Jelentés 2014*.  
[https://www.unicreditbank.hu/content/dam/cee2020-pws-hu/Rolunk/UC\\_Eves\\_Jelentes\\_2014.pdf.pdf](https://www.unicreditbank.hu/content/dam/cee2020-pws-hu/Rolunk/UC_Eves_Jelentes_2014.pdf.pdf) (letöltés ideje: 2015.10.25.)
- Wellink, N. (2011): *Basel III and beyond*. High Level Meeting on Better Supervision and Better Banking in a Post-crisis Era. FSI and EMEAP Working Group on Banking Supervision. Kuala Lumpur, 17 January. <http://www.bis.org/speeches/sp110118.pdf> (letöltés ideje: 2015.04.22.)
- Yamai, Y. – Yoshida, T. (2002): *Comparative Analyses of Expected Shortfall and Value-at-Risk – their Estimation Error, Decomposition, and Optimization*. Monetary and Economic Studies. Vol. 20., No. 1., pp. 87–121.

# **A nemzetközi és az európai projektfinanszírozási piac átalakulása a válság hatására**

*Csiszárik-Kocsir Ágnes*

*E cikk a projektfinanszírozás helyzetét mutatja be 2005 és 2014 között a vezető szervezők (MLA-k) által mozgósított hitelösszegek, valamint a kötvénykibocsátásban közreműködő szervezetek által jegyzett projektkötvény összegek alapján, különös tekintettel Európára. Kiemeli azokat a mérföldköveket és sarokpontokat, melyek hol megakasztották, hol meglódtították a projektfinanszírozás révén megvalósított projektértéket. A vizsgálat az IJGlobal hivatalos adatbázisa alapján készült, alapvető statisztikai módszereket, viszonyszámokat és arányszámokat felhasználva. A vizsgálat során külön figyelmet kapnak azok a pénzügyi intézmények, melyek a válság főbb szereplői voltak a krízis előtt és után.*

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** E59, G20

**Kulcsszavak:** projektfinanszírozás, MLA, projektkötvény, válság, Európa

## **1. Szakirodalmi áttekintés**

### **1.1. A projektfinanszírozás mint hiteltermék**

A projektfinanszírozás fogalmát számos szerző és szerzőpáros definiálta már. *Newitt és Fabozzi (1997)* a projektfinanszírozás kapcsán azt emelte ki, hogy a finanszírozási forma annyiban jelent újdonságot a hagyományos vállalati hitelezéssel szemben, hogy a hitelösszeg biztosítéka nem a finanszírozott gazdasági egység vagyona, hanem a finanszírozott projekt jövőbeli pénzáramlása lesz, amit egy külön erre a célra létrehozott társaság kap. *Finnerty (2007)* a projektfinanszírozást korlátozott erőforrás alapú vagy erőforrás nélküli finanszírozásként említi, amely a befektetett összeg megtérülése, a projekt jövőbeli cash-flow-ja alapján minősíthető. *Yescombe (2008)* *Newitt és Fabozzi* megfogalmazását annyiban fejlesztette tovább, hogy kiegészítette a projektek hosszú időtartamának hangsúlyozásával. *Nádasdy, Horváth és Koltai (2011)* megfogalmazása (*Finnerty* definíciójához hasonlóan), a projektek megtérülési alapja szerint definiálta a projektfinanszírozás fogalmát, vagyis hogy a projekttulajdonosok és a finanszírozók általi investícióról szóló döntés meghozatalakor a jövőbeli projekt pénzáramlását és annak eszközértékét veszik figyelembe.

A fenti definíciók és szerzők alapján összefoglalhatók a projektfinanszírozás mint speciális hiteleszköz lényegi tulajdonságai:

(i) speciálisan az adott projektre létrehozott entitás (SPV<sup>1</sup>) kapja, mely a szponzorral/tulajdonossal speciális gazdasági vagy pénzügyi kapcsolatban áll, (ii) magas tőkeáttétel melletti finanszírozás (mely esetenként 80-90%-os is lehet<sup>2</sup>), (iii) az önálló projektársaság miatt a hitelösszeg nem terheli le közvetlenül a szponzor/tulajdonos<sup>3</sup> vállalat mérlegét, nem rontja annak hitelképességét<sup>4</sup>, (iv) a non-resource típusú hitel esetében a hitel fedezetül nem szolgálhat a szponzor/tulajdonos vagyona, csak a projekt cash-flow-ja<sup>5</sup>, (v) az ügylet alapvetően két fő szereplőre épül, a szponzorra valamint a pénzügyi intézményekre, melyek főként a hitelnyújtó bankok, valamint a kötvénykibocsátók, (vi) a kölcsöntőke nyújtója nem válik a projektársaság tulajdonosává, (vii) a fenti jellemzők miatt kiemelten magas kockázattal bíró hiteleszközzről van szó, mely kockázat csak hozzáértő és szakképzett tanácsadói bázissal csökkenthető.

A projektfinanszírozás kiemelt célterületeit *Fight (2006)* foglalja össze:

(i) energiaszektor, (ii) gáz- és olajipar, (iii) bányászat, (iv) autópálya-építés, (v) telekommunikáció, (v) egyéb projektek (papírgyártás, vegyi ipar, kórház-, iskola-, repülőtér- és börtönépítés).

A fenti felsorolás kiegészítendő még az ingatlanfinanszírozással is, mely szintén jelentős részt képvisel a projektfinanszírozás piacán belül.

A projektfinanszírozás vállalati szempontból egy számos előnnyel rendelkező finanszírozási forma. Mindenképpen mellette szól, hogy mérlegben kívüli finanszírozást jelent kivételesen magas tőkeáttétel mellett, ami miatt a felvett nagy összegű hitel nem terheli a projektgazda mérlegét közvetlenül (mivel az csak a konszolidált mérlegben jelenik meg), így nem rontja annak hitelképességét (*Yescombe 2008*), mivel a hitelt egy külön a projekt céljára létrehozott projektársaság kapja. *Esty (2007)* megfogalmazása szerint ezt a jogilag önálló, a projekt megvalósítására létrehozott társaságot egy vagy néhány szponzor által összeadott saját tőkével, valamint a pro-

---

<sup>1</sup> Special Purpose Vehicle

<sup>2</sup> A válság ezt az arányt azonban jelentősen felülírta, mivel megnőtt a saját tőkével szembeni elvárás, főként az olaj- és gázipari, megújuló energiaforrásokra építő, vízügyi és bányászati projektek esetében.

<sup>3</sup> Szponzoroknak nevezzük azokat a szereplőket, akik a projekt megvalósulásához szükséges erőforrásokat biztosítják, megtervezik, megszervezik annak kivitelezését, megfogalmazzák a projekt fő céljait és segítenek megvalósítani azokat.

<sup>4</sup> A hitelösszeg csak a konszolidált beszámolóban mutatkozik meg.

<sup>5</sup> A projektfinanszírozás a visszereseti jog kikötése alapján három csoportba sorolható: (i) visszereseti jog nélküli, azaz non-resource finanszírozás, ahol a szponzor/tulajdonos a projektársaság kötelezettségeiért nem vállal felelősséget, (ii) visszereset mellett, azaz full-resource finanszírozás, ahol teljes a felelősségvállalás, (iii) korlátozott visszereset mellett, azaz limited-resource finanszírozás, ahol a szponzor/tulajdonos felelősségvállalása korlátozott mértékű.

jekt céljára felvett idegen forrásból finanszírozzák. Ezeken túl a hitelre garanciát sem kell vállalnia a projektársaság tulajdonosának, hiszen a bankkal kötött megalapodás értelmében (Nádasdy et al. 2011) az ügylet lehet visszkereset nélküli vagy korlátozott visszkereset melletti finanszírozás (természetesen a visszkereseti jog teljes egészében történő kikötése is lehetséges). A hitel fedezetét ilyen formában főként a megkötött szerződések (a teljesség igénye nélkül: fővállalkozói-, beszállítói-, értékesítési-, üzemeltetési szerződés) jelentik<sup>6</sup>, amelyek alapján a finanszírozók meg tudják ítélni a projekt relevanciáját és létjogosultságát. További előny, hogy a projektfinanszírozás az esetek többségében jobb tőkeallokációt eredményez, mint a hagyományos vállalatfinanszírozás (John-John 1991), mivel a mélyebb monitoring a szigorú feltételeknek való megfelelés miatt a bizonytalan megtérülésű vagy nem kellően megalapozott projekteket eleve kiszűri.

A hitelforrások visszafizetését a projekt működéséből származó cash-flow biztosítja, ami további terheket vesz le a projektgazda válláról a hagyományos vállalati finanszírozással szemben (Gáldi 2002). A projektfinanszírozásban részt vevő bankok – a projekt nagy hiteligénye és a kezdeti szakasz jelentős információs aszimmetriája miatt – rendszerint nem önállóan, hanem szindikátusban vállalják a hitelezést a nagy kockázat tilalma, valamint az ügyfélkockázat miatt. A vezető szervező bankok<sup>7</sup> a projekt belső szereplőjévé válnak, mivel a szponzorokkal karöltve a projekt kezdeti, tervezési szakaszától jelen vannak, és ők fogják a további partnereket (bankokat) bevonni a finanszírozásba (Gatti et al. 2008). A vezető szervezők így jobban átlátják a projekt hátterét, és megismerik azokat a szerződéseket, melyekre alapozva döntenek majd a finanszírozásról. A hitelek – amennyiben nem tudják a tervezett forrásigényt lefedezni – kiegészíthetők még projektkötvényekkel is, így más finanszírozási forma (lízingfinanszírozás, szállítói finanszírozás, mezzazine finanszírozás) harmadlagos az ügylet során. A hitelezőknek és a finanszírozóknak számolniuk kell a hosszú futamidő miatti kockázattal, a kamatláb-, és az árfolyamkockázattal, de nagymértékben befolyásol a piaci- és a működtetési kockázat is (Szalai 2011). A nagyobb projektfinanszírozási ügyletek sok esetben átléplik az országhatárokat is, hiszen a projektek volumene, komplexitása, tőkeigénye, valamint a bankok kellően megalapozott döntési hátterének biztosítása, a vállalt kockázatuk csökkentése miatt szükséges a külső szakértők, tanácsadók bevonása is, akik lehetnek (többek között) jogi-, pénzügyi-, ágazati-, biztosítási szakértők (Kónya 2009). Ezek a tanácsadók (amennyiben a projektnek is vannak nemzetközi vonatkozásai) a nagyobb,

<sup>6</sup> A szerződéseken kívül léteznek még más garanciális elemek is (a teljesség igénye nélkül), mint zálog-, opciós, óvadéki jogok, kötelezettségvállalások, valamint a különféle engedményezések.

<sup>7</sup> A vezető szervező pénzügyezteteket MLA-nak nevezzük (Mandated Lead Arranger), de találkozhatunk a lead bank, lead arranger vagy a lead manager elnevezéssel is.

szintén nemzetközi tanácsadó cégek alkalmazottai, akiknek több éves tapasztalata van a hasonló projektek terén<sup>8</sup>.

A projektfinanszírozás, mint minden más finanszírozási ügylet, azokban az országokban lehet sikeres, ahol a gazdaság átlátható, a szerződéseket tiszteletben tartják, és ahol nem kell számolni azokkal a piaci kudarcokkal, amelyek a projekt költségvetését felborítják, vagy amelyek a projektet megghiúsítják (*Ahmed 1999*).

## 1.2. A projektfinanszírozás és a megbízó–ügynök probléma

A hagyományos vállalati finanszírozásban sok esetben problémát jelent a klasszikus megbízó–ügynök probléma, amit *Williamson (1998)* pontosan definiál. Az elmélet alapján a megbízó (tulajdonos) bizonyos döntéseket az ügynökhöz (menedzser), delegál, aki jobb információellátottsággal, rálátással rendelkezik bizonyos kérdésekben. Ez megkönnyíti az operatív döntéseket, de visszaélésekre is okot adhat. A finanszírozási döntések is ide tartoznak. Az ügynök nem biztos, hogy minden esetben a vállalkozás számára az optimális finanszírozási alternatívát fogja választani a középtávú érdekeltsége miatt.

A megbízó–ügynök probléma számos nagyvállalatnál előfordul, ahol különféle szereplők eltérő és gyakran egymásnak ellentmondó érdekekkel bírnak<sup>9</sup>. A vállalat sikere azon múlik, hogy ezek a szereplők képesek-e a kooperációra és a megegyezésre egy közös jó, azaz a profit érdekében. Első ránézésre megfelelő szerződéssel áthidalhatónak tűnik a probléma, amelyben a megbízó kötelezi az ügynököt arra, hogy minden helyzetben a lehető legjobb tudása szerint képviselje a vállalat érdekét. Ezeket a helyzeteket azonban képtelenség teljes körűen definiálni, így a megírt szerződés ebben a formájában értelmét veszti, hiszen nehéz betartatni, és valójában definiálni sem lehet. Még ha az esetek döntő többségét definiálni is lehetne, a szerződés betartásának monitorozása nagyon költségigényes folyamat lenne, ami pedig a költség–haszon elv betartását kérdőjelezné meg. Jó megoldásnak tűnik még az ügynök bevonása a tulajdonosok körébe, aki így már nem mások vagyonát működteti, hanem saját személyes érdeke is fűződik a minél hatékonyabb működtetésben.

A projektfinanszírozás modellje redukálja ezt a klasszikusnak mondható problémát (*Esty 2003*), nem kell számolni vele az eszközökbe történő beruházásoknál (*Myers 1977*), az optimális eszközválasztásnál vagy helyettesítésnél (*Jensen-Meckling 1976*). A projektfinanszírozás bonyolult szerződéses struktúrája szétosztja a kockázatokat és folyamatos monitoringra kényszeríti a szereplőket. A finanszírozási forma egy igencsak szűk mederben tartja a menedzsmentet, mivel a projektársaság csak

---

<sup>8</sup> Minden projektfinanszírozási ügyletben megtalálhatóak a jogi-, technikai-, valamint a pénzügyi tanácsadók, nélkülük nem, vagy csak nagy kockázattal indulhat az ügylet.

<sup>9</sup> A vállalat tulajdonosa hosszú távon gondolkodik, és a tartós növekedést szeretné előmozdítani, a menedzserek, akik a tulajdonos tőkéjét működtetik, inkább középtávon gondolkodnak, az éves jutalmakat szem előtt tartva.



a projekttel foglalkozhat. Így az információk nem „bújthatatók” el, hiszen azokat folyamatosan kérik és igénylik a hitelezők is. A projektfinanszírozás ezen jótékony tulajdonságát *Brealey és szerzőtársai (1996)* az infrastrukturális projektek példáján keresztül is bizonyították. Mindezek által a projektfinanszírozás sokkal átláthatóbb és tisztább döntési struktúrát jelent a hagyományos vállalatfinanszírozással szemben (*Byoun et al. 2013*). A fentiek alapján a projektfinanszírozás kiemelt előnyei és hátrányai az 1. táblázatban foglalom össze:

1. táblázat	
A projektfinanszírozás előnyei és hátrányai	
A projektfinanszírozás előnyös:	
Megbízó–ügynök probléma kezelése:	<ul style="list-style-type: none"> <li>– specializált és decentralizált menedzsment</li> <li>– lehetővé teszi a projektmenedzserek külön motiválását</li> <li>– kizárja a szabad cash-flow elpazarolását</li> <li>– növeli a projekt külső ellenőrzésének lehetőségét</li> <li>– ösztönzi az információk terjesztését</li> </ul>
Tulajdonosi struktúrára gyakorolt hatások:	<ul style="list-style-type: none"> <li>– a szponzorok teljes körű hitelképességi vizsgálata nélkül is létrehozható a projektársaság</li> <li>– korlátozza a projekt szponzorok kötelezettségvállalását</li> <li>– csökkenti a hitelezők projekt kockázatokkal szembeni kitettségét</li> <li>– projekt-specifikus adósságrátákat engedélyez</li> </ul>
Egyéb hatások:	<ul style="list-style-type: none"> <li>– átláthatóvá válnak az egyes célokra költött költségek</li> <li>– lehetővé teszi a szolgáltatásnyújtást több vállalatnak, nemcsak a szponzor számára</li> <li>– részben átalakítja a szponzor szerepét, így nemcsak tőketulajdonos lesz, hanem szállító is</li> <li>– elkerüli a kettős adóztatást</li> </ul>
A projektfinanszírozás nem előnyös:	
<ul style="list-style-type: none"> <li>– ha bonyolult kölcsönhatások, kapcsolatrendszer van a projekt és a többi vállalat között</li> <li>– ha a projekt késedelme nagy költségvonzattal jár</li> <li>– az optimális tőkeáttétel alacsony</li> <li>– a szerződések költségei magasak</li> </ul>	
Forrás: <i>Brealey és szerzőtársai (1996)</i> alapján szerkesztve	

## 2. A projektfinanszírozás és a válság

A XXI. század eddig legnagyobb pénzügyi buboréka (de az 1929–1933-as válság óta is a legnagyobb), majd válsága minden gazdaságban, így minden pénzügyi eszközön nyomot hagyott (*Lentner et al. 2010*). A projektfinanszírozást nagymértékben érintette a 2008-as gazdasági válság, ami a bankok hozzáállását is módosította (*Borzán et al. 2011*). A rendelkezésre álló pénztőke drasztikus csökkenése, a soha nem látott banki veszteségek miatt a finanszírozók és a finanszírozást keresők teljes mértékben átszabták az igényeiket. A befektetők és a forrásfelvevők érzékenyebbé váltak a kockázatokra, ami óvatosabb magatartásra ösztönözte a szereplőket (*Gatti 2008*). Ez az átalakulás hazai és nemzetközi szinten is egyaránt érezhető volt. A szűkülő források,

a gazdasági bizonytalanság miatt a finanszírozók is egyre több garanciális elemet kötöttek ki, így gyakrabban élnek a visszkereset valamilyen formájú kikötésével is.

A bankok szekrényeiben elrejtett „csontvázak”, a bedőlő hitelek, a megfejthetetlen kötvénycsomagok miatt a bankok a likviditásbőség (Király 2008) után likviditásszűkében voltak éveken keresztül, de voltak olyan intézmények is, melyek a létükért folytattak harcot. A projektfinanszírozásban szerepet játszó nagy kötvénykibocsátók (a teljesség igénye nélkül), a Citigroup, a Merrill Lynch, a HSBC, a Royal Bank of Scotland, a Morgan Stanley, a Credit Suisse, a JP Morgan, a Bank of America, a Goldman Sachs, valamint a Lehman Brothers<sup>10</sup> egytől egyig jelentős pénzügyi nehézségekkel küszködtek, sőt némelyikük túl sem élte a válságot.

A projektfinanszírozási ügyletek nyilvántartására számos szervezet vállalkozott és vállalkozik. A Thomson Reuters Project Finance International, az International Financing Review, és (a teljesség igénye nélkül) az Euromoney által üzemeltetett IJGlobal adatbázis rengeteg adatot, információt tartalmaz az ügyletekről, különféle bontásban. Jelen cikk az IJGlobal adatbázisát felhasználva mutatja be a projektfinanszírozás alakulását a válság előtt és a válság után. Azért esett a választás az IJGlobal adatbázisára, mert az minden nemzetközi projektet vizsgál, ezek adatait részletesen tartalmazza a projekt célterülete, a tőkeáttétel, és (a teljesség igénye nélkül) a helyszíne alapján. A tanulmányban csak az azok az ügyletek szerepelnek az értékeikkel, melyek nemzetközi szerepvállalással valósultak meg, és melyekhez a vezető szervezők (MLA-k) által jegyzett szindikált hitelre, valamint kötvénykibocsátók által lebonyolított kötvénykibocsátásra volt szükség. A pénzügyileg lezárt tranzakciók alapján elmondható, hogy a fent említett nagynevű pénzügyi intézmények szerepe a válság előtt, 2005-ben a teljes projektkötvénypiac közel 53%-át tették ki, míg ez az érték 10 év elteltével 26%-ra zsugorodott. Nem szabad azonban figyelmen kívül hagyni azt a tényt, hogy a fenti számok a pénzügyileg lezárt ügyletekre vonatkoznak, amelyek évekkorábban indultak, bár a csökkenő tendencia így is egyértelműen látható.

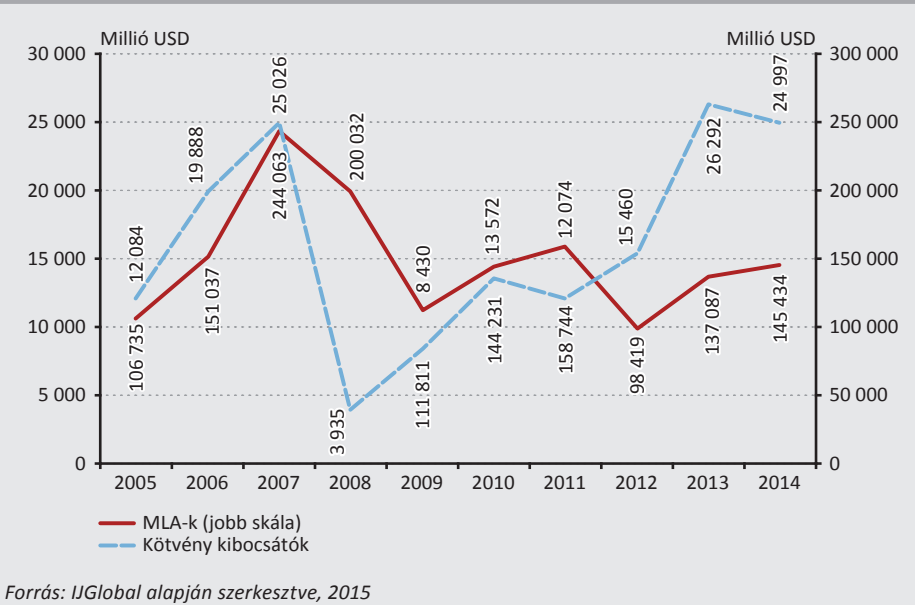
---

<sup>10</sup> A továbbiakban ezt a 10 db, a válság kitörésében jelentősen érintett pénzügyi vállalkozást „V10” csoportnak nevezzük.

1. ábra

A kötvénykibocsátók és a vezető szervezők pénzügyileg lezárt projektjeinek értéke

(millió USD)



A fenti ábra megmutatja, hogy a projektfinanszírozás kötvénypiaca a vizsgált 10 évben igen hektikusan alakult, azonban még így is kiemelkedő, 29%-os növekedést tudott felmutatni éves átlagban. A projektkötvények piacán a válság 2008-as robbanása sosem látott visszaesést hozott, mely az előző év átlagában 84%-os, a bázisévhez (azaz 2005-höz) képest pedig 66%-os visszaesést eredményezett. Mindez azt bizonyítja, hogy a projektfinanszírozás kiemelten érzékeny a magas tőkeáttétel miatt a piaci bizonytalanságokra, különösképpen a krízisekre. A válság első sokkját követően a piac kezdett visszaállni a válság előtti szintre, egészen 2011-ig, amikor ismét enyhe visszaesés volt a görög krízis okozta euróválság miatt. A 2011-es visszaesés korántsem volt akkora, mint a 2008-ban tapasztalt, mivel a kötvényfinanszírozás volumene nem ment a 2005-ös szint alá, sőt az előző évi értékekhez képest is csak 11%-os volt a visszaesés.

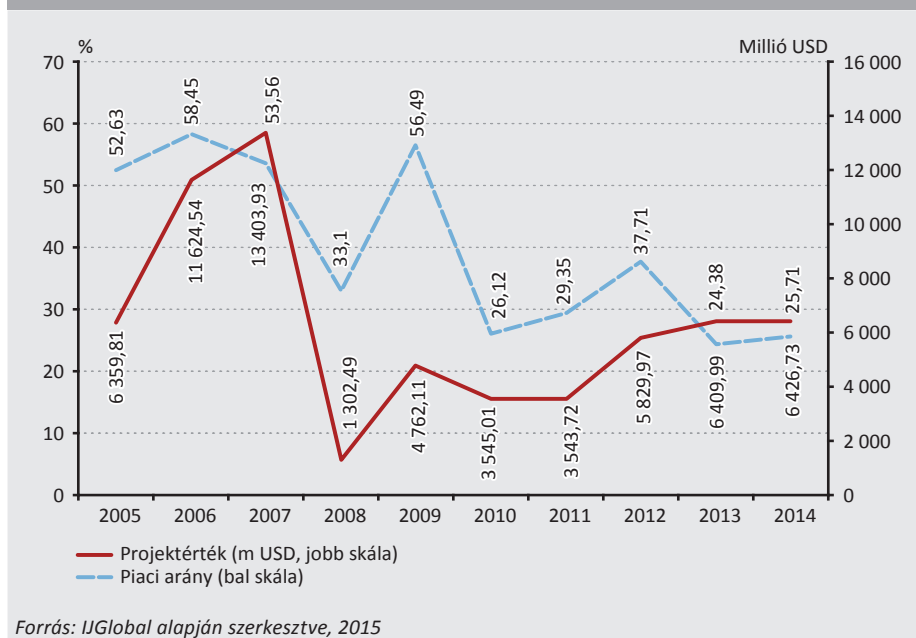
Az MLA-piacon azonban más kép rajzolódik ki a válság előtt és után. Az MLA-piac a 2005-ös bázisévet követően dinamikus növekedésnek indult. A bázisév értékéhez képest a piac 2007-re 129%-kal növekedett, és a válság berobbanásakor, 2008-ban sem csökkent annak értéke (a bázisévhez képest még így is 87%-kal volt magasabb), ellentétben a kötvénypiac hatalmas zuhanásával. Ha a 2008-as adatokat az előző évi értékhez viszonyítjuk, akkor sem látható olyan nagymértékű zuhanás (18%), mint a kötvénypiac esetén. Az MLA-piacot a subprime válság kevésbé viselte meg, mint a fentebb már említett görög válság, ami a vezető szervezők piacán egy évvel ké-

sőbb, azaz 2012-ben fejtette ki látványosan a hatását. 2012-ben a piac a báziséhez viszonyítva óriásit zuhant, a 2005-ös értékhez képest 8%-kal volt alacsonyabb. Ez az érték az előző évi adatok tekintetében is jelentős visszaesést mutat (38%). Ennek oka, hogy az MLA-piacon több olyan bank is szerepel, amely a görög adósság finanszírozásában is érdekelt volt és érdekelt ma is. A félelem a görög állam bedőlésétől és az ezzel járó bizonytalanság jelentős mértékben növelte ezen hitelezők kockázatát, ami óvatosabb magatartásra és egyben a tartalékok képzésére is ösztönözte a pénzügyi piacok szereplőit.

Mindezek után célszerű megvizsgálni a válság kapcsán leginkább emlegetett és ismert szereplők projektfinanszírozásban vállalt szerepét is.

2. ábra

A „V10” pénzügyi intézménycsoport piaci aránya (%) és az általuk pénzügyileg lezárt projektérték (m USD) a projektkötvények piacán

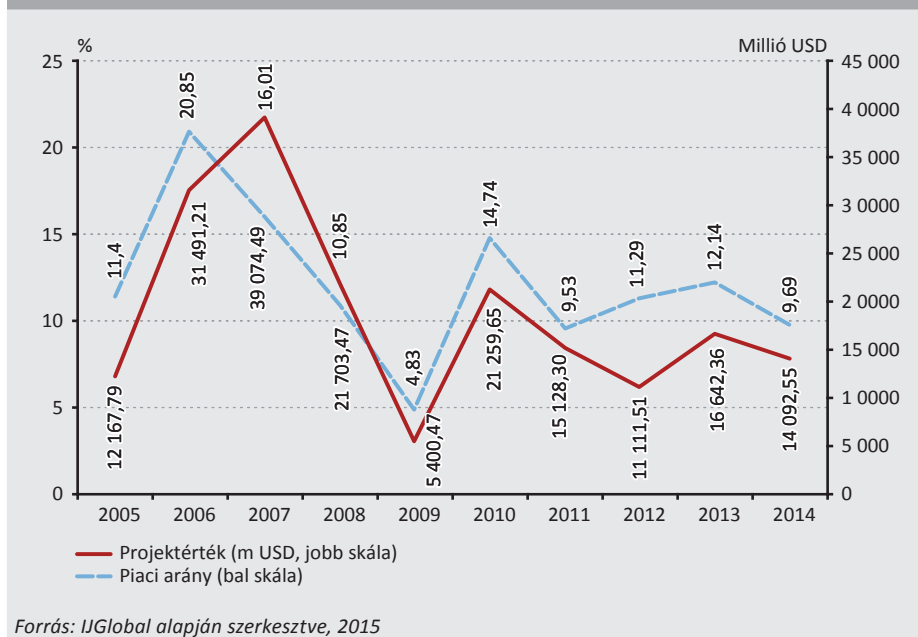


A fent felsorolt intézmények a vizsgált tíz év átlagában a projektkötvénypiac 40%-át tették ki. A fenti ábráról leolvasható, hogy az intézménycsoport a projektfinanszírozás kezdeti szakaszában a kötvénypiac több mint 50%-át foglalta le, ami a válság első jelének megjelenésekor máris csökkenést mutatott. Az intézmények aránya a piacon 2008-ban 33%-ra zsugorodott, bár a következő évben ismét 50% fölé ment. Ennek az ugrásnak az oka nem a kötvénypiac és a vizsgált intézmények mozgósítható forrásainak bővülése volt (ahogy a projektérték is mutatja), hanem a piac beszűkülése. Ezt követően a „V10”-ek piaci aránya 25% és 38% között mozgott, és 2014-ben, az utolsó vizsgált évben 25,71%-on állt meg.

A 10 vizsgált intézmény projektkötvényeinek értéke még szemléletesebben mutatja a válság miatti krízis hatását a forrásaik tekintetében. 10 év átlagában 6 321 millió USD értékben finanszíroztak projektkötvényeket. 2005-ben az intézmények 6 360 millió USD értékben intéztek projektkötvény-kibocsátást, amely összeg egészen 2008-ig igen erőteljesen növekedett, 2007-re – 2005-ös bázison mérve – az érték már 111%-kal volt magasabb, mint a bázisév adata. A 2008-as válság miatti visszaesésnek köszönhetően a vizsgált intézmények a bázisév értékének az ötödét mondhatták magukénak. A válság berobbanása után lassú emelkedést mutatott az intézmények projektkötvényeinek értéke, bár a 2005-ös szintet csak 2013-ra sikerült elérni, ami 2014-ben is csak alig 2%-kal volt magasabb, mint a bázisévi adat. Érdekes megvizsgálni az értékeket az előző év arányában is. A 2008-as visszaesés – mely a bázisév adatai alapján is hatalmas volt – az előző év arányában még drasztikusabb, mivel a 2007-es projektkötvényérték mindössze 9,72%-a. A 2011-es visszaesés a „V10” értékekben nem látszik annyira, mint a teljes projektkötvény-kibocsátás tekintetében, mivel a 2010-es érték alá csak kismértékben csökkent (99,96%). A „V10” intézménycsoport által kibocsátott kötvények tekintetében 2012-ben figyelhető meg még egy jelentős ugrás, mely a 2011-es értékhez képest 64,52%-kal volt magasabb (ez az érték a bázisévi adat 91,67%-a, szemben az előző évi 55,72%-kal). A következő két évben stagnálás jellemzi a projektkötvénypiac ezen szegmensét.

3. ábra

A „V10” pénzügyi intézménycsoport piaci aránya (%) és az általuk pénzügyileg lezárt projektérték (m USD) az MLA-piacon



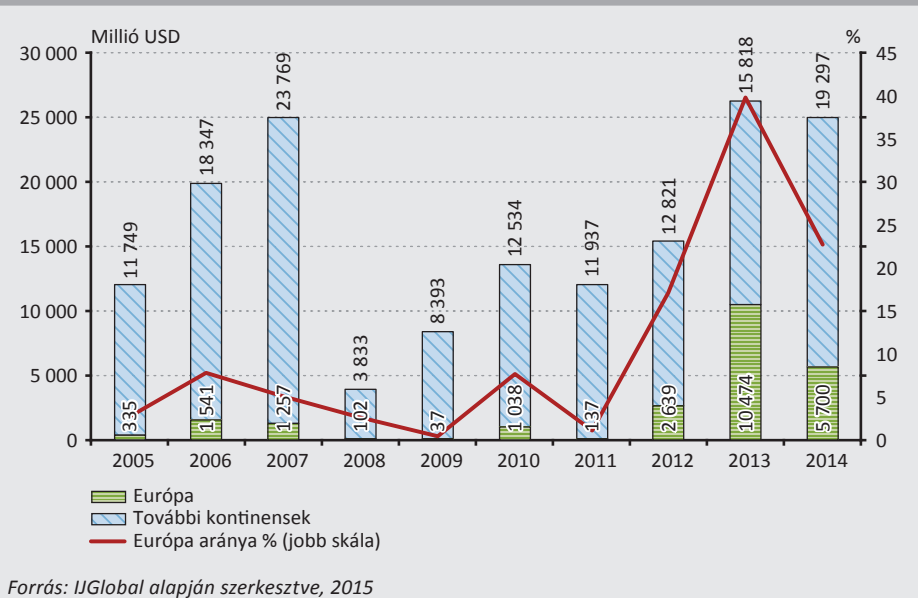
A vizsgált 10 intézmény a projektfinanszírozás MLA-piacán is hektikus ugrásokat mutat (3. ábra). Szemben a projektkötvények piacán elfoglalt 40%-os aránnyal, az MLA-piacon mindössze 12%-os aránnyal bírtak a vizsgált 10 év átlagában. Piaci arányuk alapján elmondható, hogy a bázisévhez képest (11,40%) 2006-ra igen erőteljesen növelték arányukat, mikor is a piac egyötödét ők tették ki. Érdekesség, hogy a piaci arányuk csökkenése már jóval a válság előtt megkezdődött, mivel 2007-re már csak 16%-on álltak. Ennek oka nem a recesszió előszelében keresendő, hanem a piac fellendülésében, az új szereplők belépésében, ami miatt a „V10” csoport aránya is jelentősen csökkent. A mélypontot a 2009-es év jelentette, mikor is arányuk 4,83%-ra apadt, ami egyértelműen a subprime válság hatásának tudható be. A mélypontot a következő évben gyors kilábalás követte, így a csoport aránya is közel 10 százalékponttal növekedett. A piaci arány ilyen mértékű megugrása az MLA-piac szereplőinek gyengülésével, valamint a vizsgált intézmények egy jelentős részének az állami vagy magánúton történő feltőkésítésével magyarázható. A piaci arány 2011-ben ismét visszaesett, majd lassú növekedés után 2014-re a 2011-es szint közelében rekedt meg, amely a bázisévi arányszámot sem érte el (1,71% ponttal volt alacsonyabb).

Ha a „V10”-ek által leszerződött összegeket vizsgáljuk, látható, hogy a kezdeti (12 168 millió USD) értékhez képest a következő évben annak közel két és félszeresét sikerült mozgósítani, ami 159%-os növekedést jelent. 2007-re az intézménycsoporthoz jegyezhető érték az MLA-piacon tovább növekedett, az előző évhez képest 24%-kal, a bázisévhez képest pedig 221%-kal volt magasabb. A válság berobbanása hatalmas zuhanást idézett elő 2008-ban, de az érték még így is 78%-kal volt magasabb, mint 2005-ben. A 2008-as zuhanást jól szemlélteti az előző év viszonylatában mért 44,46%-os csökkenés is. Az MLA-piacon lekötött összegek zuhanása azonban nem állt meg 2008-ban, az 2009-ben érte el a mélypontját (a kötvények tekintetében ez egy évvel előbb következett be), ahogy a piaci arány esetében is látható volt. Ez az érték a 2005-ös érték 44,38%-a volt, mely az előző év adatának mindössze 24,88%-át tette ki. A vizsgált tíz év és a tíz intézmény viszonylatában ez volt a legalacsonyabb érték. 2010-ben elkezdett az MLA-piac kifelé jönni a gödörből, mivel az érték 2005-ös bázison elérte a két évvel korábbi szintet (ami az előző év tekintetében 294%-os növekedést jelent!), ezt követően azonban ismét lassú zuhanás volt megfigyelhető. A következő mélypont (mely jóval kisebb volt, mint a 2009-es) 2012-ben következett be, amikor az összeg ismét a 2005-ös szint alá zuhant (annál 8,68%-kal volt alacsonyabb). Az előző évhez képest is látványos a csökkenés, 26,55%-kal volt kevesebb az MLA-piacon lekötött összeg. 2013-ban lassú emelkedés, majd 2014-ben ismét csökkenés látható az intézmények által jegyzett összegekben, aminek köszönhetően a 2014-es érték mindössze 15,82%-kal haladja meg a 2005-ös értéket.

### 3. Európa helye a globális projektfinanszírozási piacon

Az európai projektkötvénypiac a vizsgált tíz év átlagában a teljes piac csak egy kis szeletét tette ki, aránya éves átlagban 10,71%. Míg a teljes projektkötvénypiac 2005 és 2014 között összesen 161 758 millió dolláros forgalmat tudhatott magáénak, addig Európa ebből az összegből csak 14,38%-ot, azaz 23 260 millió dolláros értéket jegyezhetett a vizsgált évek alatt.

**4. ábra**  
**A teljes és az európai projektkötvénypiac értéke 2005-2014 között**  
 (pénzügyileg lezárt projektérték, m USD)



Ha megvizsgáljuk (4. ábra) az Európához köthető projektkötvényérték alakulását, látható, hogy csak nagyon kis szeletet képvisel a válságot megelőző években, mivel 2012 végéig 10% alatt volt. Az Európához köthető kötvényérték a kezdeti 335 millió dolláros értékhez képest a következő évre 360%-kal ugrott meg, ami az arány értékét is jelentősen megemelte (2,77%-ról 7,75%-ra). 2007-ben a többi kontinens még emelkedni tudott, de az európai rész már csökkenni kezdett: az előző év értékéhez képest 18,43%-kal volt alacsonyabb. Kimondható tehát, hogy a válság előszele az európai piacon már 2007-ben látható volt. Az érték 2008-ban tovább csökkent (a 2005-ös értéknek mindössze 30,45%-át, az előző évnél pedig csak a 8,11%-át tette ki), azonban az igazi mélypontot az „öreg kontinens” tekintetében 2009-ben érte el, a bázisához képest mindössze 11,04%-ot, az előző – egyébként is nagyon alacsony – adathoz képest pedig 36,27%-ot képviselt. Európa aránya ebben az évben a többi kontinens 0,44%-át képviselte. Az eddigi adatok és a 4. ábra alapján is

kimondható, hogy az európai szegmens a teljes projektkötvénypiac mozgását csak jelentős torzításokkal követi. Az adatok ismeretében elmondhatjuk, hogy 2010-ben az előző évekhez mérve jelentős javulás tapasztalható, de ez a javulás csak tiszviri-életű volt, mivel 2011-ben – az Európát leginkább sújtó görög adósságválság miatt – ismét visszaesett az érték, bár a 2008-as és a 2009-es mélypontot nem érte el (Európa aránya a teljes piac tekintetében 1,13% volt). Európa értéke bázisév viszonylatában 40,90%-ot jelentett ebben az évben. A 2011-es visszaesésben nagymértékben szerepet játszott az európai országok CDS-felárának megugrása is, ami 2011 nyarán kezdődött. A görög CDS 25 000 bázispont körüli értéke semmiképpen sem kedvezett a projektfinanszírozás piacának, sem a kötvény-, sem a hitelpiacon. A görög válság okozta európai szuverénadósság-válság miatt az egész kontinens kockázata megnövekedett, ami a projektfinanszírozók hosszú távú bizalmát a régió iránt visszavetette<sup>11</sup>.

2012 viszont mérföldkőnek mondható Európa tekintetében, mivel a piac értéke jelentős mértékben megugrott. Addig, amíg a teljes piac a bázisévhez képest mindösszesen 27,94%-kal nőtt, Európa 687,76%-kal ugrott meg. A hihetetlen emelkedést még jobban mutatja az előző év alapján számított növekedés is, mely 1926,28%-os. A növekedés 2013-ban csúcsosodott ki – ahogy a további kontinensek értéke is ekkor érte el a legmagasabb szintet –, a bázisév alapján ez 3126,57%-os volt, tehát az előző év adatának a négyszerese (396,89%). Elmondható, hogy az európai szegmens a teljes piac 39,84%-át foglalta le 2013-ban, így a többi kontinens a maradék bő 60%-on osztozott. 2014-ben az európai érték feleződött, de még így is a bázisév 1701,49%-át tette ki (a teljes piac a bázisév 206,86%-án állt meg), lefoglalva ezzel a teljes piac 22,8%-át.

A kötvénypiac alacsony európai értékei alapján kimondható, hogy a kontinentális pénzügyi kultúra itt is jelentősen érezteti hatását. Addig, amíg az amerikai piac elfogadja a kötvényfinanszírozást, az európai szereplők – néhány ország kivételével – idegenkednek tőle. A kontinens keleti fele, mely a piacgazdaság szabályait még mindig tanulja, nehezen fogadja el a hitelek alternatívájaként vagy kiegészítőjeként a kötvényfinanszírozást. Néhány nyugati ország kivételével nem igazán fogadják el ezt a finanszírozási módot, még a projekthitelek kiegészítőjeként sem.

Érdemes megvizsgálni az európai projektkötvénypiac Top 10-es listáját is, melyből láthatók a főbb átrendeledések és szerepcserék a vizsgált évek átlagában. A táblázat a vizsgált időszak elejét és végét, valamint a két mélypont időszakát, 2008-at és 2011-et veszi górcső alá.

---

<sup>11</sup> A közép-kelet-európai országok CDS-felára jelentős mértékben javult a válság után (Szórfi 2015), az európai értékek javulásához mégiscsak kevésnek bizonyul.



**2. táblázat**

**Az első tíz szereplő az európai projektkötvénypiacon**

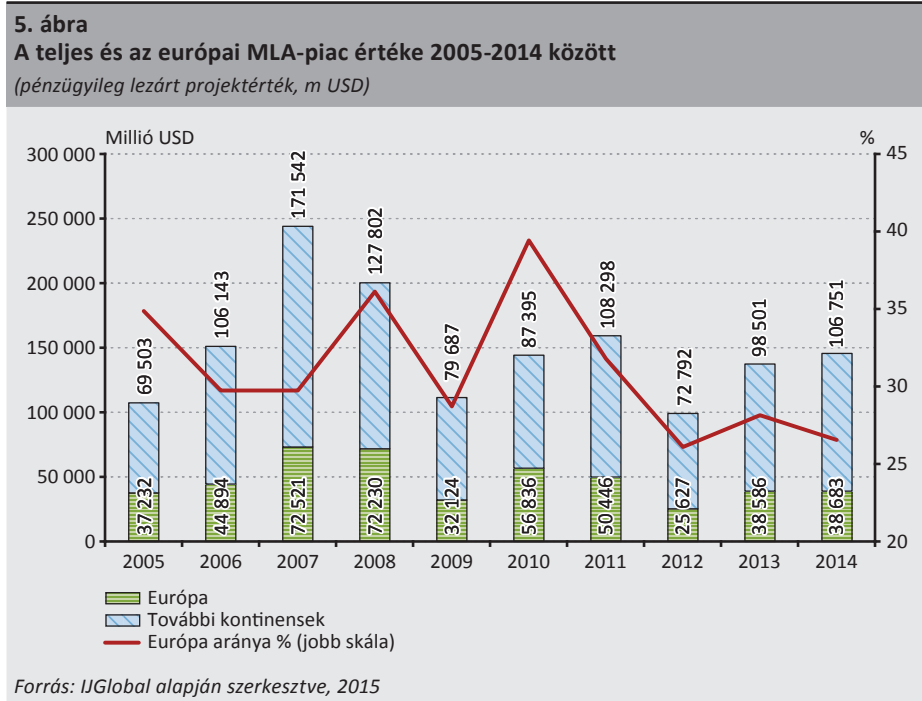
2005				2008		
		Érték (m USD)	Arány (%)		Érték (m USD)	Arány (%)
1	Banco Sabadell	167,50	50,00	Grupo Santander	31,34	30,77
2	Grupo Santander	167,50	50,00	Banca March	14,24	13,98
3				Caixa Geral de Despósitos	13,67	13,42
4				Royal Bank of Scotland	13,67	13,42
5				Espirito Santo Investment	6,30	6,18
6				Caja Madrid	3,46	3,39
7				Milleneum BCP	3,32	3,26
8				BBVA	3,27	3,21
9				Banco BPI	2,81	2,76
10				La Caixa	2,81	2,76
Σ		335,00	100,00		94,89	93,15
2011				2014		
		Érték (m USD)	Arány (%)		Érték (m USD)	Arány (%)
1	Dexia Group	55,89	40,84	Credit Agricole Group	654,00	11,48
2	Isbank	27,00	19,72	Bayern LB	470,00	8,25
3	TSKB	27,00	19,72	Belfius Bank	401,00	7,40
4	Vakifbank	27,00	19,72	Deutsche Bank	401,00	7,40
5				Trade Risks	350,00	6,15
6				Barclays	350,00	6,13
7				Royal Bank of Canada	341,00	5,98
8				ING Group	265,00	4,65
9				Royal Bank of Scotland	262,00	4,60
10				HSBC	252,00	4,43
Σ		136,89	100,00		3 746,00	66,47

*Forrás: IJ Global alapján saját szerkesztés, 2015*

A fenti táblázatból kitűnik az európai projektkötvény piac hektikussága. Míg a vizsgált időszak elején, 2005-ben mindössze két szereplő uralta a piacot 335 m USD értékű projektkötvényt kibocsátva, addig 2008-ra számuk már növekedett, bár az első 10 szereplő által lekötött összeg kevesebb, mint harmadára zsugorodott. 2011-ben ismét négyszereplőssé vált a piac. 2014-re pedig megint növekedett a szereplők

köre, így látható, hogy első 10 szereplő az eddig tapasztalt összegeket meghaladó összegben bocsátott ki projektkötvényeket, a teljes piac 66,47%-át lefedve.

A továbbiakban a projektfinanszírozás hitelpiacát tekintjük át a vezető szervezők által lekötött összegek vizsgálatával (5. ábra).



Az MLA-piacon jobb a helyzet, mint a kötvénypiacon. A vezető szervezők hiteket kínálnak és nyújtanak, ami nagyobb biztonságot és kiszámíthatóságot jelent a finanszírozást igénylők számára a tervezésnél és a törlesztésnél is. A hitelfinanszírozás bevett finanszírozási forma, így a kereslet is nagyobb iránta. A vizsgált időszak elején, amikor még nem futott fel nagymértékben a projektfinanszírozás, látható, hogy Európa aránya a teljes MLA-piacból 35%-ot foglalt el, ami kimagasló aránynak mondható. A következő években, ahogy elkezdett nőni a projektfinanszírozással megvalósított investíciók értéke, megfigyelhető, hogy Európa egyre inkább visszaszorult az arányát illetően, mivel más kontinensek, mint Afrika és Ázsia tört előre. Így 2006-ban és 2007-ben az arány 30%-on állt be, bár 2007-ben a bázisévhez képest 94,78%-kal, az előző évhez képest pedig 61,54%-kal volt magasabb a kontinenshez köthető érték a válságot megelőző hatalmas forrásbőség miatt. Érdeklenség, hogy míg 2008-ban az MLA-piac értéke 18,04%-kal csökkent az előző évhez képest, addig Európában ez a csökkenés alig volt érezhető (0,4%). A válságnak köszönhetően

2009-ben a teljes érték óriási csökkenése látható, bár világviszonylatban még mindig a bázisév felett volt (4,76%). A válság miatti forrásszűke folytán ebben az évben kontinensünk hatalmasat zuhant, mind az arányt, mind az értéket illetően. Az európai érték a teljes érték 28,73%-át tette ki, ami korábban soha sem volt látható, s ami a bázisévet 13,72%-kal, az előző évet pedig 55,53%-kal múlta alul. 2010-ben a teljes piac ugrásához képest Európa sokat javult. Míg a teljes piac az előző évhez képest 29%-kal, addig kontinensünk 76,93%-kal javult, ami a bázisévet is 52,65%-kal haladta meg (a teljes piac 35,13%-kal volt magasabb 2005-höz képest). Ebben az évben a piaci arány is közel 40%-on állt, ami a legmagasabb érték a vizsgált 10 év átlagában. Európában a válság után inkább a megújuló energiaforrások finanszírozása, a közlekedési és a szociális infrastruktúra fejlesztése volt megfigyelhető. 2011-ben kismértékben visszaesett Európa aránya (31,78%), ami az összegek tekintetében is érezhető volt (az előző évhez képest 11,24%). 2012 az európai MLA-piac mélypontját jelentette, mivel annak aránya 26%-ra, az érték pedig az előző évi érték felére zsugorodott. A bázisévhez képest is rekord alacsony az összeg (68,83%) olyannyira, hogy azt még a subprime válság sem tudta felülmúlni. Ennek oka az, hogy a görög válság leginkább a mi kontinensünket érintette, ami nemcsak Görögországot, hanem a teljes eurózónát is veszélybe sodorta. Minden ország, mely erősebben vagy kevésbé erősebben is kötődött a görög gazdasághoz, veszélyes területnek minősült a finanszírozók tekintetében. Mindezekon felül a CDS-felárak ingadozása, az országminősítések sem segítették a projektfinanszírozási piac virágzását. 2013-ban ismét sikerült elérni a bázisévi értéket, és javulás volt látható az előző évhez képest is. 2014-ben az európai MLA-piac viszont nem növekedett, a piaci arány csökkent (28,15%-ról 26,6%-ra), a 2005-ös szinten tartva a kontinenshez köthető értéket.

Ahogy a projektköténypiac esetén, az MLA-piac tekintetében is érdemes megvizsgálni négy kiemelt év első tíz szereplőjének szerepét. A 2. táblázat logikáját követve jelen esetben is 2005, 2008, 2011 és 2014 kerül vizsgálatra (3. táblázat). Mivel az MLA piacon a mélypont nem 2008-ban és 2001-ben jelentkezett, hanem egy éves csúszással, ezért a 2. táblázat még megvizsgálja ezt a két évet is.

<b>3. táblázat</b>						
<b>Az első 10 szereplő az európai MLA piacon</b>						
	<b>2005</b>			<b>2008</b>		
		<b>Érték (m USD)</b>	<b>Arány (%)</b>		<b>Érték (m USD)</b>	<b>Arány (%)</b>
1	BNP Paribas	3 885,87	10,44	Dexia Group	5 407,02	7,49
2	UniCredit	3 546,38	9,53	Royal Bank of Scotland	4 471,90	6,19
3	Société Générale	3 020,68	8,11	West LB	3 230,63	4,47
4	Crédit Agricole Group	2 396,84	6,44	Grupo Santander	3 003,53	4,16
5	Caja Madrid	2 036,89	5,47	BNP Paribas	2 724,80	3,77
6	Dexia Group	1 780,46	4,78	BBVA	2 671,97	3,70
7	West LB	1 771,07	4,76	Caja Madrid	2 665,37	3,69
8	Royal Bank of Scotland	1 361,24	3,66	Caixa Geral de Depósitos	2 659,78	3,68
9	BBVA	1 135,22	3,50	Fortis Bank	2 655,78	3,68
10	Rothschild	1 066,50	2,86	Crédit Agricole Group	2 314,32	3,20
Σ		22 001,15	59,55		31 805,10	44,03
	<b>2009</b>			<b>2011</b>		
		<b>Érték (m USD)</b>	<b>Arány (%)</b>		<b>Érték (m USD)</b>	<b>Arány (%)</b>
1	Grupo Santander	1 960,70	6,10	BBVA	3 183,22	6,31
2	Caixa Geral de Depósitos	1 960,67	6,10	Société Générale	2 946,56	5,84
3	BBVA	1 875,38	5,84	BNP Paribas	2 394,52	4,75
4	BNP Paribas	1 404,46	4,37	Crédit Agricole Group	2 319,97	4,60
5	Crédit Agricole Group	1 306,97	4,70	Grupo Santander	2 231,63	4,42
6	UniCredit	1 236,10	3,85	KfW	2 048,75	4,60
7	La Caixa	1 186,32	3,69	UniCredit	1 995,23	3,96
8	Caja Madrid	1 146,16	3,57	Garanti Bank	1 609,41	3,19
9	Société Générale	1 075,32	3,35	Dexia Group	1 492,88	2,96
10	Banesto	1 032,86	3,22	ING Bank	1 395,52	2,77
Σ		14 184,94	44,79		21 617,69	43,40

	2012			2014		
		Érték (m USD)	Arány (%)		Érték (m USD)	Arány (%)
1	UniCredit	1 388,23	5,42	Garanti Bank	2 588,00	6,69
2	Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ	1 323,82	5,17	ING Bank	1 830,00	4,73
3	Société Générale	1 300,77	5,08	Société Générale	1 629,00	4,21
4	BBVA	1 004,02	3,92	BNP Paribas	1 484,00	3,84
5	Crédit Agricole Group	927,00	3,62	Yapi Kredi	1 483,00	3,83
6	Natixis	918,11	3,58	CréditAgricole Group	1 450,00	3,75
7	Deutsche Bank	872,94	3,41	Mitsubishi UFJ Financial Group	1 443,00	3,73
8	SMBC	803,14	3,13	Sumitomo Mitsubishi Financial Group	1 312,00	3,39
9	BNP Paribas	781,31	3,05	Isbank	1 294,00	3,35
10	HSN Nordbank	751,36	2,93	Natixis	1 276,00	3,30
Σ		10 070,70	39,31		15 789,00	40,82

*Forrás: IJGlobal alapján szerkesztve, 2015*

Az MLA-piac – ahogy a fent leírtak és a táblázat is mutatja – jóval kiterjedtebb, mint a projektkötvénypiac, ami a szereplők nagy számát is maga után vonja. Az MLA-piac első 10 szereplőjének vizsgálata alapján elmondható, hogy a hat kiemelt évben kis megszakításokkal ugyan, de folyamatosan csökkent azok aránya, ami azt jelenti, hogy a piac folyamatosan bővült. Elmondható, hogy nemcsak a szereplők, de az összegek is jelentősen módosultak, ami a piac hektikusságát támasztja alá.

#### 4. Összegzés

Ahogy a fenti ábrákról is leolvasható, a projektfinanszírozás hitel- és kötvénypiacai jelentősek Európa, de minden más kontinens és ország számára. A projektfinanszírozás olyan beruházásokat képes életre hívni a kiemelten magas tőkeáttétel miatt, amelyek a hagyományos vállalati hitelezés keretében nem lennének finanszírozhatók. A magas tőkeáttétel egyben magas kockázatot is jelent, ami miatt a finanszírozási forma rendkívül érzékeny a piaci válsághelyzetekre, mozgásokra. Megállapítható, hogy a jelzálogpiaci válság és a görög válság nagy nyomot hagyott a hitel- és kötvénypiacon egyaránt. A jelzálogpiaci válságban leginkább érintett intézmények a krízis előtt fontos szereplői voltak a piacnak, ami tovább nehezítette a válság utáni helyreállást. Elvárható lenne, hogy egy ilyen speciális finanszírozási forma esetében a kötvényfinanszírozás legalább megközelítőleg olyan szerepet kapjon, mint a hitelfi-

nanszírozás, mivel számos előnnyel bír a bankok diktálta hitelfeltételekkel szemben. Mint látható, a kötvényfinanszírozás itt is csak kiegészítő finanszírozási módozatként értelmezhető, mely kifejezetten érzékeny a piacok hektikus ingadozásaira. A vizsgált 10 évben két válságot is túlélt a projektfinanszírozási piac, így (ha más nagyobb válság nem fogja megrázni a világot és Európát) bízhatunk abban, hogy e termék révén Európa és minden más kontinens még több, szociális és gazdasági szempontból is stratégiai fontosságú investíciót lesz képes megvalósítani a következő években.

## Felhasznált irodalom

- Ahmed, P. A. (1999): *Project finance in developing countries: IFC's lessons of experience*, Washington D.C, International Finance Corporation.
- Borzán Anita – Lentner Csaba – Szigeti Cecilia (2011): *A pénzügyi vállalkozások felelősségvállalásának új dimenziói*, *Economica* (Szolnok), 4 (11): pp. 22–30.
- Byoun, S. – Kim, J. – Yoo, S. S. (2013): *Risk management with leverage: evidence from project finance*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 8., Issue 2: pp. 549–577.
- Brealey, R. – Cooper, I. – Habib, M. (1996): *Using project finance to fund infrastructure investments*, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 9, Issue 3: pp. 25–38.
- Esty, B. C. (2003): *The economic motivations for using project finance*, Working Paper, Harvard Business School <http://www.people.hbs.edu/besty/BCE%20PF%20Motivations%202-14-03.pdf>, letöltve: 2015.08.16.
- Esty, B. C. (2007): *An overview of project finance & infrastructure finance*, Boston Harvard Business School Publishing.
- Fight, A. (2006): *Introduction to Project Finance*, Butterworth – Heinemann / Elsevier, Oxford.
- Finnerty, J. D. (2007): *Project Financing - Asset-Based Financial Engineering*, John Wiley & Sons, Hoboken.
- Gáldi György (2002) *Vállalatfinanszírozás és/vagy projektfinanszírozás*, Figyelő Fórum, Budapest.
- Gatti, S. – Kleimeier, S. – Megginson, W. L. – Steffanoni, A. (2013): *Arranger certification in project finance*, *Financial Management*, Vol. 42., Issue 1: pp. 1–40.
- Jensen, M. C. – Meckling, W. (1976): *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and capital structure*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3., Issue 4: pp. 305–360.
- John, T. – John, K. (1991): *Optimality of project financing: Theory and empirical implication in finance and accounting*, *Rewiew of Quantitative Finance and Accounting* 1: pp. 51–74.

- Király Júlia (2008): Likviditás válságban (Lehman előtt, Lehman után), Hitelintézeti Szemle, VII. évf, 6: pp. 598–611.
- Kónya Judit (2009): A projektfinanszírozás jogi aspektusai, Hitelintézeti Szemle, VIII. évf., 2. szám: pp. 125–151.
- Lentner Csaba – Kolozsi Pál – Tóth Gergely (2010): A magyar válságkezelés sajátosságai és ellentmondásai, EU Working Papers, 13. (1): pp. 3–17.
- Myers, S. C. (1977): *Determinants of corporate borrowing*, Journal of Financial Economics, Vol. 5., Issue 2: pp. 147–175.
- Nádasdy Bence – Horváth S. Attila – Koltai József (2011): Strukturált finanszírozás Magyarországon, Alinea Kiadó, Budapest.
- Szalai Zsolt (2011): *A projektfinanszírozás múltja és jelene*, Híradástechnika, LXVI. évf., 3: pp. 49–52.
- Szórfi Zsolt (2015): *Sokat javult megítélésünk a CDS-árazások alapján*, <https://www.mnb.hu/letoltes/szorfi-zsolt-sokat-javult-megitelesunk-a-cds-arazasok-alapjan.pdf>, letöltve: 2015. December 18.
- Yescombe, E.R. (2008): *A projektfinanszírozás alapjai*, PANEM Kiadó, Budapest.
- Williamson, O.E. (1998): *Corporate Finance and Corporate Governance*, Journal of Finance, vol. 43, issue 3: pp. 567–591.

# A hazai felvásárlás előtt és után: fókuszban a forgótőke-menedzselés

Kucséber László Zoltán

*A szerző azt kutatja, hogyan befolyásolták a felvásárlások a forgótőke-gazdálkodás hatékonyságát, összekapcsolódtak-e a dinamikus tendenciák a forgótőke-gazdálkodás hatékonyságának a javulásával. Elemzi a mérleg- és eredménykimutatások adatait, a forgási időt, a finanszírozási időt, az átlagos forgótőkét, az időtartam-mutatót, valamint az eszköz- és részvénytőke-arányos megtérülési rátákat, és az ezeken alapuló számításokból kapott eredmények alapján arra a következtetésre jut, hogy ha voltak is erőfeszítések az erőforrások átcsoportosítására és racionalizálására, az nem járt a (forgótőke-) gazdálkodás javulásával.*

**Journal of Economics Literature (JEL) kódok:** G34, G38

**Kulcsszavak:** fúziók, felvásárlások, forgótőke-menedzselés

## Bevezetés

A célkitűzésem a következő: Megvizsgálni azt, hogy hogyan befolyásolták a felvásárlások a forgótőke-gazdálkodás hatékonyságát. Az elemzéshez a magyarországi székhelyű felvásárló vállalatok, továbbá a céltársaságok mérleg és eredménykimutatásaiból kettős adatbázist állítottam össze.

Először áttekintem a témakör definícióit, az M&A-tranzakciók és a forgótőke-menedzsment kapcsolatát, majd bemutatom a magyar nyelvű szakirodalomban kevésbé ismert due diligence módszert. Az (operatív) due diligence módszer használatával a felvásárló vállalatok még az ügylet létrejötte előtt elemezhetik a céltársaságok forgótőke-gazdálkodását. Ezután ismertetem a témakörben született külföldi kutatások eredményeit, az alkalmazott módszertant és az adatbázisokat. A munkám második részében bemutatom a saját szerkesztésű adatbázis elemzéséből született eredményeimet. A mérleg- és eredménykimutatásokból készített adatbázis alapján



a felvásárló társaságok mellett a céltársaságokat is vizsgáltam.<sup>1</sup> Annak érdekében, hogy az eredmények összehasonlíthatóak legyenek, a céltársaságokra is elvégeztem a felvásárló vállalatokra végzett számításokat. A céltársaságok vizsgálatának eredményei magyarázatul szolgálhatnak az egyesülést követő változásokra, mivel a felvásárlást követő évek eredményeinek alakulását befolyásolja az, hogy a céltársaság vajon prosperált, stagnált, vagy hanyatló szakaszban volt. Ennek érdekében a 2007 és 2011 közötti időszak vizsgálatát a felvásárlást megelőző egy, és a felvásárlást követő két évre végeztem el. Az így adódó 2006 és 2013 közötti időszakban azonban két gazdasági visszaesés is történt (2009 és 2012).

Jelen tanulmányban a válság hatását nem tudtuk szétválasztani a felvásárlástól, így szem előtt kell tartanunk, hogy a negatív tendenciák jelentős részét a válság magyarázhatja.

## 1. Elméleti áttekintés

### 1.1. Az M&A-ügylet hatása az egyesülő vállalatok (működési) hatékonyságára

Először szakirodalmi áttekintés keretében kitérek a választott témakör releváns fogalmaira, valamint arra, hogy az akvizíció hogyan befolyásolja a felvásárló és a céltársaságok operatív hatékonyságát.

A jelenleg hatályos *1996. évi LVII. törvény a tisztességtelen piaci magatartás és a versenykorlátozás tilalmáról*<sup>2</sup> szóló törvény a következőképpen fogalmazza meg a vállalatok egyesülését: „Vállalkozások összefonódása (koncentrációja) jön létre, ha két vagy több, előzőleg egymástól független vállalkozás összeolvad, vagy egyik a másikba beolvad, vagy a vállalkozás része a vállalkozástól független másik vállalkozás részévé válik.” Azt a vállalatot, amelyik az irányítást megszerzi a másik felett, felvásárló vállalatnak, a felvásárlásra kiszemelt vállalatot pedig céltársaságnak nevezük. Az egyesülés két formája a beolvadás és az összeolvadás. Amíg a beolvadás esetében az átvevő gazdasági társaság formája változatlan marad, addig az összeolvadás esetében új jogi személy jön létre.<sup>3</sup> Az üzleti életben gyakrabban találkozunk a „vállalati fúzió és felvásárlás” megnevezéssel. Ebben a munkában szinonimaként használom az „M&A-ügylet”, az „M&A-tranzakció” és az „akvizíció” kifejezéseket. A szakirodalomban használatos a „kombináció” kifejezés is (*Moyer et al. 2003*).

<sup>1</sup> A felvásárló vállalatok és a céltársaságok mérleg- és eredménykimutatás tételeinek súlyozott átlagos értékeinek számítása nem nyújt több információt ahhoz képest, mint amikor külön a felvásárló vállalatok és külön a céltársaságok mérleg- és eredménykimutatásának egyes tételeit összegezzük. A súlyozott átlagos érték számításától eltekintünk a felvásárlást megelőző évben, mivel a felvásárlás pénzügyi hatásának értékelésekor az M&A-tranzakció létrejöttének az évéhez viszonyítok).

<sup>2</sup> Utoljára módosítva: 2014. évi CI. törvény 63. §., XCIX. törvény 210. § (1), XCIX. törvény 210. § (2). Hatályos: 2015. január elsejétől.

<sup>3</sup> 2013. évi CLXXVI. törvény egyes jogi személyek átalakulásáról, egyesüléséről, szétválásáról.

Az M&A-tranzakciók előnyei közé tartozik az, hogy az üzletmenet hatékonysága javul. Ezt a megállapítást igazolják a következő vélemények: „A felvásárlás következtében, a nagyobb termelési-szolgáltatási mérettel járó fajlagos fix költség megtakarítás miatt, a termékek és a szolgáltatások önköltsége csökken” (Sinkovics 2010:70). A termelőeszközök egyesítése következtében javul az előállítás költséghatékonysága, mert a rendelkezésre álló technológiákat átszervezik, és az erőforrásokat átcsoportosítják. A hatékonyságjavulás mellett az összeolvadás szinergiahatása a vállalati érték növekedésében is megjelenik: a vállalatok összevont értéke meghaladja az egyesülő vállalatok egyenként vett értékének összegét (Bélyácz 2009).

Az M&A-tranzakciót követően előfordulhat, hogy a szervezési, irányítási költségek a várt csökkenés helyett növekednek, mivel a nagyobb vállalatot nehezebb irányítani, felügyelni, és fokozódnak az ösztönzési problémák, ezáltal növekedhet az egyesült vállalat működési kockázata. A hatékonyságot javító tranzakciók mellett léteznek olyan akvizíciók is, amelyek csökkentik a működési hatékonyságot és a jövedelmezőséget is (Bárczy et al. 2008). Az egyesült vállalat menedzsmentjének célja ebben az esetben az adótörvényekben rejlő lehetőségeket kihasználni, és/vagy a piaci, politikai hatalmat kiterjeszteni. Ebből az következik, hogy ami az egyesült vállalat tulajdonosai számára nyereség, az a társadalom számára veszteség (Carlton-Perloff 2003).

## 1.2. Az (operatív) due diligence eljárás

Mielőtt rátérek a felvásárló vállalatok forgótőke-gazdálkodásának vizsgálatára, nem tekinthetek el a célvállalatok értékelési és átvilágítási módszereinek rövid ismertetésétől, mivel ezek az eljárások alapvetően szükségesek a tranzakció létrejöttéhez.

Napjainkig nem született olyan munka a magyar szakirodalomban, amely részletesen foglalkozik a due diligence eljárással, pedig ezzel az eljárással még a felvásárlást megelőzően feltárhatjuk a felvásárolni szándékozott céltársaság működésének erős és gyenge pontjait. A következőkben ezért betekintést nyújtok a due diligence eljárásba.

A due diligence a felvásárló által irányított olyan átvilágítási folyamat, amelynek célja a céltársaság értékelése (Howson 2003). A due diligence csökkenti annak a kockázatát, hogy a felvásárló túlértékelje a céltársaságot, és ezáltal magasabb árat fizessen. Kinek a feladata a due diligence eljárást menedzselni? Az átvilágítást az ún. due diligence team végzi, amelynek létszáma az ügylet ciklusával összhangban változik, és egyaránt függ a céltársaság nagyságától. Szélsőséges esetben a due diligence team létszáma százas nagyságrendű is lehet. A due diligence team magában foglal pénzügyi elemzőket és operatív vezetőket is, amely így sokkal hatékonyabb, mint egy csupán pénzügyi szakemberekből álló csapat. A felvásárló vállalat operatív vezetői készítik a due diligence interjút a céltársaság operatív vezetőivel (Wessels et al. 2010).

A due diligence folyamat már megkezdődik a felvásárlás lehetőségének a felismerésével. A felvásárló először összegyűjti a céltársaságról könnyen elérhető információkat. A felvásárló a következő három kérdés megválaszolása után folytatja tovább az akvizíciós folyamat vizsgálatát: Hosszú távon megéri birtokolni és működtetni a céltársaságot a részvényesei számára? Mennyit ér a céltársaság? A felvásárló vállalat képes finanszírozni az ügyletet? (Reed et al. 2007).

Egyik törvény sem írja elő a due diligence eljárást a felvásárlás folyamatában, és nem azonos a Ptk. 2013. évi CLXXVI. törvény által kötelezően előírt vagyonmérleg-tervezet és az azt alátámasztó vagyonleltár-tervezettel. A due diligence lefedi a célvállalat minden szervezeti egységét, a teljes működési folyamatát és a működést befolyásoló külső tényezőket is. Snow (2011) és Bruner (2010) az alábbi due diligence területeket különbözteti meg: jog; információtechnológiai folyamat; számvitel, adózás; működés (termelés, szolgáltatás); humánerőforrás-gazdálkodás; marketing.

A választott témának megfelelően itt kizárólag a céltársaság működését értékelő due diligence készítésével foglalkozom. Az átvilágítási eljárás tartalmazza a működési folyamatok helyszíni értékelését, és nem nélkülözheti az operatív vezetőkkel folytatott interjúk készítését sem. Az átvilágítás eredményeként megismerjük a céltársaság működésének szűk keresztmetszeit, a gyártási/szolgáltatási minőséget (például hibás termékek arányát), a készlethasznosítást és az üzemi-vállalati kultúrát (Bruner 2010). A due diligence folyamatban az operatív működés elemzéséhez a felvásárló összegyűjti a következő információkat: (i) „A céltársaság gyártott/értékesített termékei és szolgáltatásai, (ii) a fejlesztés alatt álló termékek, szolgáltatások, (iii) az informális, formális beszállítói és vevői szerződések, megállapodások, (iv) termék/szolgáltatás minőségi szabványok, eljárások.” (Snow 2011:217)

### **1.3. A nemzetközi empirikus eredmények, az elemzés módszere és az adatbázisok**

Hét olyan kutatást emelek ki, amely iránymutatásul szolgál a magyarországi M&A-kutatásokhoz és az elemzésem módszertanának kialakításához. A kutatás eredményei mellett megismerhetjük azt is, hogy a kutatók milyen pénzügyi módszereket alkalmaztak, és a felvásárlást megelőzően és azt követően hány évet vizsgáltak.

Köke (2001) 1986–1995 között 1700 német közép- és nagyvállalat működési teljesítményét –eszközarányos megtérülési rátáját (ROA = Return on Assets) és a részvénytőke-arányos megtérülési rátáját (ROE = Return on Equity) – vizsgálta, és megállapította azt, hogy felvásárlási célponttá a gyenge működési teljesítményt nyújtó vállalatok váltak. Alexandridis és szerzőtársai (2011) vizsgálták az USA-ban 1990 és 2007 között végrehajtott M&A-tranzakciók átlagos és medián ROA értékeit a felvásárlást megelőző és az azt követő 3-3 évben. A vizsgált vállalatokat piaci részesedés alapján kis-, közepes- és nagyvállalatok csoportjaiba sorolták. A vizsgálat szerint

mindhárom kategóriában csökkent a ROA értéke a felvásárlást követő években, de a legnagyobb csökkenés a közepes és a nagyvállalatok esetében történt.

*Selcuk és Yilmaz (2011)* 62 török felvásárló vállalat ROA, ROE és ROS (Return on Sales = Net Income/Net Sales) értékeinek alakulását elemezte az M&A-tranzakciót megelőző és követő két évben, 2003 és 2007 között. A kapott eredmények szerint a tranzakció negatívan befolyásolta a felvásárló vállalatok teljesítményét. *Carline és szerzőtársai (2009)* az Egyesült Királyságban az 1985 és 1994 között létrejött felvásárlásoknak a működési cash-flow-ra gyakorolt hatását a vizsgálták. Elemezték az M&A-tranzakciót megelőző egy, és az M&A tranzakciót követő 5 évet. A vizsgált kisvállalkozásoknak csupán 34,7, a nagyvállalkozásoknak 23,4 százalékában növekedett a működési cash flow értéke. *Kwoka és Pollitt (2010)* az USA elektronikai ágazatában megvalósult M&A tranzakciók hatását vizsgálta a működési költségek alakulására az 1994–2003 közötti időszakban, a felvásárlást megelőző és követő 2–2 évben. A szerzők megállapították, hogy az elektronikai ágazatban nem csökkentek a működési költségek a felvásárlásokat követően. *Tsung-ming és Yasuo (2002)* 86 japán vállalatfelvásárlás hatását vizsgálta a ROA, a ROE, az értékesítés árbevétel és a foglalkoztatottak növekedési rátáinak alakulására. A kutatás felölelte az M&A tranzakció előtti és utáni 4–4 évet. Kiderült, hogy a japán M&A-tranzakciók nem javították a cégek megtérülési rátáit és a jövedelmezőségi mutatószámait. *Balogh (2006)* disszertációjában összegyűjtötte – a nemzetközi szakirodalom alapján – az M&A-tranzakciók pénzügyi jellemzőit. A számviteli adatokon alapuló 14 tanulmány szerzői a felvásárló vállalatok a sajáttőke- és az összeseszköz-arányos nyereség (ROE- és ROA-értékek) csökkenését tapasztalták a felvásárlást követően. Az 1948–1995 közötti időszakban vizsgált minták átlagosan 200 M&A tranzakciót öleltek fel (*Balogh 2006*).

A továbbiakban ismertetem a választott gazdálkodási terület elemzéséhez alkalmazott pénzügyi eszköztárat. A forgótőke (working capital) a forgóeszközök és a rövid lejáratú kötelezettségek különbsége (*Brealey–Myers 2003:121; Copeland–Weston 1992: 41*), amelyet a nettó forgótőke (net working capital) kifejezéssel azonosan is használnak (*Brealey–Myers 2011:906; Bélyácz 2007:360; Szabó–Pálinkó 2004:330; Fazekas et al. 2003:548*). A pozitív forgótőke azt jelenti, hogy a vállalkozás a rövid lejáratú kötelezettségek teljesítésén felül rendelkezik forgóeszközzel. Ezt akkor tekintjük kedvezőnek, ha a forgótőke likvid, vagyis ha a pénzeszközök és a likvid értékpapírok nagysága meghaladja a nem, vagy kevésbé likvid forgóeszközök – készletek és követelések – nagyságát. A pozitív forgótőkét nem tekintjük likvid forrásnak akkor, ha a készletek és a követelések nagysága meghaladja a likvid forgóeszközök nagyságát (*Katits–Szalka 2015*). A negatív forgótőke azért jelent problémát, mert a forgóeszközök nem fedezik a rövid lejáratú kötelezettségeket, és ebből eredően a vállalkozás nemcsak a forgóeszközeit finanszírozta rövid lejáratú kötelezettségekkel, hanem a befektetett eszközeit is.

A forgótőke-menedzselés elemzése magában foglalja a forgási idő, a készpénzkonverziós ciklus és a működési cash-ciklus számítását is (*Mathur2007; Bhattacharya 2009*). Minden cég operatív hatékonyságát befolyásolja, de egyúttal meg is határozza az, hogy az egyes forgóeszköz-elemei mennyire gyorsan térülnek meg az árbevételből. Az elemzést először a működési tevékenységhez közvetlenül kapcsolódó forgóeszközök forgási idejének számításával kezdem. A forgási idő nagyságát úgy kapjuk meg, hogy összeadjuk a készletek raktározási és megmunkálási idejét<sup>4</sup>, a vevői követelések behajtási idejét és a pénzeszközök újrafelhasználásának idejét<sup>5</sup>. A vállalkozásoknak célszerű törekedni ennek az időtartamnak a csökkentésére.

A működési cash-ciklussal azt az időperiódust kalkulálom, amelyben a vállalkozás pénzügyi forrásai a vásárolt és saját termelésű raktárkészletben, továbbá a vevői követelésekben lekötve vannak, mielőtt követné a pénzbeáramlás az értékesítés, illetve a nyújtott szolgáltatás következményeként (*Katits-Szalka 2015; Hofmann et al. 2011*).

A készpénz-konverziós ciklus kalkulálásához összeadjuk a raktározási idő, a megmunkálási idő és a vevői követelések behajtási idejét, ezután pedig kivonjuk a szállítói tartozások idejét (*Sagner 2010:15; McLaney 2009:381*). Ez azonos a finanszírozási idő számításával, amely azt mutatja meg, hogy a vállalkozás hány napra igényel likvid forgótőkét. Ha a készletlektési idő és a vevői követelések behajtási idejének összege nem éri el a szállítói tartozások rendezésének idejét, akkor a finanszírozási idő negatív, amelyet kedvezőnek azért tekintünk, mert a vállalkozás ebben az esetben többletfinanszírozási forrással rendelkezik.

A nemzetközi szakirodalomban megjelent vizsgálatokhoz hasonlóan kalkulálok ROA- és ROE-rátákat. A ROA és a ROE Du Pont-modell szerint történő szétbontásával további információkhoz jutok a vállalatok működésének hatékonyságáról.

A vizsgálatom felöleli az összes, a Gazdasági Versenyhivatal (GVH) által engedélyezett tranzakcióban részt vevő, magyarországi székhellyel rendelkező felvásárló vállalatot és céltársaságot. A vállalkozások összefonódásához a GVH-tól engedélyt kell kérni akkor, ha az érintett vállalkozáscsoportok tagjai az előző üzleti évben elért értékesítési nettó árbevétele együttesen a tizenöt milliárd forintot meghaladja és az érintett vállalkozás-csoportok között van legalább két olyan vállalkozáscsoport, melynek értékesítési nettó árbevétele ötszázmillió forint felett van (*GVH Vj/85-13/2014. jelű határozata 2014*).

<sup>4</sup> A megmunkálási időt nem számoljuk a kereskedelemben és a szolgáltató szektorokban működő cégekre, mivel nem végeznek gyártási tevékenységet, ezért a mérlegben a befejezetlen termelés és félkésztermékek értéke nem szerepel.

<sup>5</sup> A pénzeszközök újrafelhasználási ideje (the deposit time of liquid assets) azt mutatja meg, hogy a vállalkozás a vevőktől beérkezett ellenértéket hány napon belül fordíthatja újra készletek beszerzésére. *Katits-Szalka (2015)* alapján a forgatási célú és a likvid értékpapírokat kiemeltem az elemzésből, mivel ezeket a vállalkozások felhasználhatják az üzletmenet finanszírozásához akkor, ha a pénzeszköz nem elég.

Az akvizíció hatását – a közölt külföldi M&A-elemzésekhez hasonlóan – a felvásárlást megelőző és azt követő két évre végzem, majd pedig összehasonlítom a tendenciákat. Ennek megfelelően vizsgálom a 2007 és 2011 közötti időszakban a GVH által nyilvántartott 56 magyarországi székhelyű felvásárló vállalat és céltársaság 2006 és 2013 közötti mérleg-<sup>6</sup> és eredménykimutatásait. A vizsgálat kezdő időpontját alapvetően meghatározza az a tény, hogy az e-beszámoló portálon ([www.e-beszamol.hu](http://www.e-beszamol.hu)) kizárólag a 2006. évtől kezdve férhetünk nyilvánosan éves beszámolókhöz.

A vállalatok működési feltételei eltérőek az egyes szektorokban és ágazatokban, ezért az adatbázisban szereplő 56 felvásárló vállalatot besorolom az 5 – mezőgazdaság, ipar, építőipar, kereskedelem és szolgáltatás – nemzetgazdasági ágba, s eszerint végzek elemzést. Az ipar nemzetgazdasági ágban 11, a kereskedelem szektorban 10 és a szolgáltatás nemzetgazdasági ágban 29 felvásárlás történt. Mivel a vizsgált időszakban az építőipari szektorban mindössze 2, a mezőgazdasági szektorban pedig 4 felvásárlás történt, ezért ezektől eltekintettem, s így a számításokat 3 nemzetgazdasági ágra végeztem.

## **2. A magyarországi felvásárló vállalatok forgótőke-menedzselésének elemzése – az empirikus eredmények**

Ebben a részben közlöm az általam összeállított adatbázis vizsgálatával kapott eredményeket, majd összefoglalom a következtetéseimet és a javaslataimat. A táblázatokban a kedvezőtlen irányú változásokat (!)-jelekkel jelzem. Minden eredményértékelésénél közlöm, hogy a növekedés vagy a csökkenés jelenti-e a kedvezőtlen irányú változást.

Az 1. táblázatban azt látjuk, hogy a működési cash-ciklust magában foglaló forgási idő emelkedett mindhárom szektorban a felvásárlást követő 1. és 2. évben. Vajon a forgási idő milyen összetevői mutatják a hatékonyság romlását? Az ipar szektorban a felvásárlást követő években nem javult a készletgazdálkodás hatékonysága, mivel a raktározási idő mérsékelten növekedett. A felvásárlás után a vevői követelések behajtásának ideje mérsékelten növekedett. A pénzeszközök újrafelhasználási ideje 80 százalékkal (12 nappal) emelkedett a felvásárlást követő 2. évben a felvásárlás évehez képest. A felvásárlást megelőző év 41 napos szállítói tartozások kiegyenlítésének ideje 54 napra emelkedett a felvásárlást követő 2. évben.

---

<sup>6</sup> A mérlegtételek nyitó- és záróértékeit átlagoltam.

**1. táblázat**

**A forgási idő összetevőinek és a szállítói tartozások rendezési idejének alakulása az ipar, a kereskedelem és a szolgáltatás szektorokban létrejött felvásárlások előtt és után**

(napokban)

	t-1	t <sub>0</sub>	t+1	t+2
<b>IPAR</b>				
1. Raktározási idő	19	19	(!)24	(!)23
2. Megmunkálási idő	18	16	18	18
3. Vevői követelések behajtási ideje	45	34	36	38
4. Működési cash-ciklus (1 + 2 + 3)	82	69	(!)78	(!)79
5. Pénzeszközök újrafelhasználási ideje	14	15	(!)19	(!)27
6. Forgási idő (4 + 5)	96	84	(!)97	(!)106
7. Szállítói tartozások rendezési ideje	41	45	(!)50	(!)54
<b>KERESKEDELEM</b>				
1. Raktározási idő	23	36	34	36
2. Megmunkálási idő	-	-	-	-
3. Vevői követelések behajtási ideje	34	35	31	29
4. Működési cash-ciklus (1 + 2 + 3)	57	71	65	65
5. Pénzeszközök újrafelhasználási ideje	3	2	(!)4	(!)7
6. Forgási idő (4 + 5)	60	73	69	72
7. Szállítói tartozások rendezési ideje	40	43	44	44
<b>SZOLGÁLTATÁS</b>				
1. Raktározási idő	8	16	(!)35	(!)51
2. Megmunkálási idő	-	-	-	-
3. Vevői követelések behajtási ideje	32	32	30	33
4. Működési cash-ciklus (1 + 2 + 3)	40	48	(!)65	(!)84
5. Pénzeszközök újrafelhasználási ideje	26	28	(!)35	(!)45
6. Forgási idő (4 + 5)	66	76	(!)100	(!)129
7. Szállítói tartozások rendezési ideje	42	50	45	(!)58
<i>Forrás: Saját számítások az e-beszámoló adatai alapján</i>				

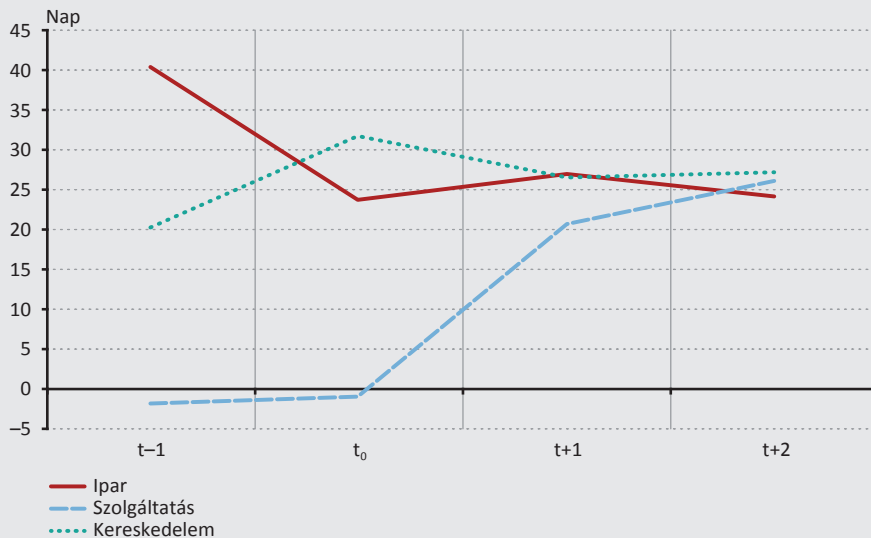
Bár a kereskedelem szektorban a felvásárlást követő 1. évben a vevői követelések behajtási ideje 4 nappal csökkent, a forgótőke-gazdálkodás hatékonysága nem javult az M&A-ügyletet követő 1. és 2. évben sem, mivel a vásárolt készletek raktározási ideje, a pénzeszközök újrafelhasználási ideje és a szállítói tartozások rendezési ideje is emelkedett. Az ipar és a kereskedelem szektorokkal ellentétben a szolgáltatás szektorban a forgási idő minden eleme romló tendenciát mutat az M&A-tranzakciót követően.

Abban az esetben, ha a működési cash-ciklus meghaladja a szállítói tartozások rendezésének idejét, a szóban forgó vállalkozásműködésének finanszírozásához likvid forrásra van szükség. Az 1. ábra szerint a felvásárló vállalatok a tranzakciót megelőzően, de azt követően sem rendelkeztek többletfinanszírozási forrással a három vizsgált szektorban. Az ipar szektorban történt felvásárlások végrehajtását követően az érintett cégek átlagosan 1 hónapos időtartamra igényeltek operatív finanszírozási forrást a zökkenőmentes működésük érdekében. A kereskedelem szektorban a finanszírozási idő értéke mérsékelt csökkenést mutatott a felvásárlást követő években, ami azt jelenti, hogy egyre rövidebb időszak igényelt likvid finanszírozási forrást. A szolgáltatás szektor vizsgált cégei az akvizíciót követő években egyre hosszabb időtartamra igényeltek finanszírozási forrást.

1. ábra

A finanszírozási idő alakulása az ipar, a kereskedelem és a szolgáltatás szektorokban létrejött M&A ügyletek előtt és után

(napokban)



Forrás: Saját számításokon alapuló szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján

Az 1. táblázat segítségével ellenőrizhetjük, hogy a felvásárló vállalatok a vevői követelések behajtásából finanszírozták-e a szállítói tartozásaikat. A vevői követelések behajtási ideje minden szektorban alacsonyabb a szállítói tartozások rendezési idejéhez képest, ami azt jelenti, hogy a felvásárló cégek az M&A-ügylet előtt és után is a vevői követelések behajtásából finanszírozták a szállítói tartozásaikat (kivéve az ipar szektor a felvásárlást megelőző évben).



A 2. táblázat szerint a kereskedelem szektorban vizsgált M&A-ügyletek forgótőke értéke mérsékelten csökkenő tendenciát mutat a felvásárlást követő években. Az ipar szektor M&A-tranzakcióinak végrehajtása után az átlagos forgótőkeértékek, bár pozitívak voltak, de jelentős mértékben csökkentek. A szolgáltatás szektor negatív értékei azt jelzik, hogy a forgóeszközök nem nyújtottak fedezetet a rövid lejáratú kötelezettségek rendezésére sem az M&A-ügylet létrejötte előtt, sem pedig azt követően.

## 2. táblázat

### A forgótőke alakulása az ipar, a kereskedelem és a szolgáltatás szektorokban létrejött M&A-ügyletek előtt és után

(ezer HUF)

Szektor	t-1	t <sub>0</sub>	t+1	t+2
IPAR	41 170 931	32 186 969	(!)9 043 532	(!)1 662 491
KERESKEDELEM	15 086 093	12 548 847	12 418 549	15 353 865
SZOLGÁLTATÁS	-129 908 748	-150 064 527	(!)-162 946 744	(!)-86 346 634

*Forrás: Saját számításokon alapuló szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján*

A 3. táblázat szemlélteti a vizsgált időszakban a forgóeszközök összetételét. Az ipar nemzetgazdasági ágban – az M&A-tranzakciók előtt és után – a forgóeszközök több mint 80 százaléka a készletek és a követelések értéke. Ez azt jelenti, hogy a forgótőke nem likvid. A kereskedelem szektorban – az akvizíció előtt és után – ez az érték még magasabb, vagyis 90 %.

Az időtartam mutatószám-kalkulálásával a finanszírozási kockázat mértékére is lehet következtetni, mivel a számítással a következő kérdésre tudunk válaszolni: Vajon a vállalkozások hány napig tudnának úgy működni, hogy nincsen bevételek, miközben a működési kiadásait a pénzeszközöikből, a likvid és a forgatási célú értékpapírjaikból, valamint a vevői követeléseik behajtásából képesek fedezni? – Ehhez összeadjuk a vevői követeléseket, a likvid értékpapírokat és a pénzeszközöket, és elosztjuk az egy napra jutó működési kiadások (anyagjellegű, személyi jellegű és egyéb ráfordítások) nagyságával (Katits 2002).

**3. táblázat**

**Az ipar, a kereskedelem és a szolgáltatás szektorokban létrejött M&A-ügyletek előtt és után a likvid és a nem likvid forgóeszközök arányának alakulása**

(%)

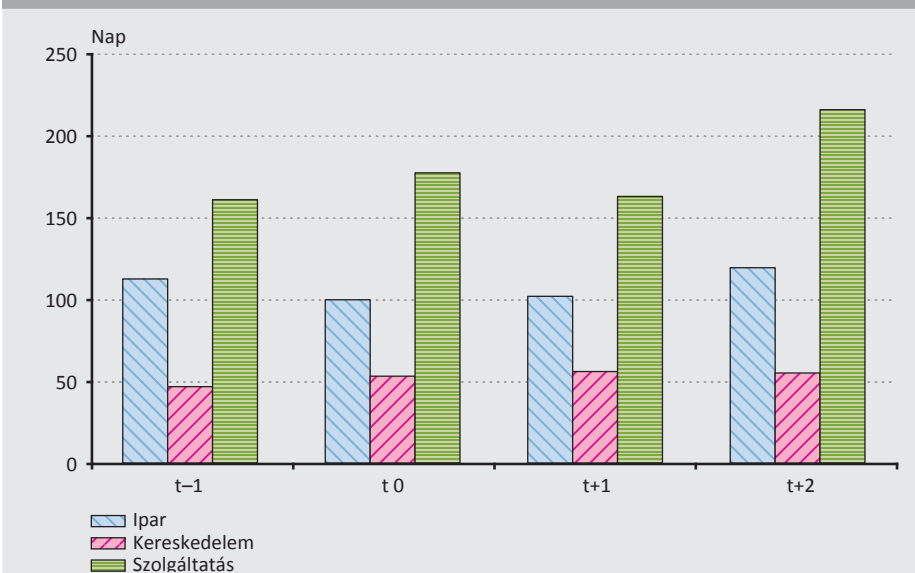
Megnevezés	t-1	t <sub>0</sub>	t+1	t+2
<b>IPAR</b>				
Likvid forgóeszközök aránya	14,6	12,9	15,9	19,5
Nem likvid forgóeszközök aránya	85,4	87,1	84,1	80,5
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0
<b>KERESKEDELEM</b>				
Likvid forgóeszközök aránya	2,7	3,4	6,2	9,5
Nem likvid forgóeszközök aránya	97,3	96,6	93,8	90,5
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0
<b>SZOLGÁLTATÁS</b>				
Likvid forgóeszközök aránya	22,0	16,8	24,6	18,7
Nem likvid forgóeszközök aránya	78,0	83,2	75,4	81,3
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0

*Forrás: Saját számításokon alapuló szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján*

**2. ábra**

**Az időtartam mutatószám alakulása az ipar, a kereskedelem és a szolgáltatás szektorokban létrejött M&A-ügyletek előtt és után**

(napokban)



*Forrás: Saját számításokon alapuló szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján*

A 2. ábra szerint az időtartam mutatószám mindhárom szektorban emelkedett a felvásárlást követő 2. évben. Ebből arra következtetünk, hogy a cégek felvásárlás előtt és után is tudták volna finanszírozni működésüket a likvid forgóeszközöikből úgy, hogy semmilyen bevételük nincsen. A kiemelkedő értéket – átlagosan 169 napot – a szolgáltatás szektor felvásárlásai által érintett cégek érték el a vizsgált években.

Az ipar szektorban, a felvásárlással létrejött vállalkozások időtartam mutatóinak átlagos értéke 108 nap a vizsgált időszakban, míg a kereskedelem nemzetgazdasági ágban 52 nap.

A következő részben a felvásárlás előtt és után kialakult megtérülési rátákat<sup>7</sup> vizsgálom. Az ún. Du Pont-modellel, amelyet az 1920-as évek elején a Du Pont cég fejlesztett ki, a ROA- és a ROE-rátákat lehet tényezőkre (részmutatókra) bontani, így további információhoz jutunk a vállalat jövedelmezőségéről és hatékonyságáról. A ROA-rátát két tényezőre, az eszközhatékonyságra és a nettó profithányadra (2. képlet), míg a ROE-rátát öt tényezőre (4. képlet) lehet felbontani: az adóteher-rátára, a kamatteher-rátára, a működésiprofit-hányadra, az eszközhatékonyságra és a részvénytőke-szorzóra (Jae 2012).

$$ROA = \frac{\text{Net Profit}}{\text{Total Assets}} \quad (1)$$

$$ROA = \left( \frac{\text{Net Sales}}{\text{Total Assets}} \right) \times \left( \frac{\text{Net Sales}}{\text{Total Sales}} \right) \quad (2)$$

$$ROE = \frac{\text{Net Profit}}{\text{Equity}} \quad (3)$$

$$ROE = \left( \frac{\text{Net Profit}}{\text{EBT}} \right) \times \left( \frac{\text{EBT}}{\text{EBIT}} \right) \times \left( \frac{\text{EBIT}}{\text{Net Sales}} \right) \times \left( \frac{\text{Net Sales}}{\text{Total Assets}} \right) \times \left( \frac{\text{Total Assets}}{\text{Equity}} \right) \quad (4)$$

$$ROE = ROA \times \left( \frac{\text{Total Assets}}{\text{Equity}} \right) \quad (5)$$

$$\text{EBIT} = \text{Adózás előtti eredmény} + \text{Fizetett kamatok és kamatjellelű ráfordítások} \quad (6)$$

<sup>7</sup> A ROI (Return on Investments)-rátát nem számolok, mivel ez nem a forgóeszközök, hanem a befektetett eszközök hatékonyságát vizsgálja, így közvetlenül nem kapcsolódik a vizsgált területhez.

A 4. táblázatban megfigyelhetjük azt, hogy az ipar szektorban történt M&A-tranzakciókat megelőző és követő években negatívak a ROA- és a ROE-értékek, és a felvásárlást követő 1. évben jelentős mértékben csökkentek. A ROA negatív értékét egyrészt a nettó profithányad, másrészt a romló eszközhatékonyság okozta. Az adóteher és a kamatteherráta értékének a növekedését ítéljük kedvezőnek, mivel ebben az esetben csökken a társasági adófizetési kötelezettség és a fizetendő kamatok és kamatjellegű ráfordítások értéke. Ebben a szektorban az M&A előtti és utáni években a működési, az adózás előtti és utáni, valamint a mérleg szerinti veszteség miatt a kamat- és adóteherráta értékét értelmetlen számszerűsíteni. A finanszírozási forrásszerkezetre utaló részvénytőkeszorzó értékei 1-nél magasabbak minden vizsgált évben. A felvásárlást követő 2. évben az összes eszköz értéke közel háromszorosa a saját tőkének, ami azt jelenti, hogy az eszközök finanszírozása – a saját tőkéhez képest – nagyobb mértékű idegen forrásbevonással történt.

A kereskedelem szektorban a felvásárlást követő években a ROA- és a ROE-értékek alacsonyabbak, mint a felvásárlást megelőzően. A tranzakciót követően sem a működési, sem pedig a nettó profithányad értéke nem javította jelentős mértékben a ROA- és ROE-rátákat. A felvásárlást követően a ROE kedvező alakulását befolyásolta az adóteher- és a kamatteherráta értékének emelkedése, azaz az adófizetési és a kamatfizetési kötelezettség csökkent.

Az eszközhatékonyság kedvezőtlenül befolyásolta a ROE növekedését, mivel értékük romlott a tranzakciót követő években. A finanszírozási szerkezetre utaló értékekből arra következtethetünk, hogy a felvásárlást jelentős mértékű idegen forrással finanszírozták.

A 4. táblázat eredményeinek értékeléséből még hátra van a szolgáltatás szektor. Ebben a szektorban a felvásárlást követően a ROA- és a ROE-értékek, bár pozitívak, de csökkenő tendenciát mutatnak, amelyet befolyásolt a csökkenő nettó profithányad, de nem javult sem az eszközhatékonyság, sem pedig a finanszírozási forrásszerkezet. Az adóteherráta elérte az 1 értéket a felvásárlást követő években, vagyis az adófizetési kötelezettség mérséklése növelte az adózott eredményt. A kamatteherráta értékének mérsékelten csökkenő tendenciája jelzi az egyesült vállalatok kamatfizetési kötelezettségeinek növekedését, amely a ROE mérsékelt csökkenését eredményezte.

**4. táblázat**

**Az ipar, a kereskedelem és a szolgáltatás szektorban történt felvásárlások ROA- és ROE-rátái, valamint összetevőinek alakulása a DuPont-modell keretében a vizsgált M&A-tranzakciók előtt és után**

Megnevezés	t-1	t0	t+1	t+2
<b>IPAR</b>				
ROA (%)	-1,6	-0,5	(!)-5,2	(!)-4,5
Eszközhatékonyság	1,1	1,2	(!)1,0	(!)0,9
Nettó profithányad (%)	-1,5	-0,4	(!)-5,2	(!)-5,0
ROE (%)	-3,3	-1,0	(!)-12,0	(!)-12,4
Adóteherráta	n.é.*	n.é.	n.é.	n.é.
Kamatteherráta	n.é.	n.é.	n.é.	n.é.
Működési profithányad (%)	0,3	1,3	(!)-3,2	(!)-3,1
Eszközhatékonyság	1,1	1,2	(!)1,0	(!)0,9
Részvénytőkeszorzó	2,0	2,0	(!)2,5	(!)2,7
<b>KERESKEDELEM</b>				
ROA (%)	6,2	3,1	4,0	4,7
Eszközhatékonyság	3,1	2,8	(!)2,7	(!)2,6
Nettó profithányad (%)	2,0	1,1	1,5	1,8
ROE (%)	16,0	8,2	11,8	13,8
Adóteherráta	0,8	0,7	0,8	0,9
Kamatteherráta	0,8	0,6	0,7	0,7
Működési profithányad (%)	3,1	2,1	2,6	2,8
Eszközhatékonyság	3,1	3,1	(!)2,7	(!)2,6
Részvénytők szorzó	2,6	3,0	3,0	3,0
<b>SZOLGÁLTATÁS</b>				
ROA (%)	4,9	4,5	(!)3,5	(!)2,8
Eszközhatékonyság	0,4	0,3	0,3	0,3
Nettó profithányad (%)	12,3	14,9	(!)11,8	(!)9,6
ROE (%)	11,0	10,1	(!)7,6	(!)6,3
Adóteherráta	0,9	1,0	1,0	1,0
Kamatteher ráta	0,6	0,7	(!)0,6	(!)0,5
Működési profithányad (%)	22,1	23,0	(!)20,0	(!)19,0
Eszközhatékonyság	0,4	0,3	0,3	0,3
Részvénytőkeszorzó	2,3	2,1	2,1	2,2
*Nem értelmezhető.				
Forrás: Saját számításokon alapuló szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján				

### 3. A céltársaságok forgótőke-gazdálkodásának elemzése a felvásárlást megelőző évben

Ebben a részben a céltársaságok felvásárlást megelőző évének vizsgálatából származó eredményeket közlöm. Ahogyan azt az 5. táblázatban láthatjuk, a forgási idő legalacsonyabb a kereskedelemben, míg az ipar és a szolgáltatás szektorok értékei közel kétszeres értéket mutatnak, amelynek oka a megmunkálási idő (az ipar szektorban) és a vevőkövetelések behajtási idejének magas értéke. Az M&A-tranzakciót megelőzően az ipar és a kereskedelem szektorban a céltársaságok forgási ideje 4 és 9 nappal alacsonyabb a felvásárló vállalatok forgási idejének értékéhez képest, míg a szolgáltatás szektorban a céltársaságok forgási ideje 28 nappal magasabb, mint a felvásárló vállalatok forgási ideje.

#### 5. táblázat

**A céltársaságok forgási idejének és összetevőinek, valamint a szállítói tartozások rendezési idejének alakulása az ipar, a kereskedelem és a szolgáltatás szektorokban létrejött felvásárlások előtt**

(napokban)

Megnevezés	Ipar	Kereskedelem	Szolgáltatás
1. Raktározási idő	18	32	32
2. Megmunkálási idő	27	-	-
3. Vevői követelések behajtási ideje	41	9	46
4. Működési cash ciklus (1 + 2 + 3)	86	41	78
5. Pénzeszközök újrafelhasználási ideje	6	10	16
6. Forgási idő (4 + 5)	92	51	94
7. Szállítói tartozások rendezési ideje	41	44	32

*Forrás: Saját számításokon alapuló szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján*

Az ipar és a szolgáltatás szektorokban a magas vevőkövetelések miatt a finanszírozási idő pozitív: Az ipar szektorban működő céltársaságok finanszírozási ideje 45 nap, a szolgáltatás szektorban pedig 46 nap. Ennek következtében az ipar és a szolgáltatás szektorokban a céltársaságok a működésük fenntartása érdekében rövid lejáratú hitellel finanszírozták a működésüket. Erre a következtetésre jutunk az átlagos forgótőke értékeinek kalkulálásával is. Az ipar szektorban a céltársaságok átlagos forgótőkeértéke  $-5\,299\,604$  ezer HUF, a szolgáltató szektorban  $-6\,376\,760$  ezer HUF, amiből arra következtetünk, hogy a céltársaságok forgóeszközei nem nyújtanak fedezetet a rövid lejáratú kötelezettségek rendezésére. A kereskedelem szektorban a céltársaságok átlagos forgótőkeértéke, bár pozitív,  $124\,532$  ezer HUF volt, azonban értéke töredéke a felvásárló társaságok átlagos forgótőke-értékéhez képest.

Az ipar szektorban a céltársaságok 76 napig, a szolgáltatóipari céltársaságok 77 napig, míg a kereskedelmi céltársaságok csupán 32 napig tudtak volna úgy működni,

hogy közben nincsen értékesítési árbevételük, miközben a működési kiadásait a pénzeszközökből, a likvid és a forgatási célú értékpapírjaikból, valamint a vevői követeléseik behajtásából képesek fedezni.

A 6. táblázatban megfigyelhetjük azt, hogy a három vizsgált szektorból a céltársaságok ROA- és ROE-értékei egyedül az ipar szektorban pozitívak. A felvásárló társaságok értékeivel összehasonlítva azt tapasztaljuk, hogy az ipar szektorban a céltársaságok értékei pozitívak, míg a felvásárló vállalatok értékei negatívak voltak az M&A tranzakció előtt. Ezzel ellentétben a kereskedelem és a szolgáltatás szektorokban a felvásárló vállalatok értékei pozitívak, míg a céltársaságok értékei negatívak voltak az M&A előtti évben. A DuPont-modell alkalmazásával arra tudunk következtetni, hogy a kereskedelem és a szolgáltatás szektorok negatív ROA- és ROE-értékeit befolyásolta a működési és a nettó veszteség. Az eszközhatékonyság rendkívül alacsony értéket mutatott az ipar és a szolgáltatás szektorokban: a szolgáltatás szektorban az értékesítés nettó árbevétele még az összes eszköz értékét sem érte el! A kereskedelem szektorban kedvezőbb volt a helyzet, mivel az összes eszköz közel háromszoros mértékben tért meg az értékesítés nettó árbevételéből. Mindhárom szektorban a céltársaságok és a felvásárló cégek részvénytőkeszorói meghaladták az 1 értéket az M&A-tranzakció megvalósítása előtti évben. Az ipar szektorban a céltársaságok adóteher- és kamatteherrátái kedvező értékeket mutattak, mivel az értékük 1-hez közelített. A kereskedelem és a szolgáltatás szektorokban az adóteher- és a kamatteherráta értékeit nem számszerűsítjük a működési, az adózás előtti, és az adózás utáni veszteség miatt.

#### 6. táblázat

**Az ipar, a kereskedelem és a szolgáltatás szektorban működött céltársaságok ROA- és ROE-rátái, valamint összetevőinek alakulása a vizsgált M&A-tranzakciók létrejötte előtt és után a Du Pont-modell alkalmazásával**

Megnevezés	Ipar	Kereskedelem	Szolgáltatás
ROA (%)	2,8	-2,5	-4,9
Eszközhatékonyság	1,4	2,8	0,8
Nettó profithányad (%)	2,0	-0,9	-6,2
ROE (%)	9,5	-8,1	-22,2
Adóteherráta	0,7	n.é.*	n.é.*
Kamatteherráta	0,6	n.é.*	n.é.*
Működési profithányad (%)	4,6	-0,5	-1,4
Eszközhatékonyság	1,4	2,8	0,8
Részvénytőkeszoró	3,5	3,1	4,3

\* Nem értelmezhető.

Forrás: Saját számításokon alapuló szerkesztés az e-beszámoló adatai alapján

A vizsgálatok eredményeit összegezve megállapíthatjuk azt, hogy az ipar és a szolgáltató szektorban a céltársaságok forgótőke-gazdálkodása kedvezőtlenebb volt a felvásárló vállalatokhoz képest a felvásárlást megelőző évben. A kereskedelem szektorban a céltársaságok működési hatékonysága kedvezőbb a felvásárló vállalatokhoz viszonyítva, mivel a felvásárló vállalatok forgási ideje 60 nap volt, szemben a céltársaságok 51 napos forgási idejével. Tehát a céltársaságok inkább rontották, mint javították az egyesült vállalatok forgótőke-gazdálkodásának hatékonyságát.

#### 4. Összefoglalás, következtetések és javaslatok

Napjainkig nem született olyan munka a magyarországi M&A-kutatásokban, amely vizsgálta volna felvásárló vállalatok forgótőke-gazdálkodásának hatékonyságát. Ezzel a munkával ezt a hiányt pótolom, amely a GVH által meghatározott küszöbértékek alapján reprezentatív az engedélyköteles felvásárlásokra vonatkozóan. Ebben a munkában azt tanulmányoztam, hogy a Magyarország területén megvalósult M&A-tranzakciók hogyan befolyásolták a céltársaságot felvásárló vállalatok forgótőke-gazdálkodásának hatékonyságát. A felvásárlás hatásainak elemzése kiterjedt a felvásárlást megelőző és az azt követő évre. Vizsgáltam a céltársaságok forgótőke-gazdálkodását is a felvásárlást megelőző évben.

*A forgási időértékei és annak összetevői, a raktározási idő (a kereskedelem és szolgáltatás szektorban), a megmunkálási idő (az ipar szektorban), a vevői követelések behajtási ideje és a pénzeszközök újrafelhasználási ideje emelkedő tendenciát mutattak a vizsgált felvásárlásokat felölelő három nemzetgazdasági ágban, különös tekintettel a felvásárlást követő 2. évben.* Ezek javítását szolgálhatják a következő intézkedések: (i) A pénzeszközök ne álljanak a (vásárolt anyag, áru és késztermék) készletekben! Ehhez szükséges ellenőrizni a készletezési politikán túl a logisztikai folyamatokat a készletezés költségeinek a minimalizálása érdekében! A felvásárlással járó integrációs szakaszt összeköthetjük a meglévő termelési és készletezési rendszerek átalakításával. (ii) Az ipar és a szolgáltatás szektorokban indokolt megvizsgálni, vagy éppen felülvizsgálni a vevői minősítési rendszert és kockázatkezelési politikát a vevői követelések behajtási idejének csökkentése érdekében! (iii) A vizsgált három szektorban a pénzeszközök újrafelhasználásának ideje növekedett, amit kedvezőnek ítélnénk a vállalatok likviditása szempontjából, ugyanakkor a (kész)pénztartás önmagában nem jövedelmező, ezért a vevőktől kapott ellenértéket mielőbb fordítsuk anyag- és árubeszerzésre.

A szállítói tartozások rendezési ideje emelkedett az ipar és a szolgáltatás szektorban a felvásárlást követő években. Ebből arra következtethetünk, hogy a *céltársaságot felvásárló vállalatok alkupozíciójának megerősödése mellett a szállítói tartozások rendezési idejének növelésével igyekeztek megoldani üzletmenetük finanszírozását a lassan realizálódó vevői követelések miatt.* A felvásárló vállalatok tárgyaljanak



a beszállítókkal az M&A-tranzakció megvalósításából eredő alkupozíciót kihasználva a hosszabb fizetési határidő, a diszkont- és a rabatt-kedvezmények megszerzése érdekében!

A finanszírozási idő számításából arra következtetünk, hogy *mindhárom szektorban a céltársaságot felvásárló vállalkozásoknak gondoskodni kellett likvid forgótőkééről és idegen forrásról* a zökkenőmentes működés érdekében.

A ROA és a ROE megtérülési ráták számításával, valamint a DuPont modell alkalmazásával arra tudunk következtetni, hogy a három vizsgált szektor a romló ROA és ROE értékeket romló *működési és a nettó jövedelmezőségi rátával érte el, és az eszközei árbevétel generáló képességén sem tudott javítani a felvásárlást követő években.*

Az eredményeket összegezve megállapítom azt, hogy az *ipar és a szolgáltató szektorban a felvásárló vállalatok* forgótőke-gazdálkodása a hatékonyságjavulás helyett *a hatékonyságcsökkenés jeleit mutatta az M&A-tranzakciót követően. A kereskedelem szektorban a felvásárlás* érdemlegesen nem rontotta, de *nem is javította a forgótőke-gazdálkodás hatékonyságát.* A céltársaságok forgótőke-gazdálkodása a felvásárlást megelőző évben egyik szektorban sem volt hatékony a felvásárló vállalatokéhoz viszonyítva (mivel magas volt a raktározási- és vevői követelések behajtási ideje, valamint a rövid lejáratú kötelezettségek meghaladták a forgóeszközöket).

A magyarországi eredmények hasonlóak az elméleti részben közölt külföldi empirikus eredményekhez, amelyek hatékonyságcsökkenést mutattak az M&A-tranzakciót követően. Az ebben a cikkben vizsgált időszak egybeesik a gazdasági válság éveivel, amelynek jelzései nem csupán a felvásárlást követő években, hanem a felvásárlást megelőző 1 év értékeiben is megmutatkoznak. Mivel a vizsgálatokat „külső elemző szemszögéből” végeztem, ezért a jövedelemtermelő képesség és a hatékonyság csökkenésére konkrét okokat nem, hanem tendenciákat, jelzéseket lehet megfigyelni a vizsgált időszoron.

Úgy vélem, hogy ha voltak is erőfeszítések az erőforrások átcsoportosítására és racionalizálására, úgy az nem járt a (forgótőke-) gazdálkodás javulásával. A kudarccal végződött felvásárlások okait ne csak a felvásárlást követő években, azaz az integráció időszakában keressük: a cégfelvásárlási döntés meghozatala előtt javaslom a *céltársaságok értékelemzését is magában foglaló due diligence-eljárás alkalmazását, amely a hazai M&A-pénzügy egyik módszertani bázisát jelenthetné – célirányosan és testreszabott módon.*

## Felhasznált irodalom

- Alexandridis, G. – Fuller, K.P. – Terhaar, L. – Travlos, N.G. (2011): *Deal Size, Acquisition Premia and Shareholder Gains* <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.225.5116&rep=rep1&type=pdf>. Letöltés ideje: 2015. 01.25.
- Balogh Csaba (2006): *A határon átívelő akvizíciók és fúziók sikerességét meghatározó tényezők vizsgálata. Doktori disszertáció.* Budapesti Corvinus Egyetem.
- Bárczy Péter – Váradi Balázs – Vincze János (2008): *Közgazdaságtan és versenyjog: Alapfogalmak és gyakorlat.* Arsenicum Kiadó, Budapest.
- Bélyácz Iván (2007): *A vállalati pénzügyek alapjai.* Aula Kiadó, Budapest.
- Bélyácz Iván (2009): *Befektetési döntések megalapozása.* Aula Kiadó, Budapest.
- Bhattacharya, H. (2009): *Working Capital Management: Strategies and Techniques.* PHI Learning Pvt., New Delhi.
- Brealey, R.A. – Myers, S. (2003): *Principles of Corporate Finance.* McGraw-Hill Irwin. Boston.
- Brealey, R.A. – Myers, S. (2011): *Modern vállalati pénzügyek.* Panem Kiadó, Budapest.
- Bruner, R. (2010): *Applied Mergers and Acquisitions.* Wiley, Hoboken.
- Carline, N. F. – Scott, C. – Linn, B.– Yadav, P. K. (2009): *Operating Performance Changes Associated with Corporate Mergers and the Role of Corporate Governance.* Journal of Banking & Finance, Vol.33., No. 10: pp. 1829–1841.
- Carlton, D. W. – Perloff, J. M. (2003): *Modern Piacelmélet.* Panem kiadó, Budapest.
- Copeland, T. E. – Weston, J. F. (1992): *Financial Theory and Corporate Policy.* Addison-Wesley Publishing Company, Hoboken.
- Fazakas Gergely – Gáspár Bencéné – Soós Renáta (2003): *Bevezetés a pénzügyi és vállalati pénzügyi számításokba.* Tanszék Kft. Kiadó, Budapest.
- Global and Regional M&A: (2014): <http://www.mergermarket.com/pdf/Mergermarket%202014%20M&A%20Trend%20Report.%20Financial%20Advisor%20League%20Tables.pdf> Letöltés ideje: 2015.04.01.
- Hofmann, E. – Maucher, D. – Piesker, S. – Richter, P. (2011): *Ways Out of the Working Capital Trap: Empowering Self-Financing Growth.* Springer, Heidelberg.
- Howson, P. (2003): *Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions.* Gower Publishing Company, Aldershot.

- Jae, J. (2012): *Du Pont Analysis used to Dissect ROE*. <http://www.oldschoolvalue.com/blog/accounting/dupont-analysis-model-spreadsheet/> Letöltés ideje: 2015.05.28.
- Katits Etelka (2002): *Pénzügyi döntések a vállalat életciklusaiban*. KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft., Budapest.
- Katits Etelka – Szalka Éva (2015): *A magyar TOP 100 pénzügyi elemzése 2008–2013 között, avagy a növekedési lehetőségek feltárása*. Saldo Kiadó, Budapest.
- Köke, J. (2001): *Determinants of Acquisition and Failure: Stylized Facts and Lessons for Empirical Studies*. Discussion Paper No. 01-30. Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim.
- Kwoka, J. – Pollitt, M. (2010): *Do Mergers Improve Efficiency? Evidence from Restructuring the US Electric Power Sector*. International Journal of Industrial Organization, Vol. 28., No. 6: pp. 645–656.
- Mathur, S. B. (2007): *Working Capital Management And Control: Principles and Practice*. New Age International, New Delhi.
- McLaney, E. (2009): *Business Finance. Theory and Practice*. Prentice Hall, Edinburgh.
- Moyer, R. C. – McGuigan, J. R. – Kretlow, W. J. (2003): *Contemporary Financial Management*. Thomson/South-Western, Mason.
- Reed, S. F. – Lajoux, A. R. – Nesvold, H. P. (2007): *The Art of M&A: A Merger, Acquisition, Buyout Guide*. McGraw-Hill, New-York.
- Sagner, J. (2010): *Essentials of Working Capital Management*. John Wiley&Sons, Hoboken.
- Selcuk, E.A. – Yilmaz, A. A. (2011): *The Impact of Mergers and Acquisitions on Acquirer Performance: Evidence from Turkey*. Business and Economics Journal, Vol.2., No.1: pp. 1–8.
- Sinkovics Alfréd (2010): *Vállalati pénzügyi tervezés*. Complex Kiadó, Budapest.
- Snow, B. (2011): *Mergers and Acquisitions for Dummies*. John Wiley and Sons, Indianapolis.
- Szabó Márta – Pálinkó Éva (2004): *Vállalati pénzügyek*. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest.
- Tsung-ming, Y. – Hoshino, Y. (2002): *Productivity and Operating Performance of Japanese Merging Firms: Keiretsu-related and Independent Mergers*. Japan and the World Economy, Vol. 14., No. 3: pp. 347–366.
- Wessels, D. – Koller, T. – Goedhart, M. (2010): *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 5. ed. Wiley, Hoboken.

1996. évi LVII. törvény a tisztességtelen piaci magatartás és a versenykorlátozás tilalmáról.  
[http://net.jogtar.hu/jr/gen/hjegy\\_doc.cgi?docid=99600057.TV](http://net.jogtar.hu/jr/gen/hjegy_doc.cgi?docid=99600057.TV) Letöltés ideje: 2015. 01.20.

2013. évi CLXXVI. törvény egyes jogi személyek átalakulásáról, egyesüléséről, szétválásáról  
[http://net.jogtar.hu/jr/gen/hjegy\\_doc.cgi?docid=A1300176.TV](http://net.jogtar.hu/jr/gen/hjegy_doc.cgi?docid=A1300176.TV) Letöltés ideje: 2015. 01.20.

Igazságügyi Minisztérium – Céginformációs és az Elektronikus Cégeljárásban Közreműködő  
Szolgálat

<http://e-beszamolo.kim.gov.hu/> [http://www.gvh.hu//data/cms1029820/Vj085\\_2014\\_m.pdf](http://www.gvh.hu//data/cms1029820/Vj085_2014_m.pdf) (A GVH Vj/85-13/2014. jelű határozata.) Letöltés ideje: 2015. 03. 04.

# Volatilitási tőkepuffer a szolvencia II-es tőkekövetelmények megsértésének kivédésére

Zubor Zoltán

*A szolvencia II-es szabályozás úgy ír elő folyamatos tőkemegfelelést, hogy a biztosítók csak évente határozzák meg megbízható módon a tőkemegfelelésüket. A volatilitási tőkepuffer<sup>1</sup> (VTP) azt hivatott garantálni, hogy a piaci értékelés miatti nagyobb volatilitás ellenére – adott a megbízhatósági szinten – a biztosítók szavatoló tőkéje folyamatosan elérje a tőkeszükséglet szintjét. Jelen cikk a problémát azon valószínűségeloszlás a megbízhatósági szinthez tartozó kvantilisének keresésére ( $Var_{\alpha}$ ) vezeti vissza, melynek 99,5%-os kvantilise a szolvencia II-es szabályozásban megjelenő szavatolótőke-szükséglet (SCR), és így a VTP az SCR százalékában fejezhető ki. Az eloszlásra vonatkozó feltevések nélkül a VTP-arányra bármilyen érték adódhat, de már természetes feltételezések mellett is viszonylag szűk sávba szorítható. A nevezetes eloszláscsoportok vizsgálata egyrészt tovább szűkíti a szóba jöhető értékeket, másrészt rámutat, hogy a vastagabb farkú eloszlások esetén (amikor jelentősebb, extrém veszteségek is gyakrabban fordulhatnak elő), illetve jobbra ferde eloszlások esetén (amikor a veszteség valószínűsége ugyan kisebb a nyereségénél, de a mértéke várhatóan nagyobb) kisebb VTP-arány adódik.*

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** C13, C46, G22

**Kulcsszavak:** szolvencia II, volatilitás, tőkepuffer, veszteségeloszlás, kvantilis, megbízhatósági szint

## 1. Bevezetés

A 2016. január 1-jével hatályba lépett szolvencia II rezsime két legfontosabb mennyiségi eleme a piaci értékelésre történő áttérés, illetve a biztosító valamennyi kockázatát lefedő tőkeszükséglet. A biztosítási kötelezettségeknek nincs piacuk, ezért a piacon megfigyelhető áruk sincs. Az új rezsime azt az értéket modellezi, amely mellett a kötelezettségeket egy másik biztosító átvállalná. A szavatolótőke-szükséglet esetén pedig azt az értéket kell meghatározni, amely esetén legfeljebb 0,5% annak a valószínűsége, hogy a biztosító szavatoló tőkéje egy év alatt ennél nagyobb mértékben csökken.

---

Zubor Zoltán a Magyar Nemzeti Bank vezető aktuáriusa. E-mail: zuborz@mnbb.hu.

<sup>1</sup> A volatilitási tőkepuffer fogalma 2014-ben jelent meg először a Magyar Nemzeti Bank kommunikációjában.

A piaci értékelésre történő áttérés magában hordozza a szavatoló tőke, illetve tőkemegfelelés nagyobb mértékű rövid távú ingadozását (*EIOPA 2011; EIOPA 2013*). A tőkemegfelelés, illetve ezen keresztül a biztosítók pénzügyi pozíciójának rövid távú magas változékonysága nincs összhangban az üzlet jellemzően hosszú távú jellegével (*Insurance Europe 2013*). A fiktív volatilitás (artificial volatility) kiküszöbölésére több elképzelés is született, amelyet az Európai Biztosítási- és Foglalkoztatóinyugdíj-hatóság (EIOPA) az LTGA<sup>2</sup> hatástanulmányban tesztelt 2013-ban (*EIOPA 2013*). A jelenlegi szabályozásban a fiktív volatilitás kisimítására a volatilitási kiigazítás, az illeszkedési kiigazítás, illetve a kezdeti időszakban az átmeneti intézkedések szolgálnak (LTG-intézkedések).

Az EIOPA 2014. évi stressz tesztje alapján az LTG-intézkedések hatása felemás. Az egyes elemek ugyan jelentős hatást gyakorolhatnak a tőkemegfelelésre<sup>3</sup>, azonban a lehetőséggel csak kevesen éltek, élhettek: a volatilitási kiigazítást a résztvevők 31%-a, az illeszkedési kiigazítást 7%-a, a különféle átmeneti rendelkezéseket pedig 2-10%-a alkalmazta (*EIOPA 2014*).

A szolvencia II-es (S2) tőkemegfelelés nagyobb volatilitása a hazai piacot is érinti (*MNB 2015a*), melyet a hatástanulmányok is alátámasztottak (*MNB 2015b; Bora et al. 2015*). A legutóbbi öt hatástanulmány<sup>4</sup> mindegyikében részt vevő 11 biztosító<sup>5</sup> adatai alapján a szolvencia I-es tőkemegfelelési mutatóik relatív szórásainak<sup>6</sup> átlaga 0,179, míg a szolvencia II-es ráták esetében 0,260, ami jól mutatja, hogy az új rezsimben a tőkemegfelelés lényegesen volatilisabb.

A hazai piacon az LTG-intézkedések hatása szerény. A Magyar Nemzeti Bank által 2014-ben végrehajtott mennyiségi hatástanulmány alapján a résztvevő biztosítók<sup>7</sup> egyike sem alkalmazta, illetve a jövőben sem kívánja alkalmazni az illeszkedési kiigazítást. A volatilitási kiigazítás hatását mindenki bemutatta, de ez mindössze a tőkeszint 4,1%-os javulását eredményezte, azaz az LTG-intézkedések a szolvencia II-es tőkemegfelelés magas, fiktív ingadozását csak kismértékben képesek tompítani, a magas volatilitásból fakadó kockázatokat nem szüntetik meg.

A 138/2009 EK irányelv (a továbbiakban irányelv) 100. cikkelye, valamint (ezzel összhangban) a 88/2014. évi törvény (a továbbiakban Bit.) 99.§-a főszabályként folyamatos tőkemegfelelést ír elő, miközben az előírt tőkekövetelményeknek való

<sup>2</sup> Long Term Guarantee Assessment

<sup>3</sup> Például a volatilitási kiigazítás alkalmazásával az alkalmazók tőkeszintje átlagosan csaknem 30%-kal nőtt.

<sup>4</sup> QIS5 (EIOPA - 2009); QIS5bis (PSZÁF - 2010); QIS\_2012 (PSZÁF - 2012); QIS\_2014 (MNB - 2014); RIGL (felkészülési célú adatszolgáltatás - 2015) - minden esetben a hatástanulmány végrehajtásának évét megelőző év végi adatokon.

<sup>5</sup> Tőkearányos lefedettségük 64-75%.

<sup>6</sup> A szórás és a várható érték hányadosa.

<sup>7</sup> 23 biztosító - tőkearányos lefedettség 80%.

megfelelést a biztosítóknak csak bizonyos időközönként kell meghatározni, illetve bemutatni: a szavatolótőke-szükségletet évenként, a szavatoló tőkét negyedévenként. Hogyan lehet garantálni ezt a megfelelést a köztes időszakokban? A szabályozás erre felemás megoldást nyújt. A biztosítónak csak a legutoljára jelentett szavatolótőke-szükségletnek kell megfelelni, melyet évközben is újra kell számolnia, ha a biztosító kockázati profilja jelentősen megváltozik. A szavatoló tőke alakulását ugyan folyamatosan figyelni kell, illetve negyedévente jelenteni, de teljes részletességű, auditált adatokon történő futtatásra általában csak évente kerül sor, azaz a magas volatilitás miatt könnyen előfordulhat, hogy egy megfelelő, pl. 120%-os tőkeszintű biztosító akár egy éven belül is tőkehiányossá válik, és ezzel megsérti a jogszabályokat.

Amennyiben egy biztosító, illetve a felügyeleti hatóság csökkenteni szeretné egy tőkehiányos állapot kialakulásának kockázatát azon köztes időszakban, amíg a biztosító megbízható módon újra meg nem határozza a tőkehelyzetét, célszerű a tőkekövetelményeknél valamennyivel több tőkét (tőkepuffert) tartani, illetve ezt a biztosítótól elvárni.

A nagyobb volatilitásból eredő kockázatok tőkepufferrel (volatilitási tőkepuffer) való kezelésére eddig nem találtunk példát, így irodalma sincsen. A témát, illetve magának a volatilitási tőkepuffer fogalmát először 2014 novemberében Nagy Koppány (MNB) vetette föl a MABISZ konferenciáján. Jelen cikk egyik legfontosabb célja a volatilitási tőkepuffer (VTP) céljának<sup>8</sup> és pontos tartalmának meghatározása, bevezetése.

A cikk másik legfontosabb célja egy olyan megközelítés bemutatása, amivel a VTP-t (az SCR mögötti valószínűségeloszláson keresztül – ld. később) vissza lehet vezetni az SCR értékére. Látni fogjuk, hogy a szóban forgó eloszlásra vonatkozó feltevés hiányában a VTP-re bármilyen érték is adódhat, de különféle természetes feltételezések mellett a szóba jöhető puffermértékek kezelhető korlátok közé szoríthatók. Az egyes eloszláscsaládok vizsgálata egyfelől támpontot ad arra, hogy milyen tőkepuffert kell/érdemes tartani, ha a biztosító kockázati profilja az adott eloszláscsaládnak felel meg leginkább. Másfelől arra világít rá, hogy kisebb arányú tőkepuffer adódik azon biztosítók esetében, amelyeknél az extrém veszteségek nagyobb eséllyel fordulnak elő<sup>9</sup>, illetve, ahol a várható veszteség mértéke inkább meghaladja a várható nyereség mértékét, azaz a normális eloszlás feltételezése többnyire felső becslést eredményez a VTP értékére.

<sup>8</sup> A tőkemegfelelés változékonyságát számos tényező idézheti elő, azonban a volatilitási tőkepuffernek nem kell az összes tényezőre reflektálni, mert egyes esetekben, például ha az állomány jelentősen, illetve az előzetes várakozásoktól eltérően változik, vagy a belső eljárásain, kalkulációs modelljein úgy változtat, ami a tőkemegfelelését szignifikánsan érintheti, elvárható, hogy a biztosító soron kívül meghatározza és bemutassa a tőkehelyzetét.

<sup>9</sup> Ün. vastag farkú eloszlások, illetve jobbra ferde eloszlások.

## 2. A volatilitási tőkepuffer célja

A volatilitási tőkepuffer célja annak a kockázatát csökkenteni, hogy a biztosító tőkehiányos állapotba kerüljön a tőke megfelelés megbízható számításai és bemutatásai közötti időszakokban.

Egy biztosító tőke megfelelése több tényező miatt változhat. Ezeket a tényezőket három szempont szerint csoportosíthatjuk:

- i.* Az állomány szerint: A változás a régi, az előzetes várakozásoknak megfelelően alakult új, vagy a várttól jelentősen eltérő állományváltozás miatt következett-e be? Régi, illetve új állományon itt a legutóbbi megbízható tőke megfelelési jelentés vonatkozási időpontjában már meglévő, illetve azt követően – a következő számításig – szerzett állományt kell érteni, figyelemmel a szerződés hatáira is.
- ii.* Az alapkategorizáció szerint: A javulás/romlás a tőkeszükséglet vagy a figyelembe vehető szavatoló tőke változása miatt következett-e be?
- iii.* A kiváltó ok típusa szerint: A tőkeszint változása külső vagy belső okok miatt következett-e be? Belső tényezőnek kell tekinteni minden olyan történést, ami a biztosítóra vagy a tulajdonosokra vezethető vissza, mint például az egyes mérleg tételek, tőkeelemek, illetve az SCR meghatározására szolgáló modellek, feltételezések, eljárások változtatása, osztalékfizetés vagy tőkefeltöltés.

A Bit. 268.§ (1) bekezdése, illetve a 43/2015-ös kormányrendelet (a továbbiakban 43-as rendelet) 27. §-a alapján a biztosítónak soron kívül újra kell számítani a tőkeszükségletét, ha a kockázati profilja jelentősen megváltozott, például ha az állománya a várttól jelentősen eltérő módon és mértékben változott. Ilyen esetben (a 43-as rendelet 27. § (5) bekezdésére<sup>10</sup> is tekintettel) elvárható, hogy a teljes tőke megfelelést számolja újra, és jelentse a felügyeleti hatóságnak. Ugyancsak elvárható, hogy a biztosító számolja újra és jelentse tőke megfelelést, ha olyan új modelleket, feltételezéseket, eljárásokat vezet be, amelyek jelentősen befolyásolják a tőke megfelelést.

Mindezek alapján a volatilitási tőkepuffernek csak a régi, illetve a várható új állományra kell reflektálni, és csak a szavatoló tőke azon változásából eredő kockázatot kell tompítani, amelyek a külső tényező változása (környezeti változások) miatt következtek be.

A szavatoló tőke az alapvető és a kiegészítő szavatoló tőke összege. Az alapvető szavatoló tőke pedig az eszközök forrásokat meghaladó részéből (nettó eszközérték)

---

<sup>10</sup> Mely alapján a felügyelet kötelezheti a biztosítót a tőkeszükségletének újraszámolására, illetve megfelelő nagyságú szavatoló tőke képzésére, ha megalapozottan feltételezhető, hogy a biztosító kockázati profilja megváltozott.



és az alárendelt kölcsöntőkéből áll. Magyarországon a kiegészítő tőke szerepe marginális. Másfelől jól elkülöníthető, illetve nincs kitéve a véletlenszerű ingadozásnak. Ez utóbbi az alárendelt kölcsöntőkére is érvényes, azaz a VTP szempontjából a szavatoló tőkéből mindössze a nettó eszközérték változása az érdekes.

A tőkehiányos állapot elkerülésekor nem célszerű, illetve többnyire nem is lehet 100%-os biztonságra törekedni. A volatilitási tőkepuffer azt a többlettőkét jelenti, ami az adott – a fentiek alapján egy éves – időhorizonton a megcélzott  $\alpha$  megbízhatósági szint ( $0\% < \alpha < 100\%$ ) mellett véd az alapvető szavatoló tőke ingadozásával szemben, és biztosítja a jogszabályok szerinti folyamatos tőkemegfelelést. Szabatosabb megfogalmazásban  $VTP_\alpha$  az az érték, amire

$$P(X < VTP_\alpha) = \alpha, \quad (1)$$

ahol az  $X$  valószínűségi változó az alapvető szavatoló tőke értékek adott időtávon belüli, külső tényezők miatt *csökkenése* a régi és a várhatóan szerzett új biztosítási állomány tekintetében<sup>11</sup>.  $VTP_\alpha$  az  $X$  valószínűségi változó  $\alpha$  szinthez tartozó kvantilise, vagy a Bit.-ben is használt terminológiával: a kockáztatott értéke

$$VTP_\alpha = VaR_\alpha(X). \quad (2)$$

Az irányelv 101. cikkének (3) bekezdése fogalmazása szerint „A szavatolótőke-szükségletet úgy kell kalibrálni, hogy minden olyan számszerűsíthető kockázatot figyelembe vegyen, amelynek a biztosító vagy viszontbiztosító ki van téve. *Kiterjed a meglévő biztosítási állományra és a következő tizenkét hónapban várhatóan szerzett új biztosítási állományra. A meglévő biztosítási állomány tekintetében csak a nem várt veszteségekre terjed ki.* A szavatolótőke-szükséglet a biztosító vagy viszontbiztosító alapvető szavatoló tőkéje egyéves időtávon mért, 99,5 %-os biztonsági szintű kockáztatott értékének felel meg.” Ezen megfogalmazás alapján az egyéves időhorizontú VTP meghatározásában szereplő  $X$  valószínűségi változó megegyezik azzal a valószínűségi változóval, amely a szavatolótőke-szükséglet meghatározásában is szerepel, aminek a 99,5%-os kvantiliséhez (VaR-jához) tartozó érték az SCR, azaz

$$VTP_{99,5\%} = SRC. \quad (3)$$

Ezzel a feladatot visszaveztük olyan valószínűségi változó adott megbízhatósági szinthez tartozó kvantilisének a keresésére, aminek 99,5%-os kvantiliséét ismerjük (legalábbis elvben – ld. később). Hogy pontosan lássuk, hogy ez a megközelítés mit jelent valójában, és az így kapott VTP milyen kockázatokat kezel, tisztázni kell, hogy miféle  $X$  valószínűségi változónak is a 99,5%-os kockáztatott értéke (legalábbis elvben) az SCR.

<sup>11</sup> Az (1) egyenletnek csak akkor van minden  $\alpha$ -ra megoldása, ha az  $X$  valószínűségi változó abszolút folytonos. Esetünkben ez feltehető.

A S2-es szabályozás alapján az  $X$  a régi, és a következő 12 hónapban várhatóan szerzett állományon elszenvedett veszteséget jelenti. A biztosítástechnikai tartalmak képzésénél figyelembe kell venni (a maga valószínűségével) minden lehetséges jövőbeni pénzáramot, amely a (szerződés határain belül) a régi állományból ered. Ez alapján  $X$  a *nem várt veszteséget* jelenti a régi állomány tekintetében. Ezt az irányelv 101. cikkének (3) bekezdése is megerősíti. A következő 12 hónapban szerzett állomány tekintetében azonban ilyen kitétel nem található a jogszabályokban, így itt a várható veszteséget (a biztosítók többsége esetén valójában nyereséget) is figyelembe kell venni. Ennek azonban nincs nyoma a standard formulában, ezért a továbbiakban feltételezem, hogy az új állomány tekintetében is a *nem várt veszteségekre* nyújt fedezetet a szavatolótőke-szükséglet, azaz hogy az SCR (standard formula segítségével történő) meghatározása alapjául szolgáló veszteség (az  $X$  valószínűségi változó) várható értéke nulla.

Kérdés, hogy figyelembe szeretnénk-e venni az új állomány várható nyereségességét, és ha igen, akkor hogyan. A megfogalmazott célok alapján a volatilitási tőkepuffernek csak a *nem várt* részre kell reflektálni, azonban az alkalmazás során szem előtt kell tartani, hogy a várható eredmény egyáltalán nem esetleges. Például egy lakásbiztosítási szerződést tipikusan úgy kell tekinteni, mintha az a következő biztosítási évfordulón megszűnne. A szerződések többsége azonban automatikusan megújításra kerül (ami a szerződés határai meghatározása alapján új szerződésnek minősül), így egy nyereséges állomány esetén az elkövetkező 12 hónapban szerzett új állomány várhatóan szintén nyereséges lesz.

*A továbbiakban a nem várt veszteség képezi a volatilitási tőkepuffer alapját, azaz  $VTP_\alpha = VaR_\alpha(X)$ , ahol  $X$  az alapvető szavatoló tőkének a környezeti változások miatti nem várt csökkenése a régi és a következő 12 hónapban várhatóan szerzett új biztosítási állomány tekintetében, az SCR standard formulájának elvi meghatározásához hasonlóan.*

Tehát egy olyan valószínűségi változó  $\alpha$  kvantilisét keressük ( $VTP_\alpha$ ), aminek a 99,5%-os kvantilisét ismerjük (SCR). De vajon a standard formulával meghatározott SCR valóban megegyezik az adott biztosító tényleges  $X$  valószínűségi változójának 99,5%-os kvantilisével? Ehhez az alábbiak mindegyikének teljesülni kellene: (i) a standard formula jól kalibrált, (ii) az adott biztosító kockázati profilját pontosan írja le a standard formula, (iii) a biztosító pontosan a standard formulának megfelelően, valós, megbízható adatokon számolta a tőkeszükségletét.

Ezek közül az első kettő biztosan nem teljesül: gondoljunk csak a 0,25 többszöröseiként meghatározott korrelációs együtthatókra, vagy a megyén belül azonosan meghatározott árvíz kockázati faktorokra. Azt lehet, és talán érdemes is vitatni, hogy a standard formula mennyire méri jól a kockázatokat, de nem a volatilitási tőkepuffer kapcsán, ezért a továbbiakban feltételezem, hogy a biztosító által kiszámolt és je-

lentett SCR éppen annak a valószínűségi változónak a 99,5%-os kvantilisa, aminek  $\alpha$  kvantilisét keressük.

A S2 rezsím kétszintű tőkekövetelményt ír elő. A többnyire alacsonyabb mértékű<sup>12</sup>, egyszerűen számítható, negyedévente meghatározandó minimális tőkeszükséglet (MCR) megsértése lényegesen szigorúbb felügyeleti intézkedést von maga után. A szigorúbb (magasabb) szavatolótőke-szükségletet (SCR) egy összetett, a szóba jöhető kockázatok mindegyikére reflektálni kívánó modell segítségével évente kell meghatározni. Ezt a kétszintű rendszert érdemes lekövetni a volatilitásitőke-pufferrel is, különböző megbízhatósági szintekkel: az MCR esetében kellene egy magasabb szintet megcélózni.

### 3. A volatilitási tőkepuffer kiszámításának lehetséges megközelítései

#### 3.1. A teljes nem várt veszteség eloszlása alapján

Az 1. fejezetben megfogalmazottak alapján  $VTP_{\alpha} = VaR_{\alpha}(X)$ , ahol  $X$  – az alapvető szavatoló tőke nem várt csökkenése – ugyanaz a valószínűségi változó, aminek 99,5%-os kvantilise az SCR.

Ha ismernénk az  $X$  eloszlását, akkor  $VTP_{\alpha}$  könnyen meghatározható lenne. A nem várt veszteség azonban sokféle sokkhatás eredőjeként következik be, bonyolult kölcsönhatások, függési viszonyok mellett, ezért az eloszlás pontos meghatározása nem lehetséges. Ráadásul az eltérő káreloszlású szerződésekkel, eltérő viszontbiztosítási fedezetekkel, eltérő eszközportfólióval stb. rendelkező biztosítók esetén a nem várt veszteség eloszlásának jellemzői alapvetően eltérhetnek egymástól.

Az eloszlás típusára (az eloszláscsaládra) vonatkozó különféle feltételezésekkel élve, a szükséges paraméterek becslésével lehet közelítéseket végezni a tőkepufferre. Ebben felhasználhatjuk, hogy az SCR ugyanezen eloszlás 99,5%-os szinthez tartozó kockázatotott értéke egy éves időhorizonton.

Az  $VTP_{99,5\%} = SCR$  alapvetésből kiindulva az eloszlásra tett általánosabb feltételezések alapján is lehet alsó és felső becsléseket végezni a VTP-re, ami segítheti a különféle eloszláscsaládokra tett feltételezésekkel adódó eredmények megítélését.

#### 3.2. A nem várt veszteség moduláris felbontása alapján

Látni fogjuk, hogy a teljes nem várt veszteség alapján keresett tőkepuffer mértéke nagyban függ a veszteség eloszlásától. Az egyes biztosítók eltérő üzleti modelljeiből adódóan ez az eloszlás markánsan eltérő is lehet, és ez az eltérés a VTP becslését is jelentősen befolyásolhatja, illetve található olyan fiktív üzleti modellek, amelyek

<sup>12</sup> Az MCR egy viszonylag egyszerű képlet alapján határozható meg, de nem lehet nagyobb, mint az SCR 45%-a (tehát kisebb, mint az SCR), de el kell érni egy tevékenységtől függő abszolút padlót, pl. életbiztosítóknál 3,7 millió eurót (azaz kis biztosítók esetén ez az alsó padló lehet nagyobb az SCR-nél).

esetén az eltérő eloszlások szélsőségesen eltérő tőkepuffert generálnak (ld. 4.2.1. fejezet).

Ezt a problémát – jelentős többletmunkával – megpróbálhatjuk úgy orvosolni, hogy a veszteségfüggvényt az SCR standard formulája moduljainak megfelelően komponenseire bontjuk, az egyes komponensekre meghatározzuk a megfelelő volatilitási tőkepuffer részt, és a megfelelő korrelációk alkalmazásával aggregáljuk.

Ettől a módszertől csak akkor várhatunk pontosabb és megbízhatóbb eredményt, ha ismerjük az egyes modulokhoz tartozó nem várt veszteség eloszlását. Ha csak a nem-életbiztosítási katasztrófakockázati modult vesszük alapul, akkor a veszteség eloszlása alapvetően eltér attól függően, hogy arányos vagy nem arányos viszontbiztosítási fedezettel rendelkezik-e.

Tehát az egyes modulok esetében is előfordulhat a fejezet első felében tárgyalt probléma, amit a moduláris megközelítéssel kívántunk megoldani. És bár elképzelhető, hogy az egyes moduloknál megalapozottabban lehet feltételezni a nem várt veszteség eloszlását, és így kisebb hibahattárral tudjuk az egyes modulok esetében a VTP-t becsülni, az egyes részeredmények aggregációja nem megoldott. Az SCR standard formulájában ugyan meg vannak adva az aggregáláshoz használandó korrelációk, de azok a 99,5%-os megbízhatósági szinthez (a 99,5%-os VaR-hoz) tartoznak, és semmi sem garantálja, hogy ugyanazon korrelációk alkalmazása pl. 75%-os megbízhatósági szint esetében. Az eltérő diverzifikációs hatás jelentősen torzíthatja a végeredményt.

Vegyük például a  $[-0,5; 0,5] \times [-0,5; 0,5]$ -es négyzeten egyenletes kétdimenziós  $(X; Y)$  eloszlás  $X$  és  $Y$  peremeloszlásait! Ezek a  $[-0,5; 0,5]$  intervallumon egyenletes eloszlású, 0 várható értékű, független valószínűségi változók, melyek  $\alpha$ -hoz tartozó kvantilise  $\alpha - 0,5$ -tel egyeznek meg. Könnyen belátható, hogy a  $Z = X + Y$  valószínűségi változó megfelelő kvantilise  $1 - \sqrt{2 \cdot (1 - \alpha)}$ . Ha a standard formulának megfelelően a  $\sqrt{\text{VaR}_X^2 + 2 \cdot \rho \cdot \text{VaR}_X \cdot \text{VaR}_Y + \text{VaR}_Y^2}$  módon szeretnénk az peremeloszlások VaR-ját aggregálni, akkor  $\alpha = 99,5\%$  esetén  $\rho = 0,653$ -del kellene az aggregálást elvégezni, míg  $\alpha = 75\%$  esetén  $\rho = 0,314$ -del. A 0,653-del történő aggregálás 55,2%-kal fölfelétorzítaná az eredményt.

Másfelől a pontosabb becslésnél fontosabb, hogy a megcélozandó tőkeszintet alsó és felső korlátok közé lehessen szorítani, azaz meg tudjuk mondani, hogy az adott becslés alsó vagy felső becslés. Kérdéses, hogy a moduláris megközelítéssel nem veszítünk-e többet az aggregálás problematikáján, mint amennyit nyerünk az egyes modulok pontosabb becslhetőségével. Ez jelenleg nyitott kérdés.

Összegezve: A moduláris megközelítés nem csökkenti jelentősen a becsült volatilitási tőkepuffer megbízhatóságát, viszont a sokféle torzító hatás rontja az elméleti érték és a becslés esetleges diszharmóniájának átláthatóságát, ezért ezt a megközelítést a továbbiakban nem részletezem.

### 3.3. Empirikus megközelítés

A veszteségfüggvény megfelelő kvantilisét a szavatoló tőke vagy a tőkepozíció (tőketöbblet) változására vonatkozó tapasztalati adatok segítségével is becsülhetjük.

A tapasztalati VaR használhatóságához viszonylag sok megfigyelt értékre, azaz esetünkben hosszú idősorra van szükség. Például ahhoz, hogy a 90%-os szinthez tartozó tapasztalati kvantilis értékét ne automatikusan a legnagyobb érték határozza meg, legalább 15-20 adatra lenne szükségünk, ami 15–20 éves idősort jelent. Ezt a módszert nemcsak azért kell kizárni, mert ilyen hosszú S2-es idősorral nem rendelkezünk, hanem azért is, mert a használhatóság feltétele, hogy a megfigyelési értékek azonos eloszlású valószínűségi változótól származzanak, azaz hogy a biztosító kockázati profilja, illetve a környezet<sup>13</sup> ne változzon meg. Ezt még rövid időtávon belül sem lehet feltételezni.

A másik lehetőség, hogy feltételezzük, hogy a nem várt veszteség eloszlása valamely eloszláscsaládba tartozik, és a rendelkezésre álló adatokból a feltételezett eloszlás szükséges paramétereit becsüljük meg. Például az eloszlás szórását az empirikus szórás segítségével. A hiányzó paraméterek becslése is csak akkor ad megbízható eredményt, ha kellően sok megfigyelésünk, azaz kellően hosszú idősorunk van. Hosszabb időtávon viszont nem lehet garantálni az eloszlás változatlanágát, ami pedig szintén feltétele a módszer alkalmazhatóságának.

További feltétel mindkét esetben, hogy a megfigyelési értékek függetlenek legyenek egymástól. Kérdéses, hogy a nem várt veszteségek évenkénti értékei mennyire tekinthetők függetlennek.

A tapasztalati szóráshoz kapcsolt tőkepuffer logikus választás, hiszen a nem várt veszteségek szórása jellemzi leginkább azt a volatilitást, amivel szemben a VTP védi a biztosítót a tőkeelégtelenségtől. A veszteség eloszlásának (eloszlástípusának) ismerete nélkül azonban nem tudjuk megmondani, hogy például egy 2/3 (tapasztalati) szórásnyi tőkepuffer milyen szintű (valószínűségű) védelmet nyújt. Normális eloszlás esetén 75%-osat, de egyéb eloszlások esetén ez lehet túlzottan vagy nem kellően óvatos. A fentiekben említett tényezők (kellően hosszú idősor, az eloszlás és környezet változatlanága, függetlenség) még inkább megkérdőjelezik az így adódó becslés megfelelőségét.

A 4.3. fejezetben annak ellenére bemutatok tapasztalati adatokat, hogy a fentiek miatt azok alapján megfelelő VTP-t nem lehet meghatározni.

<sup>13</sup> A nem várt veszteség nemcsak magától a biztosító állományától, működésétől, hanem a környezettől is függ.

### 3.4. Időhorizont

A volatilitási tőkepuffer célja a tőkeelégtelesség elkerülése azon köztes időszakokban, amikor a biztosító nem határozza meg a tőkepozícióját. A minimális tőkeszükségletet és a szavatoló tőkét negyedévente, míg a szavatolótőke-szükségletet évente kell meghatározni. A biztosítóknak csak a legutoljára jelentett tőkeszükségleteknek kell megfelelni, így a tőkeszükségletek esetleges változása ellen a VTP-nek nem kell védelmet nyújtania. Ez azt jelenti, hogy a „köztes időszak” az az időszak, amikor a szavatoló tőkéről nincs információnk, azaz a tőkepuffernek egy negyedéves időhorizonton kell megfelelő szintű védelmet biztosítani. Másfelől a biztosítók sok esetben csak évente végeznek pontos számításokat az egyes eszközök, és főleg a kötelezettségek értékének meghatározására, illetve csak évente kell az adataikat auditáltatni, ami megkérdőjelezi a negyedéves értékek megbízhatóságát. A tőkepuffer az elnagyoltabb becslésekből eredő bizonytalanságok kiküszöbölését is célul tűzheti ki, ami fölveti az éves időhorizont szükségességét.

Ha  $X_i$  jelöli az  $i$ -edik negyedévben bekövetkező nem várt veszteséget ( $X = X_1 + X_2 + X_3 + X_4$ ), és ismerjük a  $Var_\alpha(X)$  értékét, akkor bizonyos körülmények között meghatározhatjuk a  $Var_\alpha(X_1)$  értékét is. Például ha a VaR a szórással arányos (pl. normális eloszlás esetében), és feltesszük, hogy az  $X_i$ -k függetlenek és azonos eloszlásúak, akkor

$$Var_\alpha(X_1) = \frac{Var_\alpha(X)}{2}. \quad (4)$$

Azonban általában sem az arányosság, sem a függetlenség, sem az eloszlások azonosága nem teljesül.

Tegyük föl például, hogy egy biztosító kizárólag a hozamgörbe csökkenésére érzékeny. Az első negyedévben bekövetkezett jelentősebb nem várt veszteség azt jelenti, hogy a hozamgörbe jelentősen lesüllyedt. Ekkor viszont a hozamgörbe már nem tud a második negyedévben olyan mértékben tovább csökkenni, hogy még egyszer ilyen mértékű vesztesége keletkezzen. Tehát  $X_1$  értéke az  $X_2$  eloszlását is befolyásolja, nemcsak az értékét.

*A továbbiakban az egyéves időhorizonthoz tartozó VTP-t keressük.*

## 4. A volatilitási tőkepuffer becslése

A feladat egy nulla várható értékű valószínűségi változó  $\alpha$  kvantilisének meghatározása a 99,5%-os kvantilisének ismeretében. Látni fogjuk, hogy ha nem teszünk föl semmit az  $X$  eloszlásáról, akkor a  $vtp_\alpha = \frac{VTP_\alpha}{SRC}$  arányra bármilyen érték is adódhat.

Kézenfekvő abból kiindulni, hogy az  $X$  normális eloszlású. Ebben az esetben egyszerűen, a konkrét eloszlás paramétereitől függetlenül megkapjuk a VTP értékeit

az  $\alpha$  függvényében. Kiindulási, viszonyítási értéként ezt fontolóra is vehetjük, egy biztosító veszteségének eloszlása azonban jelentősen eltérhet a normálistól. Tipikusan ez a helyzet, amikor a biztosító jelentős kockázatokat vagy hosszú kifizetés kötelezettségeket vállal, és így nagy veszteség is előfordulhat, míg a nyereség nagysága viszonylag korlátozott (azaz az eloszlás jobbra ferdül<sup>14</sup>), illetve amikor nagyobb veszteségek is nem elhanyagolható valószínűséggel fordulhatnak elő („vastagabb farkú”<sup>15</sup> eloszlás). Ezért érdemes megvizsgálni a többi, szóba jöhető eloszláscsaládot is.

A valós veszteségeloszlások legfeljebb jobb-rosszabb közelítéssel tartoznak valamelyik eloszláscsaládba, ezért az eloszlás általánosabb tulajdonságai alapján történő megszorítások vizsgálata is hasznos lehet a gyakorlati alkalmazás szempontjából.

#### 4.1. A veszteség eloszlásának típusára (eloszláscsaládjára) vonatkozó feltételezések alapján

A fejezet célja kettős. Egyfelől betekintést kaphatunk, hogy milyen VTP-értékek adódnának, ha tudnánk, hogy az  $X$  valószínűségi változó milyen típusú. Másfelől az eredmények azt mutatják, hogy a jobbra ferdült, illetve vastagabb farkú tulajdonságok csökkentik a tőkepuffer mértékét, azaz a normalitás feltételezésével kapott értékek egyfajta felső becslésként foghatók fel.

A fejezet a nevezetes eloszláscsaládokat az okvetlenül szükségesnél kicsit részletesebben taglalja, hogy azok is el tudják helyezni az adódott értékeket (azok milyen esetben közelíthetők egyes biztosítók veszteségeloszlásait, az eredmény mennyire lehet reális), akik az egyes eloszláscsaládok sajátosságait kevésbé ismerik.

##### 4.1.1. Ha feltesszük, hogy $X$ normális eloszlású

Ebben az esetben

$$VTP_{\alpha} = \Phi^{-1}(\alpha) \cdot \sigma + m, \quad (5)$$

ahol  $\Phi^{-1}$  a standard normális eloszlás eloszlásfüggvényének inverze,  $\sigma$  az  $X$  szórása,  $m$  az  $X$  várható értéke.  $E(X) = 0$  alapján  $m = 0$ .

Másfelől ( $m = 0$ -t fölhasználva)

$$SRC = \Phi^{-1}(99,5\%) \cdot \sigma, \text{ ahonnan} \quad (6)$$

<sup>14</sup> Egy eloszlás ferdeségét többféleképpen lehet meghatározni. A leginkább elfogadott mérték a Pearson-féle ferdeség, mely nem más, mint a standardizált eloszlás harmadik momentuma (a harmadik hatványának várható értéke). Jobbra ferde az eloszlás, ha harmadik centrális momentuma pozitív. Egy veszteség eloszlása esetén ez azt jelenti, hogy nem várt nagy veszteség inkább előfordulhat, mint nem várt nagy nyereség.

<sup>15</sup> Intuitíve az  $Y$  veszteség eloszlása vastagabb farkú az  $X$  eloszlásánál, ha  $Y$  esetében a nagyon nagy károk nagyobb valószínűséggel fordulnak elő, mint az  $X$  esetében, és ez a reláció fokozódik az egyre nagyobb károknál.

$$\sigma = \frac{SCR}{\phi^{-1}(99,5\%)}. \text{ Behelyettesítve:} \quad (7)$$

$$VTP_{\alpha} = \frac{\phi^{-1}(\alpha)}{\phi^{-1}(99,5\%)} \cdot SCR \quad (8)$$

ami praktikusan  $(1+vtp_{\alpha})$  - szoros tőke megfelelési elvárást jelent, ahol

$$vtp_{\alpha} = \frac{\phi^{-1}(\alpha)}{\phi^{-1}(99,5\%)}. \quad (9)$$

Az így adódó tőkepuffer értéke könnyen meghatározható, az egyes szintekhez tartozó értékeket az 1. táblázatban találjuk. Például 126,2%-os tőke megfelelés esetén a biztosító 75%-os valószínűséggel egy év elteltével is megfelel a (rég) tőkésüklésletnek, 90%-os megbízhatóság megvalósításához már csaknem 150%-os tőkésint szükségés.

1. táblázat										
Volatilitási tőkepuffer az SCR százalékában – normális eloszlás										
$\alpha$	50%	55%	60%	65%	70%	75%	80%	85%	90%	95%
$vtp_{\alpha}$	0,0%	4,9%	9,8%	15,0%	20,4%	26,2%	32,7%	40,2%	49,8%	63,9%
Forrás: Saját számítás.										

#### 4.1.2. Ha feltesszük, hogy $X$ egyéb nevezetes eloszláscsaládba tartozik

Mielőtt a nevezetes eloszláscsaládokra térünk, tegyünk néhány kitérőt! A szóban forgó  $X$  valószínűségi változóról feltételezzük, hogy várható értéke nulla. A szóba jöhető eloszlások többségénél (pl. exponenciális, lognormális, Pareto) azonban  $E(X) > 0$ . Ilyen esetben vagy az  $X' = X - E(X)$  transzformált valószínűségi változó kvantiliseit kell vizsgálni, vagy (ami végső soron ugyanaz) a kvantilisek várható értéktől való távolságát.

A fejezet hátralévő részében a  $vtp_{\alpha}$  tőkepufferarányt keressük:

$$vtp_{\alpha} = \frac{VTP_{\alpha}}{SCR} = \frac{VaR_{\alpha}(X) - E(X)}{VaR_{99,5\%}(X) - E(X)}. \quad (10)$$

Ha  $Y$  valószínűségi változó az  $X$  egy konstansszorososa (azaz egy biztosító nem várt veszteségei mindig éppen megegyeznek egy másik biztosító nem várt veszteségeinek pl. hétszeresével), akkor  $Y$ -ra ugyanaz a  $vtp_{\alpha}$  érték adódik, hiszen  $VaR_{\alpha}(c \cdot X) = c \cdot VaR_{\alpha}(X)$ , illetve  $E(c \cdot X) = c \cdot E(X)$ , azaz (10)-ben lehet  $c$ -vel egyszerűsíteni<sup>16</sup>.

<sup>16</sup> Itt értelemszerűen csak a  $c > 0$  eset jöhet szóba, hiszen  $c < 0$  esetén a veszteségből nyereség lesz, és fordítva.



Következésképpen a  $vtp_\alpha$  értéke érzéketlen az eloszlás lineáris transzformációjára (eltolásinvariancia). (Például az előző fejezetben is elég lett volna csak a standard normális eloszlást vizsgálni.)

#### 4.1.2.1. Ferde normális eloszlás

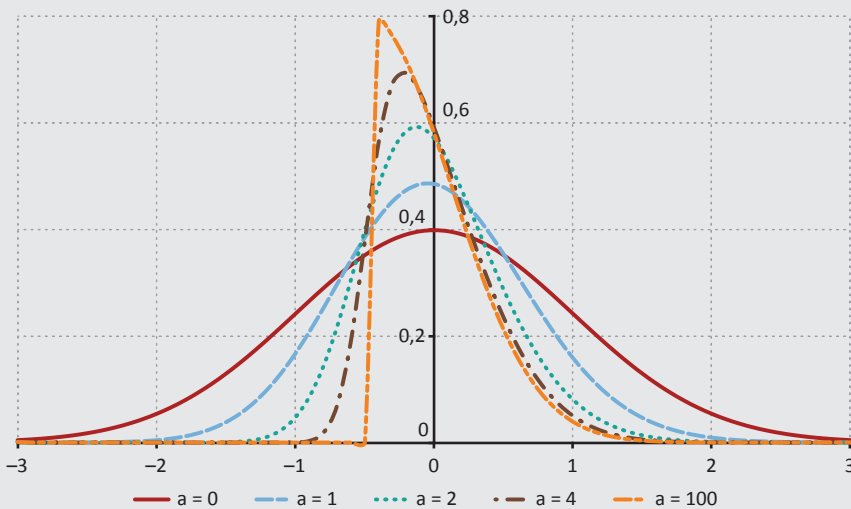
A ferdültség tőkepufferre gyakorolt hatását a ferde normális eloszláson keresztül szemléltetem. Az eloszlás sűrűségfüggvénye

$$f(x) = 2\varphi(x)\phi(ax),^{17} \quad (11)$$

ahol  $\varphi$  és a  $\phi$  a standard normális eloszlás eloszlásfüggvénye, illetve sűrűségfüggvénye<sup>18</sup>. Az  $a$  paraméter határozza meg az eloszlás ferdeségét.  $a = 0$  esetén a standard normális eloszlást kapjuk,  $a > 0$  esetén jobbra,  $a < 0$  esetén balra ferde eloszlást. Minél nagyobb az  $a$  paraméter abszolút értéke, annál ferdebb lesz az eloszlás<sup>19</sup>.

#### 1. ábra

A 0 várható értékűre, 1 szórásvá transzformált ferde normális eloszlás sűrűségfüggvénye



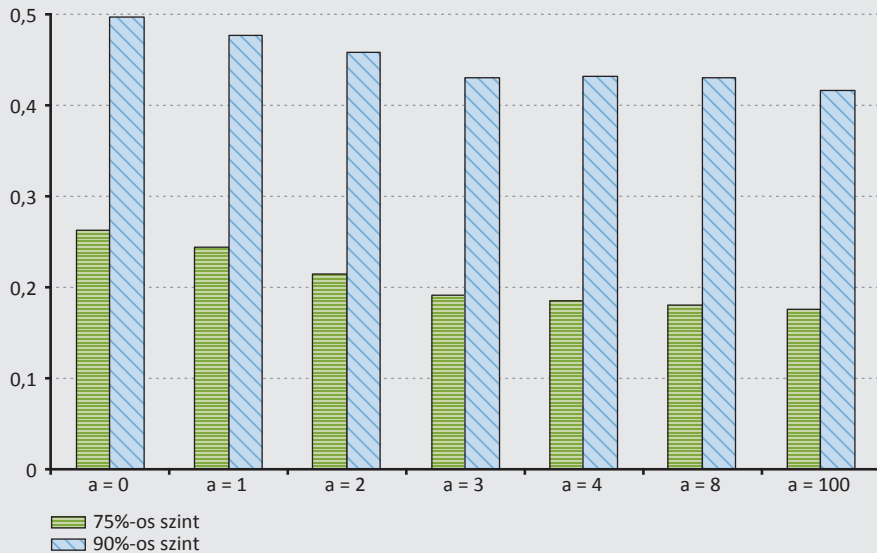
Forrás: Saját számítás.

<sup>17</sup> Az  $Y = aX+b$  lineáris transzformált eloszlásfüggvénye  $g(x) = 2\varphi\left(\frac{x-b}{a}\right)\phi\left(\alpha\left(\frac{x-b}{a}\right)\right)$ . Ezek alkotják a teljes ferde normális eloszláscsaládot. A volatilitási tőkepuffer mértéke azonban invariáns a lineáris transzformációra, ezért elég a standardizált verziót vizsgálni.

<sup>18</sup> bővebben ld. Azzalini1 – azzalini.stat.unipd.it

<sup>19</sup> Nemcsak „ránézésre”, de a matematikai értelemen is.

**2. ábra**  
A  $vtp_{75\%}$  és  $vtp_{90\%}$  értéke különböző  $a$  paraméterek mellett



Forrás: Saját számítás.

A százezer mintás szimulációs futtatások<sup>20</sup> egyértelműen mutatják (2. ábra), hogy  $vtp_{\alpha}$  annál kisebb, minél inkább jobbra ferdül az eloszlás. Például  $a = 4$  mellett már egy 118,6%-os tőkemegfelelés is 75%-os védelmet biztosít, ami normális eloszlás esetén ( $a = 0$ ) csak 126%-os tőkeszint mellett valósult meg.

**2. táblázat**

$vtp_{\alpha}$  értékei ferde normális eloszlás esetén különböző  $a$  paraméterek mellett

	$a = 0$	$a = 1$	$a = 2$	$a = 3$	$a = 4$	$a = 8$	$a = 100$
65%	15,0%	13,6%	10,6%	8,6%	7,8%	7,2%	6,7%
75%	26,2%	24,5%	21,4%	19,0%	18,6%	18,0%	17,5%
85%	40,4%	38,0%	35,7%	33,2%	32,9%	32,7%	31,8%
95%	63,9%	61,9%	60,7%	58,3%	58,8%	58,6%	57,5%

Megjegyzés: százezer mintás szimuláció alapján

Forrás: Saját számítás.

Arató (1995) szerint a leggyakrabban alkalmazott káreloszlások az exponenciális, a lognormális, a Pareto, illetve a gamma és a Weibull, ezért annak ellenére érdemes ezeknél az eloszláscsaládnál is megvizsgálni a volatilitási tőkepuffer értékét, hogy

<sup>20</sup> Azzalini2 – azzalini.stat.unipd.it alapján

a nettó eszközérték volatilitásáért általában nem elsősorban a károk volatilitása felelős.

#### 4.1.2.2. Exponenciális eloszlás

Az exponenciális eloszlással egy olyan berendezés élettartamát lehet modellezni, ahol a tönkremenetel valószínűsége nem függ a berendezés korától („örök ifjú” eloszlás). Sűrűségfüggvénye

$$f(x) = \lambda e^{-\lambda x} \quad (x > 0) \quad (12)$$

viszonylag gyorsan lecseng, de jelentősen jobbra ferdül. Várható értéke  $E(X) = 1/\lambda$ , így a nem várt veszteség  $X - 1/\lambda$ . Könnyen levezethető

$$vtp_\alpha = \frac{\ln(1-\alpha) - 1}{\ln(1-99,5\%) - 1}, \quad (13)$$

azaz  $vtp_\alpha$  nem függ a  $\lambda$  paramétertől. Ezt az eltolásinvariancia alapján is tudhattuk, hiszen a  $\lambda$  paraméter megváltoztatása mindössze az eloszlás lineáris transzformációját eredményezi.

3. táblázat										
Volatilitási tőkepuffer az SCR százalékában										
$\alpha$	50%	55%	60%	65%	70%	75%	80%	85%	90%	95%
$vtp_\alpha$	-7,1%	-4,7%	-1,9%	1,2%	4,7%	9,0%	14,2%	20,9%	30,3%	46,4%
Megjegyzés: A negatív $vtp_\alpha$ értékek abból adódnak, hogy (az exponenciális eloszlás erős ferdesége miatt) $VaR_\alpha$ még viszonylag magas megbízhatósági szint mellett is kisebb, mint a várható érték. Forrás: Saját számítás.										

#### 4.1.2.3. Lognormális eloszlás

Egy valószínűségi változó eloszlása lognormális, ha logaritmusa normális eloszlású. Vagy másképpen: ha  $X$  valószínűségi változó normális eloszlású, akkor  $e^X$  lognormális eloszlású. Ennek megfelelően sűrűségfüggvénye

$$f(x) = \frac{1}{\sigma \sqrt{2\pi x}} e^{-\frac{(\ln x - \mu)^2}{2\sigma^2}} \quad (x > 0). \quad (14)$$

Innen adódik

$$VaR_\alpha = e^{\phi^{-1}(\alpha)\sigma + \mu} \quad \text{és} \quad E(X) = e^{\frac{\sigma^2}{2} + \mu}, \quad (15)$$

ami alapján

$$vtp_\alpha = \frac{e^{(\phi^{-1}(\alpha)\sigma + \mu)} - e^{\frac{\sigma^2}{2} + \mu}}{e^{(\phi^{-1}(99,5\%)\sigma + \mu)} - e^{\frac{\sigma^2}{2} + \mu}} = \frac{e^{\phi^{-1}(\alpha)\sigma} - e^{\frac{\sigma^2}{2}}}{e^{\phi^{-1}(99,5\%)\sigma} - e^{\frac{\sigma^2}{2}}}, \quad (16)$$

azaz  $vtp_\alpha$  nem függ a  $\mu$ -tól ( $\Phi$  a standard normális eloszlás eloszlásfüggvénye). Ez is következik az eltolás-invarianciából, hiszen az  $Y = \frac{X}{e^\mu}$  sűrűségfüggvénye

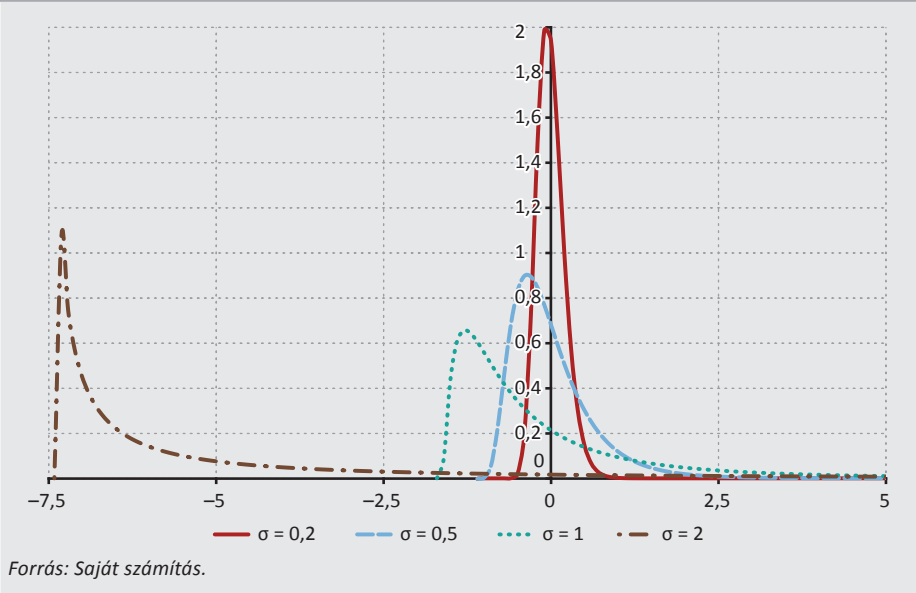
$$g(x) = \frac{1}{\sigma\sqrt{2\pi x}} e^{-\frac{(\ln x)^2}{2\sigma^2}} \quad (17)$$

azaz a  $\mu = 0$  értéket egy lineáris transzformációval el lehet érni.

A  $\sigma$  növelésével az eloszlás egyre inkább jobbra ferdül. Pearson ferdesége  $\gamma = \sqrt{e^{\sigma^2} - 1}(2 + e^{\sigma^2})$  rendkívül gyorsan nő a  $\sigma$  függvényében.  $\sigma < 2\Phi^{-1}(\alpha)$  esetében<sup>21</sup> a tapasztalatok alapján (4. ábra) a  $vtp_\alpha$  értéke a  $\sigma$ , tehát az eloszlás ferdeségének növelésével egyre kisebb lesz.

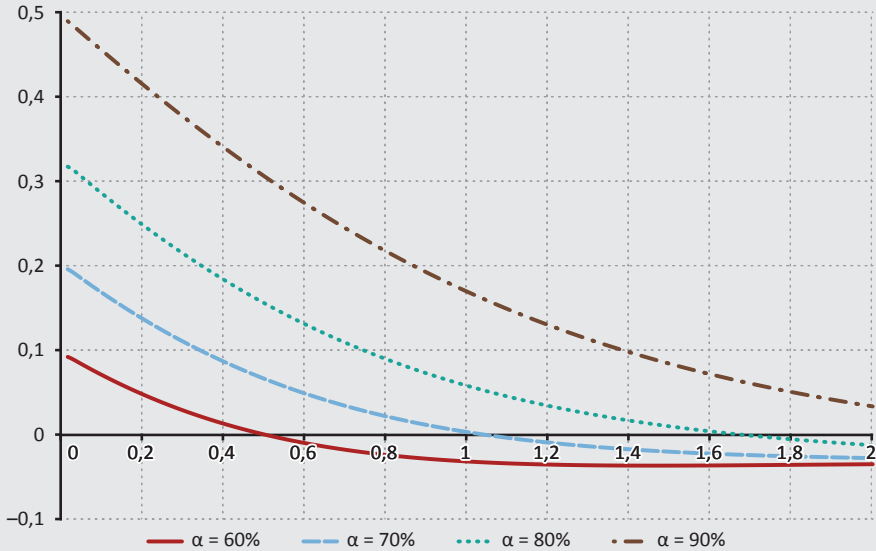
### 3. ábra

A nulla várható értékűre eltolt lognormális eloszlás sűrűségfüggvénye különböző  $\sigma$ -k esetén



<sup>21</sup>  $\sigma = 2$  esetén már oly mértékben dől a sűrűségfüggvény, hogy már a 80%-os kvantilis is kisebb a várható értéknél, ami miatt  $vtp_\alpha < 0$ . Negatív VTP akkor adódik, ha  $2\Phi^{-1}(99,5\%) > \sigma > 2\Phi^{-1}(\alpha)$ .

**4. ábra**  
 **$vtp_\alpha$  értéke a  $\sigma$  paraméter függvényében**



Forrás: Saját számítás.

Ha a  $\sigma$ -val nulla felé közelítünk, akkor az eloszlás ferdesége nullához tart, és a  $vtp_\alpha$  értékek egyre inkább közelítik (alulról) a normális eloszlás esetében kapott értékeket, amit könnyen be lehet bizonyítani formálisan is, (16)-ot fölhasználva (szintén könnyen levezethető)

$$\lim_{\sigma \rightarrow 0} vtp_\alpha = \lim_{\sigma \rightarrow 0} \frac{e^{\phi^{-1}(\alpha)\sigma} - e^{\frac{\sigma^2}{2}}}{e^{\phi^{-1}(99,5\%)\sigma} - e^{\frac{\sigma^2}{2}}} = \frac{\phi^{-1}(\alpha)}{\phi^{-1}(99,5\%)} \quad (18)$$

ami (9) alapján éppen a normális eloszlásra adódott  $vtp_\alpha$ -val egyezik meg.

**4. táblázat**  
 **$vtp_\alpha$  értékei lognormális eloszlás esetén különböző  $\sigma$  paraméterek mellett**

	$\sigma = 1E-10$	$\sigma = 0,1$	$\sigma = 0,2$	$\sigma = 0,5$	$\sigma = 1$	$\sigma = 2$
65%	15,0%	11,9%	9,2%	3,2%	-1,6%	-3,2%
75%	26,2%	22,4%	19,0%	10,8%	2,7%	-2,1%
85%	40,2%	36,1%	32,1%	21,9%	10,2%	0,3%
95%	63,9%	60,2%	56,5%	45,9%	30,7%	11,8%

Forrás: Saját számítás.

## 4.1.2.4. Pareto-eloszlás

A Pareto-eloszlás az exponenciális eloszlással áll hasonló viszonyban, mint a log-normális a normálissal: ha  $X(a; c)$  paraméterű Pareto-eloszlású, akkor  $\ln(\frac{x}{c})$   $a$  paraméterű exponenciális eloszlású (Arató 1995). Sűrűségfüggvénye

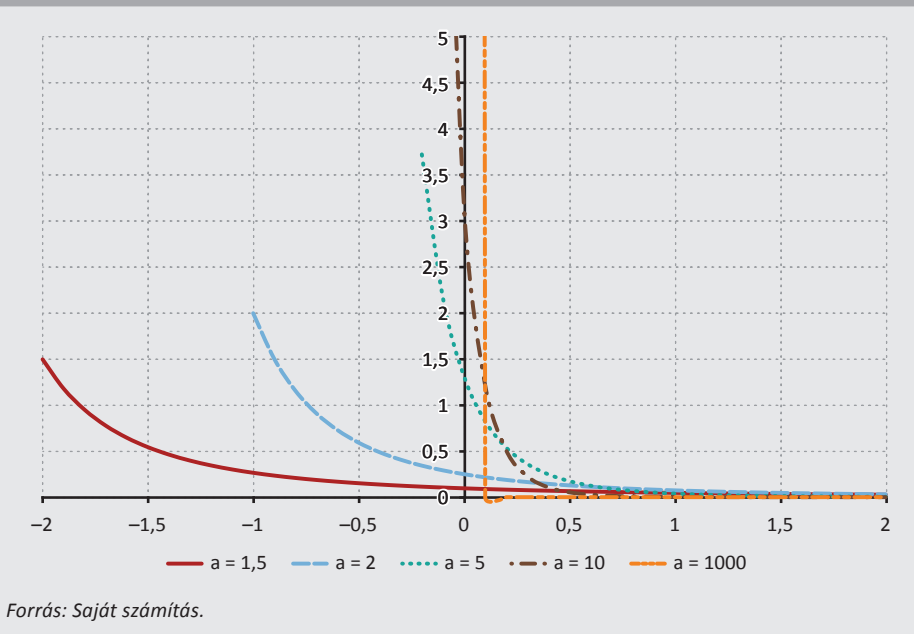
$$f(x) = \frac{a \cdot c^a}{x^{a+1}}, \quad (19)$$

ha  $x > c$ , egyébként 0. A  $c$  paraméter változtatása csak egy lineáris transzformációt jelent, ami nem befolyásolja a tőkepuffer értékét. Könnyen levezethető

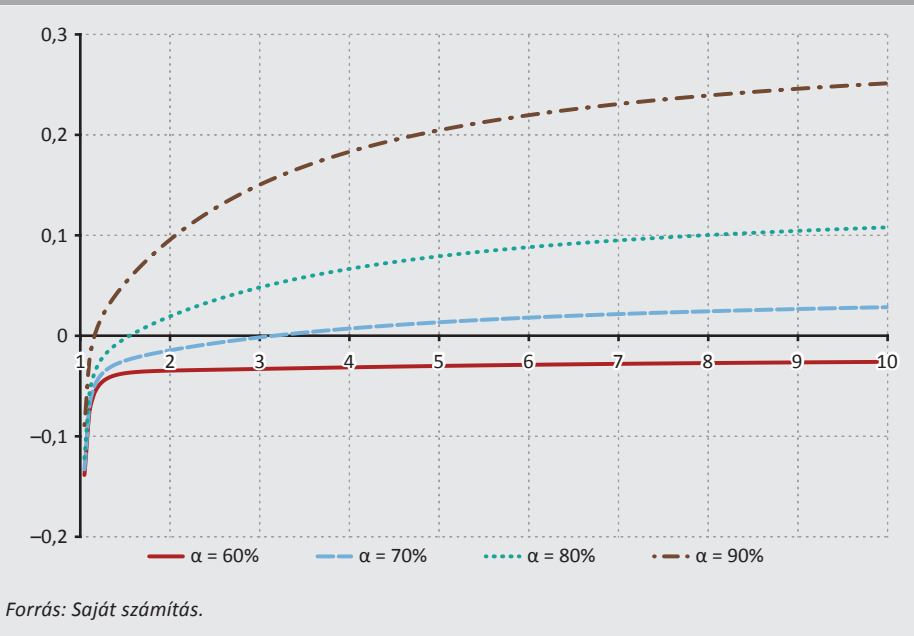
$$vtp_\alpha = \frac{(1-\alpha)^{\frac{1}{a}} - \frac{a}{a-1}}{(1-0,995)^{\frac{1}{a}} - \frac{a}{a-1}}. \quad (20)$$

5. ábra

A nulla várható értékűre eltolta Pareto-eloszlás sűrűségfüggvényei különböző  $a$ -k esetén ( $c = 1$ )



6. ábra  
 $vtp_\alpha$  értéke az  $a$  paraméter függvényében



Ha  $a \leq 1$ , az eloszlás várható értéke végtelen, így csak 1-nél nagyobb  $a$  mellett van értelme a  $vtp_\alpha$  meghatározásának.  $a$  növelésével az eloszlás egyre vékonyabb farkú, egyre kevésbé ferdül jobbra<sup>22</sup> (7. ábra). A tapasztalatok szerint a számunkra érdekes esetekben (ahol  $VaR_\alpha(X) > E(X)$ ) az  $a$  növelésével, egyre nagyobb tőkepuffer adódik bármely rögzített megbízhatósági szint esetén, tehát itt is igaz, hogy a ferdeség növelésével, illetve az eloszlás farokrészének vastagításával csökken a  $vtp_\alpha$  értéke.

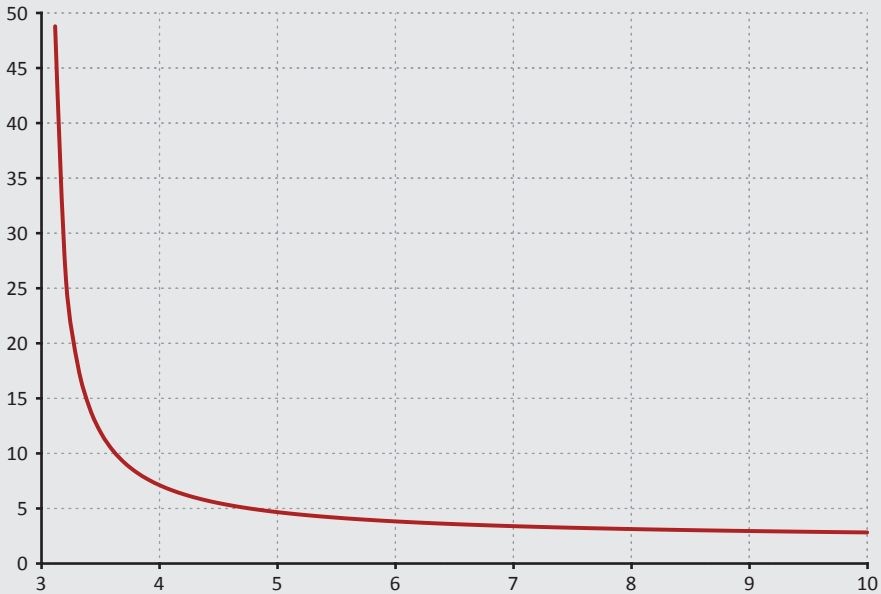
Inkább elméleti szempontból érdekes a  $vtp_\alpha$  határértékét vizsgálni, ha az  $a$  a végtelenbe tart. Könnyen levezethető

$$\lim_{a \rightarrow \infty} vtp_\alpha = \frac{\ln(1-\alpha)+1}{\ln(1-99,5\%)+1}, \quad (21)$$

ami csak akkor pozitív, ha  $\alpha > 1 - \frac{1}{e} \sim 63,2\%$ , azaz 63,2%-nál kisebb megbízhatósági szint esetén minden Pareto-eloszlású veszteségfüggvényénél negatív volatilitási tőkepuffer adódik. Általában  $VaR_\alpha(X) > E(X)$  akkor teljesül, ha  $\alpha > 1 - (1 - \frac{1}{\alpha})^\alpha$ . Az egyes  $a$ -khoz tartozó küszöb  $\alpha$ -kra az 5. táblázat ad eligazítást.

<sup>22</sup> Könnyen belátható, hogy a Pearson-ferdesége  $\gamma = \frac{2(a+1)}{a-3} \sqrt{\frac{a-2}{a}}$  ( $a > 3$ ) monoton csökken  $a$ -ban.

**7. ábra**  
A Pareto-eloszlás Pearson-ferdesége az  $a$  paraméter függvényében ( $c = 1$ )



Forrás: Saját számítás.

**5. táblázat**  
 $vtp_\alpha$  értékei Pareto-eloszlás esetén különböző  $a$  paraméterek mellett

	a = 1,5	a = 2	a = 5	a = 10	a = 1000	a = 1E+09
60%	-3,7%	-3,4%	-3,0%	-2,6%	-2,0%	-1,9%
65%	-3,2%	-2,6%	-1,0%	-0,1%	1,1%	1,2%
75%	-1,5%	0,0%	4,3%	6,4%	9,0%	9,0%
85%	1,7%	4,8%	12,9%	16,6%	20,8%	20,9%
95%	14,0%	20,4%	34,9%	40,5%	46,4%	46,4%

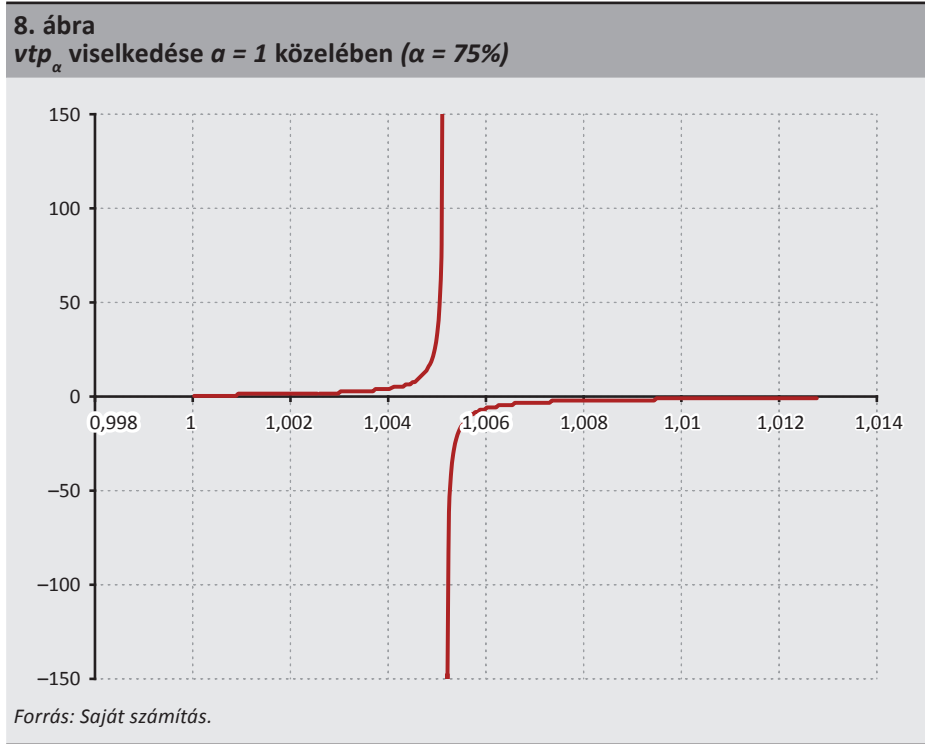
Forrás: Saját számítás.

Az egyes eloszláscsaládok esetében a paraméterek változtatásával nemcsak a  $Var_\alpha$  és  $Var_{99,5\%}$  várható értéktől vett távolsága változik, hanem az ezek közötti viszony is. Ha  $\alpha < 99,5\%$ , akkor  $Var_\alpha < Var_{99,5\%}$ , de a várható érték bárhol elhelyezkedhet ezekhez viszonyítva. Például, ha az  $a$  paraméterrel jobbról közelítünk az 1-hez, akkor mindhárom érték növekszik, de a várható érték növekszik a leggyorsabban, először

a  $Var_\alpha$  majd a  $Var_{99,5\%}$  értékét „előzi be”. Így a  $vtp_\alpha = \frac{(1-\alpha)^{-1/\alpha} \frac{\alpha}{\alpha-1}}{(1-0,995)^{-1/\alpha} \frac{\alpha}{\alpha-1}}$ , mint az  $a$  pa-



raméter függvénye, bármely  $\alpha < 99,5\%$  esetén negatívvá válik, és először a mínusz végtelenhez tart, majd egy szakadást követően a plusz végtelen felől az 1-hez<sup>23</sup> (8. ábra). Azaz Pareto-eloszlást feltételezve is a volatilitási tőkepufferre bármilyen érték is adódhat (ld. még a 4.2.1. fejezetet).



#### 4.1.2.5. Gamma eloszlás

A gamma eloszlás sűrűségfüggvénye

$$f(x) = \frac{\lambda^p x^{p-1} e^{-\lambda x}}{\Gamma(p)}, \quad (22)$$

ami  $p=1$  esetén épp az exponenciális eloszlás sűrűségfüggvényével egyezik meg. ( $\Gamma(p)$  a gamma függvény<sup>24</sup>.)  $p \leq 1$  esetén  $f(x)$  a végtelenhez tart, ha  $x$  (pozitív oldalról) tart a nullához,  $p > 1$  esetén pedig a nullához. A  $p$  növelése vékonyítja az eloszlás farkát<sup>25</sup> és csökkenti a ferdeséget, míg a  $\lambda$  változtatása csak egy lineáris transzformációt jelent, tehát számunkra indifferens.

<sup>23</sup> Ez utóbbit nem nehéz belátni.

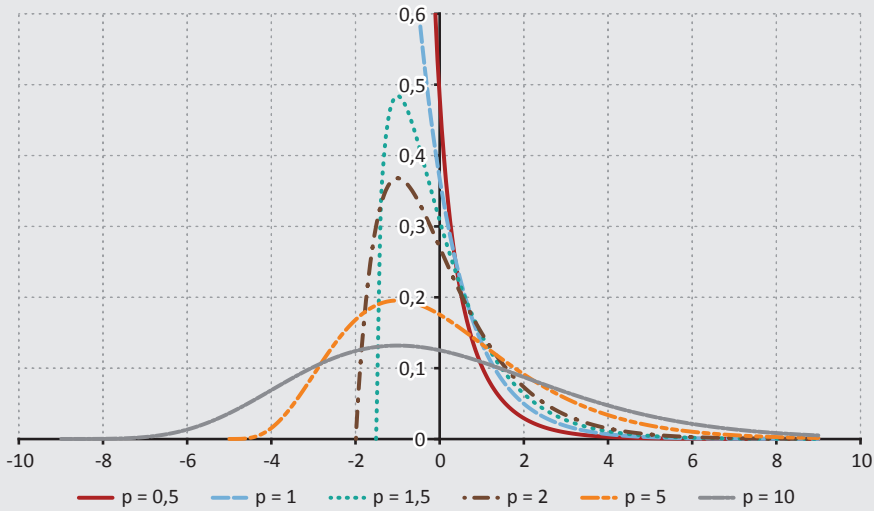
<sup>24</sup>  $\Gamma(p) = \int_0^\infty t^{p-1} e^{-t} dt$  a faktoriális függvény kiterjesztése:  $\Gamma(n) = (n-1)!$ , ha  $n$  nemnegatív egész szám.

<sup>25</sup> A  $p$  növelése az alábbi értelemben vékonyítja az eloszlás farkát:  $X$  eloszlása vastagabb farkú, mint az  $Y$  eloszlása, ha a standardizáltjuk  $f(x)$  és  $g(x)$  sűrűségfüggvényeire teljesül, hogy  $\lim_{x \rightarrow \infty} \frac{f(x)}{g(x)} = \infty$ .

Gamma eloszláshoz jutunk  $p$  db teljesen független  $\lambda$  paraméterű exponenciális eloszlás konvolúciója<sup>26</sup> által is (Bowers *et al.* 1997). A centrális határeloszlás tétel következtében a gamma eloszlás standardizáltjának<sup>27</sup> eloszlása a  $p$  növelésével egyre inkább közelít a standard normális eloszláshoz. Így – miután a  $vtp_\alpha$  invariáns az eloszlás lineáris transzformációjára – nem meglepő, hogy nagy  $p$  esetén adódó  $vtp_\alpha$  értékek nagyon hasonlítanak a normális eloszlás esetén kapott számokhoz.

### 9. ábra

A nulla várható értékűre eltolt gamma eloszlás sűrűségfüggvényei különböző  $p$ -k esetén ( $\lambda = 1$ )

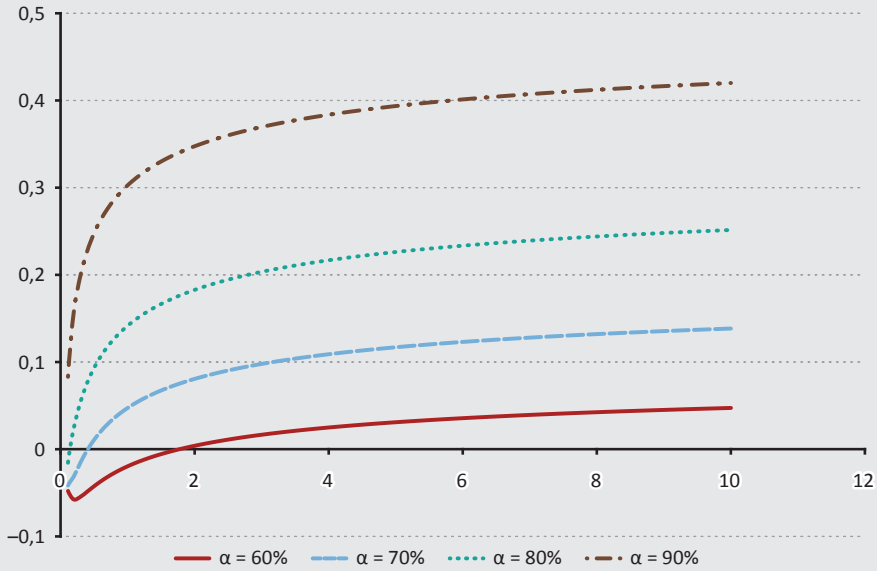


Forrás: Saját számítás.

<sup>26</sup> Valószínűségi változók összegének eloszlása az egyes eloszlások konvolúciója.

<sup>27</sup> Az  $X$  valószínűségi változó standardizálta az  $X$  olyan lineáris transzformáltja, aminek várható értéke nulla, szórása 1:  $X' = (X - E(X))/D(X)$ , ahol  $E(X)$  a várható érték,  $D(X)$  a szórás, feltéve, hogy ezek léteznek.

**10. ábra**  
 $vt p_\alpha$  értéke a  $p$  paraméter függvényében



Forrás: Saját számítás.

A tapasztalatok alapján  $vt p_\alpha$  értéke a pozitív tartományon rögzített  $\alpha$  esetében növekszik, ha  $p$  nő, azaz itt is teljesül, hogy a ferdeség növelésével, illetve az eloszlás farokrészének vastagításával csökken a tőkepuffer értéke.

**6. táblázat**

$vt p_\alpha$  értékei gamma eloszlás esetén különböző  $p$  paraméterek mellett

	0,5	1	1,5	4	10	1000	1E+09
65%	-1,8%	1,2%	2,9%	6,5%	9,1%	14,3%	15,0%
75%	4,7%	9,0%	11,3%	15,9%	19,1%	25,4%	26,2%
85%	15,6%	20,9%	23,6%	28,9%	32,5%	39,4%	40,2%
95%	41,3%	46,4%	48,9%	53,8%	57,1%	63,1%	63,9%

Forrás: Saját számítás.

## 4.1.2.6. Weibull-eloszlás

A Weibull-eloszlás szintén az exponenciális eloszlás kiterjesztése. Sűrűségfüggvénye

$$f(x) = \frac{k}{\lambda} \cdot \left(\frac{x}{\lambda}\right)^{k-1} \cdot e^{-\left(\frac{x}{\lambda}\right)^k} \quad (x \geq 0, k, \lambda > 0). \quad (23)$$

A tönkremenésig (halálózásig) eltelt időt lehet ezzel modellezni.  $k < 1$  esetén az idő előrehaladtával csökkenő (pl. csecsemőhalandóság),  $k > 1$  esetén növekvő (pl. gépkopás, időskori halandóság) valószínűségű véget,  $k = 1$  esetén időtől független tönkremenetet (pl. villanykörte) modellez. A  $k$  növelése csökkenti az eloszlás ferdeségét, és vékonyítja az eloszlás farkát (*ld. 23. lábjegyzet*).

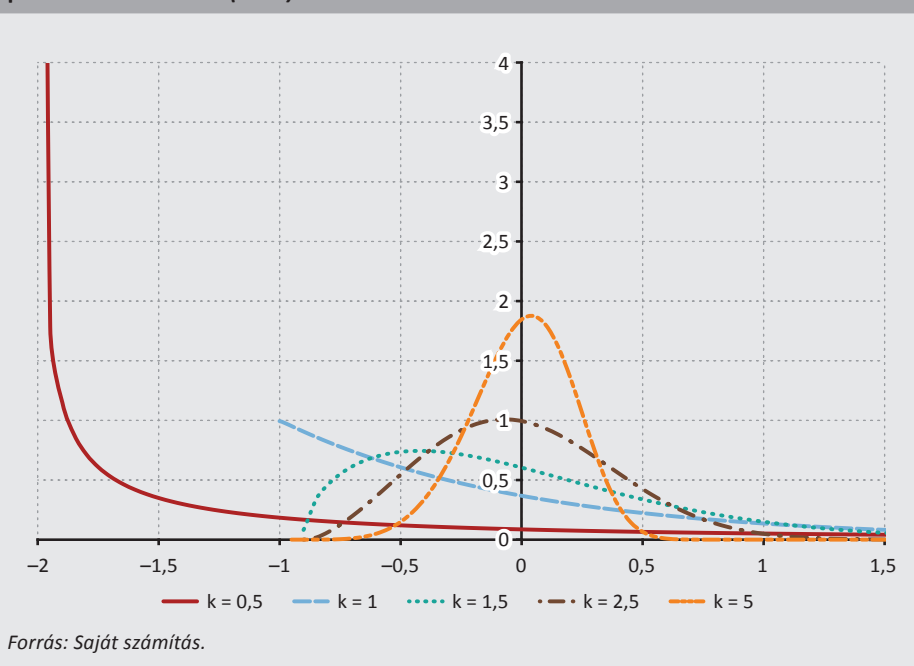
A tőkepuffer mértéke itt is könnyen levezethető:

$$vtp_{\alpha} = \frac{(-\ln(1-\alpha))^{\frac{1}{k}} - \Gamma\left(1+\frac{1}{k}\right)}{(-\ln(1-99,5\%))^{\frac{1}{k}} - \Gamma\left(1+\frac{1}{k}\right)}, \quad (24)$$

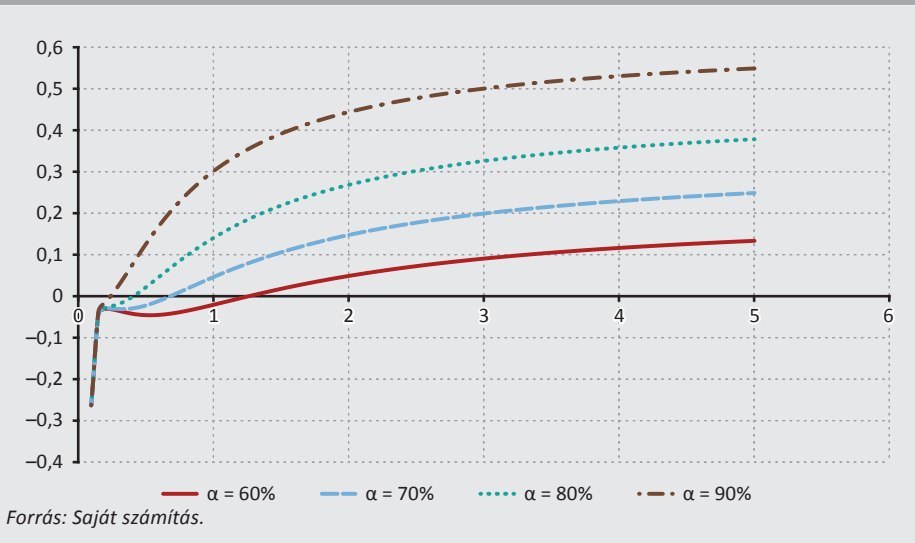
ahol  $\Gamma$  a már korábban említett gamma függvény. A kapott kifejezés az eltolásinvariancia miatt nem függ  $\lambda$ -tól.

## 11. ábra

A nulla várható értékűre eltolat Weibull-eloszlás sűrűségfüggvényei különböző  $k$  paraméterek esetén ( $\lambda = 1$ )



**12. ábra**  
 $vtp_\alpha$  értéke a  $k$  paraméter függvényében



A tapasztalatok alapján  $vtp_\alpha$  a pozitív tartományon monoton növekszik, ha a  $k$  értékét növeljük<sup>28</sup>, azaz itt is főnnáll, hogy a nagyobb ferdeséghez, illetve vastagabb farkú eloszláshoz kisebb tőkepuffer tartozik.  $k$ -val 0 felé tartva egyre nagyobb megbízhatósági szinteken is negatív tőkepuffer adódik. Belátható, hogy ha a  $k$  értékét minden határon túl növeljük, akkor a  $vtp_\alpha$  határértéke

$$\lim_{k \rightarrow \infty} vtp_\alpha = \frac{\ln(-\ln(1-\alpha)) - \gamma}{\ln(-\ln(1-99,5\%)) - \gamma}, \quad (25)$$

ahol  $\gamma$  az Euler–Mascheroni gamma ( $\sim 0,5772$ ) (Jeffrey C. Lagarias 2013).

**7. táblázat**

$vtp_\alpha$  értékei Weibull-eloszlás esetén különböző  $k$  paraméterek mellett

	0,5	1	1,5	2,5	5	1000
65%	-3,4%	1,2%	6,1%	12,5%	19,2%	27,8%
75%	-0,3%	9,0%	15,9%	23,8%	31,3%	40,2%
85%	6,1%	20,9%	29,5%	38,1%	45,7%	54,2%
95%	26,8%	46,4%	55,0%	62,6%	68,5%	74,6%

Forrás: Saját számítás.

<sup>28</sup> Ha  $\alpha \geq 75\%$ , akkor a tapasztalatok alapján, a  $vtp_\alpha$  végig monoton nő  $k$ -ban. Az állítás formálisan nincs bizonyítva.

## 4.2. Az eloszlás általános jellemzői alapján végzett becslések

### 4.2.1. Tetszőleges eloszlás

Egy biztosító veszteségének valódi eloszlása egyik eloszláscsaládba sem tartozik, azaz bármely eloszláscsaládot is feltételezzük, nem garantálható, hogy az alapján meghatározott tőkepuffer a megcélzott megbízhatósági szinten garantálja az előírt tőkemegfelelést a köztes időszakban. Lehet-e találni olyan univerzális  $p\_felső_\alpha$ , illetve  $p\_alsó_\alpha$  paramétert, hogy tetszőleges nulla várható értékű  $X$  eloszlásfüggvény esetén

$$p\_alsó_\alpha \cdot VaR_{99,5\%}(X) \leq VaR_\alpha(X) \leq p\_felső_\alpha \cdot VaR_{99,5\%}(X)? \quad (26)$$

A 4.2.2.4. fejezetben láthattuk, hogy ilyen univerzális paraméterek még akkor sem léteznek, ha az  $X$ -ről azt feltételezzük, hogy Pareto-eloszlású. Itt azonban az igazán érdekes esetre, amikor a várható érték mind a  $VaR_\alpha(X)$ -nél, mind a  $VaR_{99,5\%}(X)$ -nél nagyobb, kaptunk egy  $\frac{\ln(1-\alpha)+1}{\ln(1-99,5\%)+1}$  abszolút felső korlátot.

Az alábbi egyszerű példák mutatják, hogy ha az  $X$ -ről nem tételezünk föl semmi (az  $E(X)=0$ -n kívül), akkor a

$$\frac{VaR_\alpha(X)}{VaR_{99,5\%}(X)} = \frac{VaR_\alpha(X)}{SRC} \quad (27)$$

hányados akármekkora is lehet.

Tekintsük az alábbi eloszláscsaládot, amelynek sűrűségfüggvénye<sup>29</sup>:

$$f(x) = \begin{cases} A, & \text{ha } 0 \leq x < 1 \\ B, & \text{ha } 1 \leq x \leq b+1 \\ 0 & \text{egyébként} \end{cases} \quad (28)$$

$A = 0,995$ ,  $B = 0,0000125$ ,  $b = 400$  mellett az  $X$  várható értéke  $E(X) = 1,5$ , míg a 99,5%-os kvantilise  $VaR_{99,5\%}(X) = 1$  lesz. Ha egy biztosító vesztesége ilyen eloszlású lenne, az azt jelentené, hogy a nem várt veszteségének a 99,5%-os kvantilise, azaz szavatolttőke-szükséglete  $SCR = VaR_{99,5\%}(X) - E(X) = -0,5$ , azaz negatív lenne. Ha rögzített  $B = 0,0000125$  mellett az  $A$ -t fokozatosan csökkentjük a kritikus  $0,99499368712625$  értékre (és ezzel együtt a  $b$ -t úgy növeljük, hogy az  $f(x)$  sűrűségfüggvény maradjon<sup>30</sup>), a  $VaR_{99,5\%}(X) - E(X)$  negatív oldalról fokozatosan tart nullához, miközben tetszőleges  $\alpha < 99\%$ -os megbízhatóság mellett a  $VaR_\alpha(X)$  mindig  $-1,5$  és  $-0,5$  közé esik, azaz

$$\lim \frac{VaR_\alpha(X) - E(X)}{SCR - E(X)} = +\infty \quad (29)$$

<sup>29</sup> Lehetne konstruálni olyan portfóliót, amelynek hasonló az eloszlása, és így a fenti körülmények illenének az így konstruált biztosítóra, de a valóságban ilyen veszteségeloszlás nem fordul elő.

<sup>30</sup> Azaz az  $f(x)$  alatti terület, esetünkben  $A \cdot 1 + b \cdot B = 1$  legyen.

13. ábra  
A példában szereplő eloszlás sűrűségfüggvénye



Hasonló megfontolások alapján a hányados a mínusz végtelenhez tart, ha az  $A$ -t fokozatosan növeljük a kritikus  $0,99499368712625$  érték felé. Tehát a  $vtP_\alpha$  bármilyen értéket fölvehet.

A keresett hányadosra még abban az esetben is csak a triviális

$$0 \leq \frac{VaR_\alpha(X)}{VaR_{99,5\%}(X)} = \frac{VaR_\alpha(X)}{SCR} \leq 1 \quad (30)$$

becslést tudjuk adni, ha feltételezzük, hogy mind az SCR, mind pedig a  $VaR$  pozitív. A fenti eloszlást alapul véve tetszőleges  $\alpha$ -hoz található olyan  $A$  (és a megfelelő  $b$ ), hogy  $VaR_\alpha(X) - E(X) = 0$  legyen, azaz a fenti triviális becslés bal oldalánál jobbat általában nem lehet adni. Ugyanezen példánál maradván az  $A$ -t rögzítsük az  $A = \alpha$  értékre! Ha a  $B$ -vel tartunk a plusz végtelenhez (és ezzel együtt a  $b$ -t megfelelően módosítjuk, hogy  $A + b \cdot B = 1$  maradjon), akkor a  $\frac{VaR_\alpha(X)}{SCR}$  hányados  $1$ -hez tart, azaz általában a triviális egyenlőtlenség jobb oldalánál sem lehet jobbat mondani, a nem várt veszteség eloszlására egyéb feltételezésekkel is kell élni.

#### 4.2.2. Csökkenő valószínűségű nem várt veszteségek

Természetes feltételezés, hogy a nem várt veszteség valószínűsége annál kisebb, minél nagyobb a veszteség mértéke, pontosabb megfogalmazásban:  $P(a < X < a + \varepsilon) \leq P(b < X < b + \varepsilon)$ , ha  $a \geq b > 0$ , ahol  $X$  a nem várt veszteség,  $\varepsilon$  tetszőleges pozitív szám. Ha  $X$  eloszlásának van  $f$  eloszlásfüggvénye, akkor ez a feltétel ekvivalens azzal, hogy

az  $f$  monoton csökkenő a  $[0; \infty)$  intervallumon. Nem nehéz belátni, hogy ekkor  $\alpha < 99,5\%$  esetén

$$\frac{VaR_{\alpha}(X)}{VaR_{99,5\%}(X)} = \frac{VaR_{\alpha}(X)}{SCR} \leq \frac{\alpha - p}{99,5\% - p}, \quad (31)$$

ahol  $p = P(X < 0) = \int_0^{\infty} f$ . Ha az  $X$  szimmetrikus eloszlású (azaz  $f$  páros függvény), akkor  $p = 0,5$ . A normális eloszlás feltételezésével szembeni legfőbb érv, hogy általában a nem várt veszteségek mértéke meghaladja a nem várt nyereség mértékét, a nem várt veszteségek átlaga tipikusan nagyobb a nem várt nyereségek átlagánál.

Jelöljük  $V$ -vel a nem várt veszteségek átlagát!

$$V = E(X|X > 0) \quad (32)$$

ahol  $E(X|X > 0)$  az  $X$  feltételes várható értékét jelenti az  $X > 0$  feltétel mellett. A nem várt nyereségekét jelöljük  $N$ -nel!

$$N = E(X|X < 0) \quad (33)$$

Tekintettel arra, hogy  $E(X) = 0$ , azaz  $E(X^*) = -E(X)$ , ahol  $X^* = \max(X; 0)$ ,  $X = \min(X; 0)$ , továbbá arra hogy  $E(X|X > 0) = E(X^*)/P(X > 0)$  és  $E(X|X < 0) = E(X)/P(X < 0)$  következik

$$\frac{p}{1-p} = \frac{V}{N}, \quad (34)$$

ahol  $p = P(X < 0)$  a fentieknek megfelelően. Ha az átlagos nem várt veszteség nagyobb az átlagos nem várt nyereségnél, azaz  $V > N$ , akkor  $p > 0,5$ . Miután a  $\frac{\alpha - p}{99,5\% - p}$  kifejezés monoton csökken  $p$ -ben, a  $V > N$  az esetben (35) teljesül minden  $\alpha < 99,5\%$  megbízhatósági szintre:

$$\frac{VaR_{\alpha}(X)}{VaR_{99,5\%}(X)} = \frac{VaR_{\alpha}(X)}{SCR} \leq \frac{\alpha - 0,5}{99,5\% - 0,5} \quad (35)$$

Következésképpen például  $vtp_{75\%} < 0,505$ , azaz 150,5%-os tőkeszint esetén minden olyan biztosító legalább 75%-os valószínűséggel meg fog felelni a tőkekövetelményeknek, amelyek nem várt veszteségének eloszlása kielégíti az alábbi két feltételt: (i) a nagyobb nem várt veszteségek kisebb valószínűséggel fordulnak elő; (ii) a nem várt veszteségek átlagosan nagyobbak a nem várt nyereségekéénél.

De ha például tudjuk, hogy a nem várt veszteségek átlaga legalább kétszer akkora, mint a nem várt nyereségeké (ekkor  $p \geq 2/3$ ), akkor már 125,4%-os tőkeszint is legalább 75%-os valószínűséggel elegendő az egy éves időtávon történő tőke megfeleléshez.



8. táblázat

Felső becslés a  $Vp_{\alpha}$  értékére a nem várt veszteségek és nem várt nyereségek átlaga hányadosának ( $V/\bar{N}$ ) függvényében

	1	1,2	1,5	2	4	10
65%	30,3%	23,3%	12,7%	-5,1%	-76,9%	-301,6%
75%	50,5%	45,5%	38,0%	25,4%	-25,6%	-185,2%
85%	70,7%	67,7%	63,3%	55,8%	25,6%	-68,8%
95%	90,9%	90,0%	88,6%	86,3%	76,9%	47,6%

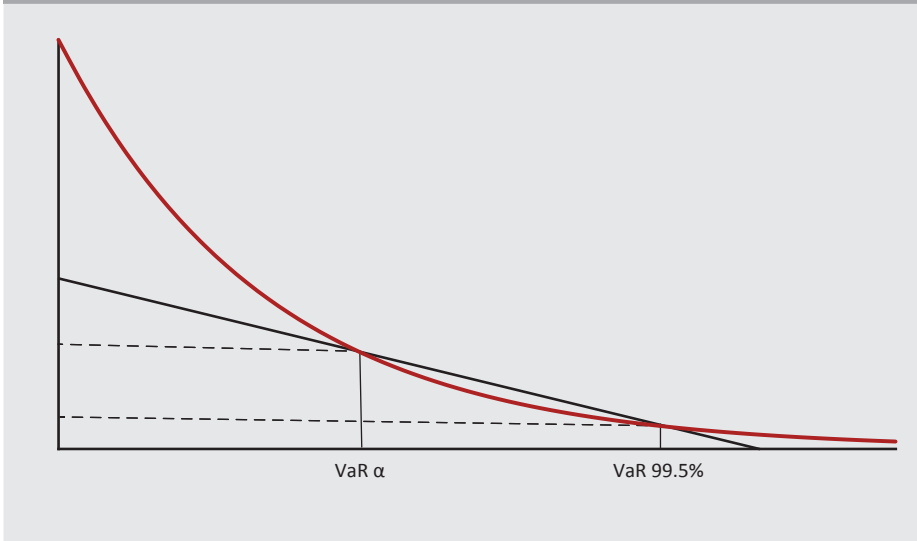
Forrás: Saját számítás.

#### 4.2.3. Egyre kisebb mértékben csökkenő valószínűségű nem várt veszteségek

Az előző fejezetben azzal a természetes feltételezéssel éltünk, hogy az egyre nagyobb veszteségek valószínűsége egyre kisebb, azaz hogy a nem várt veszteség eloszlásának  $f(x)$  sűrűségfüggvénye monoton nem növekvő, ha  $x > 0$  ( $E(X) = 0$ ). Különösen vastagabb farkú, illetve erősen jobbra dőlő eloszlások esetén feltételezhető, hogy ugyan az egyre nagyobb veszteségek valószínűsége egyre kisebb, de a csökkenés intenzitása is egyre kisebb, azaz a sűrűségfüggvény monoton csökkenő és konvex  $x > 0$  esetén ( $E(X) = 0$ ).

14. ábra

A példában szereplő eloszlás sűrűségfüggvénye



Felhasználva, hogy a sűrűségfüggvény görbéjéhez az  $\alpha$ , illetve 99,5%-os kvantiliszekhez behúzott szelő a sűrűségfüggvény alatt halad, ha  $0 < x < \text{VaR}_\alpha$  és ha  $\text{VaR}_{99,5\%} < x$ , illetve fölötté, ha  $\text{VaR}_\alpha < x < \text{VaR}_{99,5\%}$  (14. ábra) adódik az alábbi egyenlőtlenség:

$$vtp_\alpha = \frac{\text{VaR}_\alpha}{\text{VaR}_{99,5\%}} \geq \frac{\sqrt{1-p} - \sqrt{1-\alpha}}{\sqrt{1-p} - \sqrt{1-99,5\%}}, \text{ ahol} \quad (36)$$

a korábbiaknak megfelelően  $p = P(X < 0) = \int_{-\infty}^0 f$ .

Szimmetrikus esetben, illetve ha a nem várt veszteségek átlaga megegyezik a nem várt nyereségek átlagával (azaz  $p = 0,5$ ), akkor legalább 132,5%-os tőkeszint kell a 75%-os megbízhatósági szinthez. A fejezet elején tett feltételezésekhez azonban inkább egynél nagyobb  $V/N$  arány illeszkedik. Például az előző fejezetben is említett  $V/N = 2$  esetén legalább 115,3%-os tőkeszint kell a 75%-os megbízhatósághoz. Az előző fejezet eredményeit is felhasználva a megcélzandó tőkeszint valahol 115,3% és 125,4% közé esik ebben az esetben.

#### 9. táblázat

Alsó becslés a  $vtp_\alpha$  értékére a nem várt veszteségek és nem várt nyereségek átlaga hányadosának ( $V/N$ ) függvényében

V/N	1	1,2	1,5	2	4	10
65%	18,1%	13,7%	7,3%	-2,8%	-38,4%	-125,7%
75%	32,5%	28,9%	23,6%	15,3%	-14,0%	-86,0%
85%	50,3%	47,5%	43,6%	37,5%	15,9%	-37,2%
95%	76,0%	74,7%	72,8%	69,8%	59,4%	33,8%

Forrás: Saját számítás.

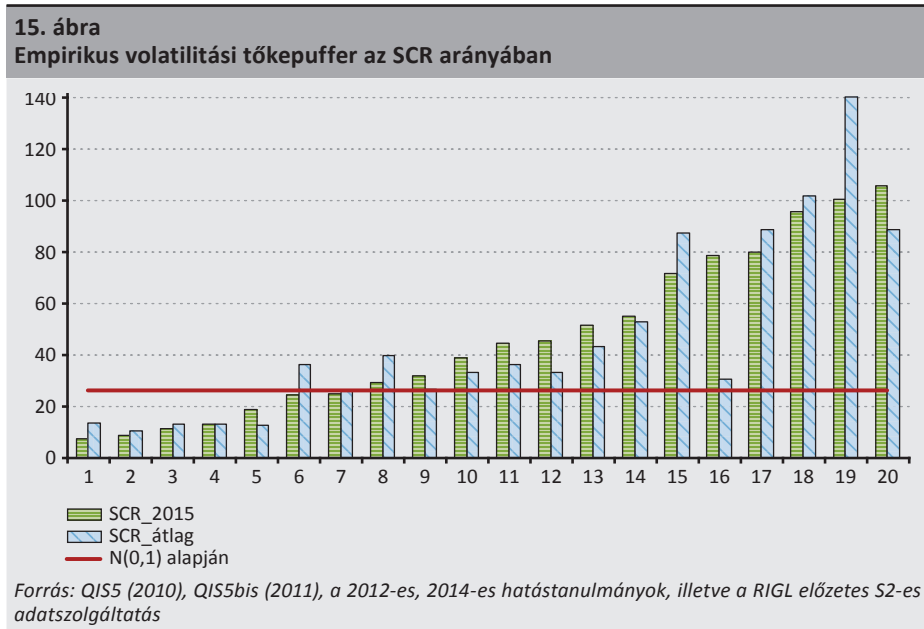
### 4.3. Empirikus szórás alapján végzett becslés

Az 1. fejezetben megfogalmazott megfontolások alapján a volatilitási tőkepuffernek adott  $\alpha$  megbízhatósági szint mellett egyéves időtávon kellene szavatolnia, hogy a biztosító szavatoló tőkéje a régi, illetve a következő 12 hónap alatt várhatóan szerzett állományán a környezeti változások miatt elszenvedett nem várt veszteségek miatt ne csökkenjen a legutoljára meghatározott szavatoló-tőke-szükséglet szintje alá. Az empirikus megközelítés 3.3. fejezetben felsorolt nehézségei mellett az egyik legfőbb probléma, hogy kifejezetten a fenti körülmények miatti tőkecsökkenésre vonatkozó adatunk nincsen, és a későbbiekben is csak becsléseket lehet rá végezni.

A rendelkezésre álló adatok közül a fentiek alapján vizsgálandó mennyiséghez legközelebb a nettó eszközérték változása áll, amit korrigálni kell a külső tőkemozgásokkal (tőkefeltöltés, osztalék). Ehhez a QIS5 (2010), QIS5bis (2011), a 2012-es, 2014-es hatástanulmányok, illetve a RIGL előzetes S2-es adatszolgáltatás adatait (2015) hasz-

nálhatjuk fel. Az összevetésbe csak azokat a biztosítókat érdemes bevonni, amelyek a fenti öt adatszolgáltatásból legalább négyben részt vettek, bár még négy vagy öt elemű minta esetében sem lehet megbízhatóan szórást becsülni. Az eredményt tovább kellene korrigálni az új állomány várható eredményével, erre azonban nincs mód. A volatilitást egyes esetekben jelentősen befolyásolhatta, hogy a biztosítók az adatszolgáltatásokat „best effort” alapján teljesítették, és így az adatok nem fedték le teljes mértékben a szolvencia II rezsim által megfogalmazott célokat.

A 3.3. fejezetnek megfelelően a 75%-os megbízhatósági szinthez a 2/3-os szabályt alkalmazhatjuk, ami alapján az empirikus volatilitási tőkepuffer az előző bekezdésnek megfelelően korrigált nettó eszközértékek szórásának 2/3-a. Ha az empirikus tőkepuffer értékét visszaforgatjuk megcélzandó tőkeszintté, azaz elosztjuk az SCR értékével, akkor – normális eloszlást feltételezve – 26,2% körüli addicionális tőkeszinteket kellene kapnunk.



A fentiek alapján azonban a kijött eredményeket nagy fenntartással kell kezelni. Nem meglepő, hogy az empirikus adatok alapján a szóba jöhető 20 biztosító 65%-ánál nagyobb tőkepuffer adódik, mint a normális eloszlást feltételező (egyébként inkább felső becslést eredményező) elméleti modellből, és 35% esetén már több mint kétszeres az eltérés.

Tekintettel arra, hogy az empirikus adatok különböző időszakokhoz, különböző állapotokhoz tartoznak, az összevetést (visszaforgatást) érdemes a korábbi

SCR-ek átlagával is elvégezni, az empirikus és elméleti megközelítés közötti különbség azonban így is alig csökken.

## 5. Összegzés

A volatilitási tőkepuffer – mint a tőkekövetelményeken felül tartott tőke – annak kockázatát hivatott csökkenteni, hogy a biztosító szavatoló tőkéje a legutóbb meghatározott és jelentett tőkeszükséglet alá csökken azon köztes időszakban, amikor szavatoló tőkéjét nem határozza meg. A cikkben ennek egy olyan megközelítését részletezem, amivel a feladat visszavezethető ugyanazon valószínűségi változó adott megbízhatósági szinthez tartozó kvantilisének keresésével, amelynek 99,5%-os kvantilise a szavatoltótőke-szükséglet (SCR).

Az SCR standard formuláját alapul véve ezzel a megközelítéssel VTP a biztosító alapvető szavatoló tőkéjének (nettó eszközértékének) a meglévő és a következő 12 hónapban várhatóan szerzett állományán elszenvedett *nem várt veszteség* miatti tőkeelégtelenség kockázatát csökkenti. Az így adódó többlettőkeigényt jelentősen felülírhatja például a biztosító régi szerződésállományának várható megújításából fakadó várható nyereség.

A megközelítésből fakadóan a VTP értéke az SCR-rel arányos. Az így adódó  $vtp = \frac{VTP}{SCR}$  arányra bármilyen érték is adódhat, ha a nem várt veszteség eloszlására nem teszünk megszorításokat. Normális eloszlást feltéve a 75%-os megbízhatósági szinthez 26,2%-os, a 90%-oshoz 49,8%-os VTP-arány tartozik. A káreloszlások modellezéséhez használt eloszláscsaládok esetében a  $vtp$  értéke (esetenként – pl. Pareto – szélsőséges mértékben) függhetnek az eloszlás paramétereitől: minél vastagabb farkú, illetve minél jobbra ferdül az eloszlás, annál kisebb arányú tőkepuffer adódik.

Bizonyos ésszerű általános feltételezések mellett is szűk korlátok közé szorítható a tőkepuffer értéke. Ha feltesszük, hogy az eloszlás sűrűségfüggvénye monoton csökkenő és konvex a  $(0; \infty)$  intervallumon, akkor a veszteség várható értéke ( $V$ ) és a nyereség várható értéke ( $E$ ) arányának függvényében a  $vtp$ -re egymáshoz közeli alsó és felső becsléseket adhatunk. Például 75%-os megbízhatósági szint esetében  $V/E = 1$  arány mellett a  $vtp$  32,5% és 50,5% közé,  $V/E = 2$  mellett 15,3% és 25,4% közé esik.

A fenti vizsgálatok és számítások azt mutatják, hogy a biztosítók által megcélzandó, illetve a felügyelet által elvárható tőkepuffert alapvetően befolyásolja – többek között – a feltételezett eloszlás, a kitűzött megbízhatósági szint, a jövőbeni állomány várható nyereségének/veszteségének figyelembevétele, de a végső mérték meghatározása során egyéb szempontok is felmerülhetnek (pl. prudens elvárás, egyszerűség).

## Felhasznált irodalom

- Arató Miklós (1995): *Általános biztosításmatematika*, jegyzet, pp. 33–52.
- Azzalini1: *A very brief introduction to the skew-normal distribution*. <http://azzalini.stat.unipd.it/SN/Intro/intro.html>. Letöltés ideje: 2015. szeptember 11.
- Azzalini2: *Random numbers with SN or ST distribution*. <http://azzalini.stat.unipd.it/SN/faq-r.html>. Letöltés ideje: 2015. szeptember 11.
- Bora Zsuzsanna – Engler Katalin – Holczinger Norbert – Jakab Júlia – Merész Gabriella – Nagy Koppány – Zubor Zoltán (2015): *Mit hoz a szolvencia II a hazai biztosítási szektor számára?* Biztosítás és Kockázat II. évfolyam 1. szám pp. 51–52.
- Bowers, N. L. – Gerber, H. U. – Hickman, J. C. – Jones, D. A. – Nesbitt, C. J. (1997): *Actuarial Mathematics*, The Society of Actuaries, 1997, p. 377.
- EIOPA (2011): *EIOPA Report on the fifth Quantitative Impact Study (QIS5) for Solvency II*, pp. 26. [https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/QIS5\\_Report\\_Final.pdf](https://eiopa.europa.eu/Publications/Reports/QIS5_Report_Final.pdf). Letöltés ideje: 2016. január 19.
- EIOPA (2013): *Technical Findings on the Long-Term Guarantees Assessment*, pp. 21-22. [https://eiopa.europa.eu/Publications/QIS/EIOPA\\_LTGA\\_Report\\_14\\_June\\_2013\\_01.pdf](https://eiopa.europa.eu/Publications/QIS/EIOPA_LTGA_Report_14_June_2013_01.pdf). Letöltés ideje: 2016. január 19.
- EIOPA (2014): *EIOPA Insurance stress test 2014*, pp. 51-52. <https://eiopa.europa.eu/Publications/Surveys/Stress%20Test%20Report%202014.pdf>. Letöltés ideje: 2016. január 19.
- Insurance Europe (2013): *The package of measures to avoid artificial volatility and pro-cyclicality*. <http://www.insuranceeurope.eu/sites/default/files/attachments/The%20package%20of%20measures%20to%20avoid%20artificial%20volatility%20and%20pro-cyclicality.pdf>. Letöltés ideje: 2016. január 19.
- Lagarias, Jeffrey C. (2013): *Euler's Constant: Euler's Work and Modern Developments*. Bulletin (New Series) of the American Mathematical Society, Volume 50, Number 4, October 2013, pp. 527–628. Article electronically published on July 19, 2013, <http://www.ams.org/journals/bull/2013-50-04/S0273-0979-2013-01423-X/S0273-0979-2013-01423-X.pdf>. Letöltés ideje: 2015. szeptember 11.
- MNB (2015a): *Pénzügyi Stabilitási Jelentés 2015. május*, pp. 69. <https://www.mnb.hu/letoltes/penzugyi-stabilitasi-jelentes-2015-majus.pdf>. Letöltés ideje: 2016. január 19.
- MNB (2015b): *Bankszektoron kívüli pénzügyi piacok kockázati jelentése 2015. június*, pp. 33-34. <https://www.mnb.hu/letoltes/bankszektoron-kivuli-penzugyi-piacok-kockazati-jelentes-2015-junius-1.pdf>. Letöltés ideje: 2016. január 19.

# 100 éve alakult a Pénzintézeteti Központ

Varga Bence

*Tanulmányunkban a Pénzintézeteti Központ 1916. évi megalakulásának centenáriuma alkalmából a Pénzintézeteti Központ, mint az első, integrált felügyeleti „csúcsszerv” létrejötte történeti hátterének és kialakulása útjának bemutatására teszünk kísérletet a XIX. század második felétől kezdődően. Arra keressük a választ, hogy milyen tényezők vezettek a Pénzintézeteti Központ tevékenységének és működési kereteinek kialakulásához, milyen felügyeleti paradigmák voltak hatással létrehozatalára, továbbá milyen negatív tapasztalatok, körülmények azonosíthatók tevékenységével kapcsolatban. A tanulmány kitér a Pénzintézeteti Központ létrejöttét megelőző felügyeleti elődszervezetek működésének bemutatására a bankok, takarékpénztárak és szövetkezetek tekintetében. A tanulmány arra törekszik, hogy a korabeli gazdasági viszonyokat, a pénzügyi intézményrendszer helyzetét elsősorban a korabeli szellemiségnek megfelelően a kor szakértőinek vonatkozó véleménye alapján mutassa be.*

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** B10, G21, N23, N93

**Kulcsszavak:** bank, szövetkezet, takarékpénztár, Pénzintézeteti Központ, pénzügyi felügyelés

## 1. Bevezetés

A Pénzintézeteti Központ mint felügyeleti „csúcsszerv” létrehozásáig számos etap vezetett el, kialakulásának folyamata során többféle felügyeleti paradigma érvényesült. A hazai felügyeleteltörténetben érvényesülő paradigmák közül kiemelendő az ún. „angolszász” típus, melynek sajátossága, hogy a „módszertani individualizmus” szemléletének leképeződése alapján egyfajta informális jellegű, konzultáción, a felügyelt intézmény „lelkiismeretén” és saját önálló ellenőrzésén alapuló felügyelést tart szükségesnek és elérendő célnak, ideáltipikus szereplőket feltételezve (*Vittas 1992:21*). Az „angolszász” megközelítés abból indul ki, hogy a stabil működés az adott pénzügyi intézmény saját érdeke. Az ezen megközelítésre jellemző önkéntes revízió azt jelentette, hogy a pénzintézet saját belső apparátusból (belső ellenőrzésével, illetve felügyelő bizottságával) ellenőrizte a törvénynek való megfelelést és a hosszú távú, profitábilis működési képességet. Az „angolszász” ellenőrzési rend-

---

*Varga Bence a Magyar Nemzeti Bank Hitelintézetek és pénzügyi vállalkozások felügyeleti igazgatóságának felügyelő munkatársa. E-mail: vargabe@mnbb.hu.*

A szerző köszönettel tartozik dr. Kovács Györgynek a tanulmánnyal kapcsolatos szakmai észrevételeiért, valamint a sok éves támogatásért, együttműködésért.

szer kiindulópontja az volt, hogy kizárólag a mérleg összeállításának helyessége és valódisága ellenőrizendő, az ellenőrzésnek nem feladata az üzletviteli tanácsadás, vállalatirányítás értékelése, hitelezési kockázatok felmérése, továbbá nem képezi tárgyát, hogy „*az üzlet okosan vagy oktalanul, nyereséggel vagy veszteséggel vitétik-e*” (Éber 1911:801).

Szintén megfigyelhető volt a hazai felügyelés történetében az ún. „klasszikus” (vagy kontinentális) irányzat, melynek sajátossága, hogy intenzív helyszíni ellenőrzéssel, részletes, aprólékos és lehetőség szerint minél több területre kiterjedő szabályozással a szembesítő megközelítést részesítette előnyben. Magyarország felügyelet-történetével kapcsolatban felvázolható egyfajta paradigmaváltás, mely a létrehozott felügyeleti elődszervezetek működésében is érvényesült. A századfordulón számos felügyeleti jogkörrel is rendelkező szerv jött létre, ez is mutatja azt, hogy ekkorra már széles szakmai körben szükségesnek tartották a (lehetőleg intézményesült formában megvalósítandó) felügyelés megszervezését, melyhez a pénzügyi bukások mellett a rendkívül nagyszámú pénzügyi szereplő és az erősödő koncentráció is egyaránt hozzájárult: 1911-ben Magyarországon belül kizárólag Budapesten közel kétszer annyi bank működött, mint amennyi pénzügyi intézet egész Ausztriában, és ebben az időszakban a hazai bankszféra, különösen az öt legnagyobb budapesti bank finanszírozás útján jelentősen megnövelte befolyását a gazdaság irányításában.

A magyar felügyelet-történetet tekintve a XIX. század második felében, de különösen a XIX. század végén megfigyelhető ezen paradigmák egymással történő kereszteződése, valamint a modellek „finomhangolása”, azaz bizonyos tényezők részbeni megváltoztatása is. „Modern” típusú, kockázatalapú, az egyes materiális kockázatok szavatoló tőkére mint korrigált tőkeértékre vetítő megközelítés ebben a korban még nem jelent meg. A különféle felügyeleti paradigmák előfordulásának tényéből ugyanakkor nem szabad következtetnünk azok sikertelenségére, mint ahogyan az egyes gazdaságfilozófiai irányzatok időbeli váltakozása sem a külső és belső gazdasági környezet nem megfelelő értelmezésére utal, mindössze a gazdasági feltételek, körülmények és folyamatok állandó változását, így az arra való reagálóképesség módosulásának igényét mutatja.

A következőkben bemutatjuk az egyes felügyeleti paradigmák különböző szervezeten belüli érvényesülését, a vonatkozó paradigmákkal kapcsolatos szakmai vitákat, középpontba helyezve a Pénzügyi Központ kialakítását és az ahhoz vezető egyenetlen utat.

## 2. Felügyeleti elődszervezetek működése a Pénzügyi Központ megalakulása előtt

Tisza István későbbi miniszterelnök kezdeményezésére 1892-ben létrejött a Magyar Takarékpénztárak Központi Jelzálogbankja, melynek működési célja volt, hogy a vidéki takarékpénztárak által kihelyezett jelzálogkölcsonokban lekötött tőkét forgalomképes értékpapírrá alakítsa át, lehetővé téve így a jelzálogkölcsonokból eredő követelések Jelzálogbankra mint záloglevél kibocsátására felhatalmazott intézményre történő engedélyezését, ezáltal segítve a vidéki kisbirtokos társadalom hitelhez jutását (Kovács 2004:134; Domány 1926:439). A Jelzálogbank kizárólag olyan takarékpénztárral létesített kapcsolatot, amely vállalta, hogy a Jelzálogbank éves rendszerességgel felülvizsgálhatja teljes üzletvitelét, mérlegét (Botos 2002:39). A Jelzálogbanknak ez a felülvizsgálati funkciója tehát egyfajta előképe volt a későbbi Pénzügyi Központ hasonló jellegű funkciójának. A Jelzálogbank felülvizsgálati funkciója átmenetet képviselt az „angolszász” és „klasszikus” modellek között, hiszen az „angolszász” modell alapvetően önellenőrzésen alapuló megközelítést nem tartotta elegendőnek, ugyanakkor a „klasszikus” modellnél érvényesülő minden részletre kiterjedő vizsgálat sem valósult meg.

A néhány évvel később, 1898-ban megalapított, és a magyar szövetkezeti mozgalom központjának, valamint a „magyar szövetkezeti élet hivatott erőforrás(ának)” (Schandl 1938:3) is tekintett Országos Központi Hitelszövetkezet törvényben foglalt, legfontosabb feladata a hitelszövetkezetek hitelígényeinek kielégítése, a szövetkezeti eszme terjesztése és népszerűsítése mellett a „kötelékébe tartozó” szövetkezetek ügykezelésére vonatkozóan ellenőrzési és felügyeleti jog gyakorlása volt<sup>1</sup>. A törvény továbbá kimondta azt is, hogy amennyiben a Hitelszövetkezet a „kötelékébe tartozó” szövetkezet felügyelőbizottságának működésében törvénybe vagy alapszabályba ütköző intézkedéseket, a szövetkezet érdekeit sértő mulasztásokat vagy visszaéléseket tapasztal, a Hitelszövetkezetnek a közgyűlést azonnal össze kell hívnia, és ebben az esetben a szövetkezet igazgatóságát vagy pedig egyes tagjait a közgyűlés megtartásáig felfüggesztheti, s az ideiglenes ügyvezetés iránt intézkedhet. Ebben a tekintetben a Hitelszövetkezet az „angolszász” megközelítéstől eltávolodva az erősebb felügyeleti jogosítványok gyakorlását és a felügyeleti beavatkozás magasabb szintjét képviselte. További feladata a felszámolás alatt álló intézmények ügyfélállományának (részleges) átvétele és a méretüket tekintve kisebb, méretgazdaságosság szempontjából nem hatékonyan működő, életképtelen „törpebankok” szövetkezetekké történő átalakítása, valamint a kisbirtokosok és kisiparosok számára

<sup>1</sup> A gazdasági és ipari hitelszövetkezetekről szóló 1898. évi XXIII. törvény cikk 57. §-a alapján.



kedvező feltételek melletti hitel nyújtása<sup>2</sup> volt (Adler 1915:170). A Hitelszövetkezet működésének fontossága felügyeleti szempontok mellett gazdasági okok miatt is kiemelendő, hiszen a vidéki gazdálkodók hitelellátása még az 1890-es években is meglehetősen akadozott volt, mivel a takarékpénztárak főként a nagyobb falvakra, székhelyekre korlátozták működésüket, és „kölcsonai vagy túlzottak, vagy nem elegendők, de mindenkor ruinosusan<sup>3</sup> drágák” (Blum 1899:750) voltak. A nagyobb működési területet felölelő pénzintézetek (és földhitelintézetek) kölcsönei pedig a vagyonosabb gazdálkodók számára voltak inkább elérhetőek (Schandl 1938:27). Ezzel szemben a Hitelszövetkezet kiterjedt szövetkezeti taghálózattal már működésének kezdeti éveiben lehetővé tette a vidéki gazdálkodók számára a rövid és közép lejáratú, tevékenységükhöz illeszkedő annuitásos kölcsönök folyósítását.

Hazánkban az 1903-ban alapított Magyarországi Pénzintézetek Országos Szövetsége (MPOSZ) tekinthető az intézményesült bankfelügyelés első kezdeményezésének. Bár az MPOSZ elsősorban, mint a pénzintézetek érdekképviselői szerveként működött (Botos 1994:11), tevékenysége a későbbi intézményesült felügyelés szempontjából is említésre méltó, hiszen feladatai közé tartozott a „vidéki pénzintézetek vagyonának elhelyezésére vonatkozó helyes üzleti elvek megállapítása körül szakszerű irányítás” biztosítása, továbbá a „válságokba került vidéki pénzintézetek anyagi és erkölcsi támogatása” is (Jakabb et al. 1941:31). A vidéki pénzintézetek fontosságának korai felismerése is mutatja az MPOSZ gazdasági proaktivitását, ugyanakkor annak működése több szempontból sem nyújthatott megfelelő pénzintézeti felügyeleti jelleget. Ennek oka volt egyfelől, hogy tevékenységi köre meglehetősen kiterjedt volt, így tevékenységei között a felügyeleti feladatok mellett számos egyéb feladat is helyet kapott (pl. a tagintézmények eszközeinek kihelyezéséhez szakszerű tanácsadás nyújtása, országos hiteltudósító szervezet kiépítése stb.). Feladatainak kiterjedtségét mutatja továbbá, hogy szervezeti és működési szabályzatok kidolgozásában is részt vett, mely feladat ugyanakkor proaktív felügyeleti jelleget is mutatott. Másfelől pedig a nagyobb bankcsoportok nem csatlakoztak az MPOSZ-hez (Botos 1994:17), illetőleg az „önkormányzati” működés lehetővé tette, hogy önkéntes döntés alapján a pénzintézetek relatíve ritkán folyamodjanak felülvizsgálathoz (Hantos 1916:24), így ezen körülmény is hozzájárult ahhoz, hogy az MPOSZ nem tudott hatékony felügyeleti szervként működni. Az MPOSZ tevékenységében a felügyeleti jogosítványok relatív gyengesége következtében inkább az „angolszász” jellemzők jutottak érvényre, illetőleg az elsődleges érdekképviselői szerep is ezt erősítette.

Az MPOSZ intézkedéseinek hatékonyságát rontotta, hogy mintegy „rivális” intézményként működött az ebben az időszakban – Hantos Elemér államtitkár kezdemé-

<sup>2</sup> Az Országos Központi Hitelszövetkezet jogkörét, ellenőrzési lehetőségeit tovább erősítette, hogy 1920-tól a gazdasági és ipari hitelszövetkezetekről szóló 1898. évi XXIII. törvénycikk módosításáról és kiegészítéséről szóló 1920. évi XXX. törvénycikk 2. § alapján hitelszövetkezetet kizárólag a Hitelszövetkezetbe történő belépés feltétele mellett lehetett alapítani.

<sup>3</sup> Megj.: „veszedelmesen”, „vészesen”.

nyezésére és 1917. novemberig irányítása alatt működő – alapított Pénzintézetek Országos Egyesülete<sup>4</sup> (POE) is, így az egyesületek között felszínre kerülő ellentétek rontották a folyamatos ügyvitelt mindkét intézmény esetében. Ugyan az MPOSZ keretén belül ún. revízióbizottság is alakult, tényleges, érdemi feladatok ellátására azonban nem került sor (*Éber 1912a:55*). Mindezen tényezők előre determinálták az MPOSZ tényleges súlyát, hatókörét és befolyását a pénzügyi folyamatokra, jogszabályalkotásra, a szervezet érdekvényesítő képességének viszonylagos gyengeségét eredményezve. Mindazonáltal az MPOSZ működése kapcsán megjelentek olyan alapelvek, illetőleg az ellenőrzések során olyan gyakorlatok érvényesültek, melyek a jelenlegi felügyeleti helyszíni vizsgálatoknál is megjelennek, példaként említendő a „négy szem elve”, mely alapján az ellenőrzéseket legalább két vizsgálónak volt szükséges lefolytatnia, és az MPOSZ-nek lehetősége volt előre nem bejelentett vizsgálatok lefolytatására is (*Hantos 1916:30*). Az MPOSZ alkalmazásában álló vizgálónak előzetesen vizsgát kellett tenniük, melynek keretében bizonyították, hogy a vizsgálatok lefolytatásához szükséges szakmai ismeretekkel rendelkeznek. A vizsgálatok kapcsán már megjelent a banktitok fogalma, a vizgálók ugyanis a vizsgálat folyamán szerzett tapasztalataikat kötelesek voltak teljes titokban tartani, továbbá „*ki ez ellen vét, a legsúlyosabb fegyelmi esetet követi el, miután fogadalmát szegi meg vele*” (*Hantos 1916:34*). Az MPOSZ alapszabálya tartalmazta, hogy a megállapításokkal kapcsolatban a vizsgáló köteles a hiányosság megszüntetésére a vizgált intézmény „érdekeit” figyelembe véve javaslatot is tenni. A vizsgálati eljárás magában foglalta az adott intézmény könyvelésének, üzletvezetésének, a leltár és mérleg, valamint az egyes üzletágak felülvizsgálatát. A vizsgálónak az egyes vizgált témakörök (pl. tőkehelyzet, értékpapírüzlet, folyószámlaüzlet, takarékbetéti üzlet stb.) tekintetében előre meghatározott kérdéseket kellett megválaszolniuk (egyfajta munkalapot kitöltve), mely a vizsgálati jelentés alapját képezte.

A XX. század első felében az MPOSZ mellett számos (pl. Takarékpénztárak és Bankok Egyesülete, Bankárok és Értékpapírkereskedők Országos Egyesülete stb.) érdeképviseleti- és érdekvédelmi szervezet alakult (*Müller et al. 2014:10*), melyeknek felügyeleti-ellenőrzési feladataik nem voltak, ugyanakkor az egységes ügyviteli, könyvelési és mérlegkészítési gyakorlat kialakításának előmozdítása miatt működésük mindenképpen említésre méltó, felügyeleti történeti szempontból is.

<sup>4</sup> A POE feladatköre sok tekintetben megegyezett az MPOSZ feladatkörével, eredeti funkcióját elsősorban azért nem tudta betölteni, mert tagintézményei főként a vidéki bankok és takarékpénztárak köréből kerültek ki, ebből következően a trianoni békeszerződést követően tagjainak jelentős részét elvesztette (*Botos 1994:19*).

### 3. A Pénzintézeti Központ kialakulásának háttere

#### 3.1. Az 1875. évi kereskedelmi törvény

A pénzintézetek működése a Pénzintézeti Központ létrehozását megelőzően is különböző szinteken volt szabályozva. Törvényi szinten az 1875. évi kereskedelmi törvény szabályozta számos tekintetben a pénzintézetek tevékenységét, valamint tartalmazta fogalmuk pontos meghatározását, mivel annak megalkotása előtt a bankok, önszegélyező és takarékpénztárak, szövetkezetek jogi fogalmát és tevékenységét illetően *„teljesen zavaros felfogás mutatkozott”* (Schandl 1938:35). A törvény jelentőségét szemléltetik annak megalkotása ötvenedik évfordulója alkalmából a jogász, közgazdász, akadémikus, egyetemi tanár Kuncz Ödönnek a Magyar Közgazdasági Társaság 1926. február 9. napján tartott ülésén elhangzott szavai is, mely szerint az *„nemcsak a kereskedelem és a kereskedők jogviszonyait szabályozza, hanem szilárd alapját teremti meg az intenzív gazdálkodás egész birodalmának”,* ugyanakkor a törvénnyel kapcsolatban hozzáteszi, hogy az már a *„megalkotása idejében sem (volt) egészen modern”* (Kuncz 1926:147). Kuncz előbbi szavait mintegy harminc évvel megelőzve, már 1899-ben is megfogalmazódott ellenvetés a törvénnyel kapcsolatban, ti. hogy az *„szabadelvű”,* és a benne foglaltak *„sokban meghaladottaknak, sokban hézagosaknak, általán nem kielégítőeknek bizonyultak”* (Sugár 1899:404). A törvény megreformálásával kapcsolatban tett legfontosabb javaslat volt, hogy *„negativizmusa, nemtörődömsége helyébe az aktív állami beavatkozás”* gondolata kerüljön, és lehetetlenné tegye a *„szédelgő, irreális vállalat (további) keletkezését és működését”* (Kuncz 1926:152), valamint támogassa a tényleges gazdasági jelentőséggel bíró vállalatok működését. Az 1875. évi kereskedelmi törvény ugyanis mind a pénzintézetek alapítását, mind pedig azok felügyelését formálissá tette (Jirkovsky 1945:170). Emellett megjelentek olyan szélsőséges vélemények is, melyek szerint a kereskedelmi törvény *„szabados”* rendelkezései következtében elsősorban biztosító társaságok útján külföldre szivárogtatják ki a lakossági biztosítási befizetéseket (Róth 1890:4), minthogy a biztosító társaságok alapítására és ügykezelésére is vonatkozó kereskedelmi törvényben szereplő szabályok sem kielégítőek (Poór 1900:459). A törvényszék kizárólag a törvényben foglaltak betartását ellenőrizte (például a közgyűlési határozatok megfelelőségét), arra nem terjedt ki a vizsgálat, hogy a leltár a valóságnak megfelelően került-e összeállításra vagy az értékpapír- és váltókészlet ténylegesen rendelkezésre áll-e, ezen feladatok az *„angolszász”* paradigmát alapul véve a felügyelőbizottság hatáskörébe voltak rendelve.

A kereskedelmi törvény megreformálására több javaslat is született, pl. 1894-ben a szövetkezetek működésének szabályozása tekintetében, melyet azonban a kereskedelmi- és iparkamara nem támogatott (Schandl 1938:23). Ennek hátterében vélhetően az állhatott, hogy a törvény megreformálásának szükségességével kapcsolatban nem volt egyetértés, így még 1896-ban is megfogalmazódott olyan vélemény,

mely szerint annak lényege és iránya helyes, az abban foglalt főelvek helytállóak (Matlekovits 1896:63).

### 3.2. A Pénzintézeti Központ létrehozásához vezető okok, körülmények

A Pénzintézeti Központ megalakulásához számos, jellemzően nem intézményspecifikus, hanem a pénzintézeti szektorra generálisan érvényes tényező hozzájárult. Az 1875. évi kereskedelmi törvény nem kellően proaktív, a pénzintézetek alapítására és működésére vonatkozó túlzottan megengedő előírásai és az ennek következtében létrejött, egyes esetekben a gazdasági létjogosultságot is nélkülöző nagyszámú pénzintézeti szereplő, a pénzintézetekre jellemző eszközök és források lejáratí összhangjának és saját tőke–idegen tőke arányának kedvezőtlen alakulása, valamint az egyre nagyobb számban előforduló pénzintézeti bukások mind erősítették egy intézményesült felügyeleti szerv létrehozásának szükségességét (Teleszky 1927:356; Hantos 1916:8). Az 1869-1887-ig tartó időszakban mintegy 32 takarékpénztár került csődhelyzetbe, melyek között voltak méretüket tekintve kisebb intézmények (pl. Cservenkai, Eszék-Alsóvárosi, Püspökladányi Takarékpénztár stb.), valamint nagy múltra visszatekintő, jelentékeny méretű takarékpénztárak egyaránt (pl. Aradi, Máramarosszigeti, Újvidéki Takarékpénztár stb.), melyek természetesen eredményeztek – hasonlóan az elmúlt időszaki gazdasági válság során tapasztaltakhoz – egyfajta feszültséget, bizalomcsökkenést is (Blum 1899:745), előmozdítva az intézményi és szabályozásbeli változásokat (mindkét időszakban). Pénzintézeti bukások a későbbi években is előfordultak, pl. a Székelyegyleti Első Takarékpénztár jutott csődhelyzetbe 1901-ben (Szász 1966:123), ezzel összefüggésben a többi pénzintézet iránti bizalom megrendülését, a tovagyűrűző hatást szemléltetik id. Daniel Gábor főgondnok, Udvarhely vármegye főispánjának az 1903. évi vargyasi zsinat megnyitó beszédében elhangzott szavai: „A székely-egyleti első takarékpénztár bukása érzékenyen érintvén egyházunkat, főképp a sz.-kereszturi egyházkörünket, ez ösztönzött engemet a kolozsvári pénzintézetekbe, akkor nagy összegű betéteinknek részbeli felmondása iránt az Egyh. képv. tanácshoz előterjesztést tenni”, majd később hozzáteszi: „Különben azt hiszem, most is osztják azon nézetemet, a mely szerint legbiztosabb a tőkepénzeinknek birtokba való befektetése, részben pedig biztos állami értékpapírokba” (Daniel 1903:251). A Székelyegyleti Első Takarékpénztár csődjét követően Udvarhely vármegye képviselői a parlament pénzügyi bizottságában már egyenesen követelték a pénzintézetek állami ellenőrzését, illetőleg Széll Kálmán korabeli miniszterelnök az 1902. november 19-i parlamenti beszédében is állást foglalt a pénzintézetek ellenőrzésének szükségessége mellett (Szász 1966:136). Mindazonáltal még 1912-ben is voltak olyan nézetek, melyek szerint nagyszabású visszaélések, bukások nem fordultak elő, és a new-york-i tőzsdekrach évét (1907) is relatíve kedvezően zártuk (Éber 1912a:64; Domány 1926:433).

A pénzintézeti bukások különféle okokra voltak visszavezethetők. Egyrészt a második búr háború (1899–1902) kitörésének híre kapcsán bekövetkező nemzetközi

pénzszűke és ennek következményeként a hazánkban is jelentkező tovagyrúzó hatás, a külföldön elhelyezett záloglevelek hazaáramlása, valamint a külföldi tőke általánosan jellemzővé váló kiáramlása az ipari- és kereskedelmi vállalatok helyzetének ellehetetlenülése által a hazai pénzintézeti szektorra is jelentős nyomást gyakorolt. Ezek következtében kerültek közel a fizetéseképtelenség állapotába az Aradon, Máramaroszigeten és Érsekújváron működő takarékpénztárak, melyek közül gazdaságtörténeti szempontból kiemelendő a Pesti Hazai Első Takarékpénztár megalakulását követően, a működését 1840. március 19. napján megkezdő, első takarékpénztárak között alapított Aradi (később Első Aradi) Takarékpénztár (*Vargha 1896:102*). A külpolitikai körülmények megváltozása mellett a takarékpénztárak bukása másrészt több esetben – belső működési okokra visszavezethetően – hűtlen kezelés miatt következett be. Az 1848-ban létesített Érsekújvári Takarékpénztár az éveken keresztül kimutatott fiktív nyereségét, valójában pedig teljes alap- és tartaléktőkéjét, valamint a betétek egy részét is kifizette osztalékként (*Blum 1899:762*). Az 1872-ben létesült és 1901-ben megbukott Soproni Építő és Földhitelbank tőzsdéi spekulációk következtében már 1883-ban elveszítette saját tőkét, ennek ellenére további 11 évig működött jelentős összegű nyereséget kimutatva és ennek megfelelő osztalékot fizetve. A pénzintézetek esetenként olyan ügyleteket is kötettek, amelynek fedezeteként a szükséges összeg mindössze 10%-ával rendelkeztek (*Horváth 1995:3*). Harmadrészt a korabeli pénzintézeti bukások kialakulásához a gazdasági recesszió és a hatékony felügyelés hiánya mellett az is hozzájárult, hogy az úrbéri terhek megszüntetéséről szóló 1848. évi IX. törvénycikk 5. §-a<sup>5</sup> kimondta a jelzálogkölcsönök jelentős részére a visszafizetési moratóriumot, mely rendelkezés a takarékpénztárak helyzetét rendkívül érzékenyen érintette, így azok egy része a meglévő értékpapír-állományát kísérelte a megnövekedett kínálat következtében csökkent árfolyamon értékesíteni, illetőleg néhány takarékpénztár (köztük a Pesti Hazai Első Takarékpénztár is) rendkívüli segélyhez folyamodott, újabb kölcsönöket pedig a korábbiaknál szigorúbb bírálati rend alapján – némely takarékpénztár pedig átmenetileg egyáltalán nem – folyósított (*Vargha 1896:133*). A hűtlen kezelés és spekuláció mellett előfordultak ugyanakkor visszaélések is, ezek közül megemlítendő az Újvidéki Takarékpénztár esete, melynél számos hamis váltó került elhelyezésre, összesen 150 ezer korona hiányt okozva<sup>6</sup>.

A Pénzintézeti Központ létrejöttéhez és az általa ellátott bankokra is vonatkozó felügyelési feladatok kialakításához a hazai belső igény, a régóta meghúzódó és erősödő érdekek előtérbe kerülése mellett az is hozzájárult, hogy a XX. század ele-

<sup>5</sup> „Oly földbirtokos ellen, kinek birtokához e törvény kihirdetése előtt urbériség volt kapcsolva, a kereskedési viszonyokból eredő váltók kivételével, egyéb adóssági követelések, a törvény további rendeleteig fel nem mondhatók, és csupán a törvényes kamatok nem fizetése iránti követelések hajtathatnak be ellene bírói eljárás útján” (Az „urbér és azt pótló szerződések alapján eddig gyakorlatban volt szolgálatok (robot), dézma és pénzbeli fizetések megszüntetéséről” szóló 1848. évi IX. törvénycikk, 5. § alapján).

<sup>6</sup> A „Magyar Paizs” II. évfolyamának 51. száma (1901. december 19.), 5. oldal alapján.

jén a banktőke már jelentősen összefonódott (ún. finánciókét létrehozva) az ipari tőkével (Tomka 1999:48), aminek eredményeként a kisebb tőkeerejű, különösen a vidéki pénzüzetek fokozatosan teret vesztek a budapesti, jellemzően tőkeerős pénzüzetekkel szemben (Szádeczky-Kardoss 1928:114). A koncentráció következtében többféle érdek (pl. iparvállalati érdekek) is megjelent, ami hozzájárulhatott ezen szektor felügyeleti igényének erősödéséhez. A banktőke és ipari tőke összefonódását, annak koncentrációját mutatja, hogy a legnagyobb ipari, bányai, kereskedelmi és közlekedési vállalatok néhány hazai nagybank érdekkörébe tartoztak, az öt legnagyobb budapesti bank érdekkörébe 1913-ban<sup>7</sup> 225 nagy ipari részvénytársaság tartozott, mintegy 711 millió korona alaptőkével, amely az összes részvénytársasági formában működő bányai- és iparvállalatok tőkéjének összegéhez viszonyítottnak 51%-ot jelentett, így a magyar bankszféra – az első világháború előtti időszakban – tovább tudta növelni befolyását a hazai gazdaság irányításában. Ezen „új” típusú nagybankok tevékenységi köre ezáltal a korábbiakhoz képest komplexebbé vált, hiszen tevékenységük a hitelezésen, a vállalkozások finanszírozásán, a részvény-, kötvénykibocsátáson és -elhelyezésen kívül új vállalatok alapítására és meglévő vállalatok fejlesztésében, irányításában való aktív szerepvállalásra, csődbe jutott vállalatok szanálására, valamint egész iparágak termelésének és értékesítésének megszervezésére is kiterjedt (Tomka 1999:47; Botos 1994:25). Az így „átalakult” nagybankok az erősebb gazdasági tovagyűrűző hatás következtében növelték a pénzügyi felügyelés megszervezése iránti hajlandóságát.

A banktőkének az iparral való összefonódása és a pénzüzeti koncentráció között erős összefüggés mutatkozott (ami szintén sürgetőleg hatott a felügyelés megszervezésére), hiszen az iparvállalatok által támasztott hiteligényeket – azok nagyságrendje miatt – csak tőkeerős pénzüzetek voltak képesek kielégíteni (Ács 1936:318). Hazánkban a pénzüzeti koncentráció XX. század elején tapasztalható erősödéséhez számos egyéb tényező is hozzájárult, melyek egyrészt gazdasági jellegűek (pl. kedvezőbb kihelyezési lehetőségek, magasabb bizalom az elhelyezett ügyfélbetétek biztonságát illetően, jobb terjeszkedési lehetőségek, nagyobb üzleti „tekintély” stb.), másrészt lélektani jellegűek (vállalkozási szellem növekedése a nagyobb kihívást és kockázatot jelentő komplex társaságok irányítása tekintetében). A pénzüzeti koncentráció erősödésének oka harmadrészt a tőke természetében is keresendő, mely alapján azt állandó terjeszkedésre készíti, és annak újabb elhelyezését kívánja. Ezenkívül a hitelfelvétel kedvezőbbé tételének szándéka is a bankkoncentráció irányába hatott, mivel a közvélemény egy része a hitelek egyes időszakokban tapasztalható viszonylagos drága voltát a túlméretezett hitelszervezet nagy működési-fenntartási költségeiben vélte megtalálni. Ezen vélemények szerint a hitel elégtelen volta – mely részben annak viszonylagos drágasága miatt is jellem-

<sup>7</sup> Ugyanebben az évben Budapesten 121 pénzüzetet (a szövetkezeti típusú intézményeket nem beleértve) működött (Szádeczky-Kardoss 1928:69).

zõ volt – továbbra is társadalmi szintű probléma és a haladás útját állja (Domány 1926:432–457).

A hitelintézetek számának jelentős növekedése is erősítette az intézményi keretek között megvalósuló felügyelés létrehozásának igényét, a hitelintézetek száma ugyanis 1894 és 1913 között 1598-ról 5033-ra nőtt (Tomka 2000:62). A hitelintézetek jelentős elszaporodását<sup>8</sup> az Osztrák-Magyar Bank akkori vezértitkára, Pranger József is kifogásolta, és 1912-ben tartott beszédében „erélyes hangon követelte a gombamódra elszaporodó alapítások abbahagyását” (Domány 1926:434). Ugyanebben az évben Horváth Lipót befolyásos bankár az új alapítások helyzetének megnehezítésével és számuk csökkentésével kapcsolatban kizárólag gazdasági intézkedéseket tartott célravezetőnek megvalósítani, s javasolta, hogy az Osztrák-Magyar Bank vonja meg viszontleszámítolását ezen intézmények tekintetében (Éber 1912a:62). Szintén a jelentős számú hitelintézetekkel kapcsolatban emelte fel szavát Hantos (1916:62) is az 1914. május 6. napján tartott képviselőházi beszédében, melyben hangsúlyozta, hogy hazánknak több hitelintézete van, mint Ausztriának és Németországnak együttvéve. Ezen új alapítású hitelintézetek megítélését tovább rontotta, hogy az alapításhoz szükséges részvénytőkét a tulajdonos alapítók több esetben már csak akkor fizették be, amikor a hitelintézet tőkehelyzete ezt halaszthatatlanul (fizetéseképtelenség közeli állapotban) megkívánta. Több esetben előfordult, hogy a részvénytőke felemelésekor derült fény arra, hogy az eredeti részvénytőke sem állt rendelkezésre, mert azt korábban nem fizették be. Ezen okokból kifolyólag Havas Miksa akadémiai tanár, kamarai revizor javaslata alapján a revíziót az újonnan megalakult pénzügyintézeteknél lett volna érdemes megkezdeni (Éber 1912a:56).

Az 1915. évben a világháborút követően<sup>9</sup> újjászervezendő Magyarország kiépítése két legfontosabb feltételének az állami felügyelés kialakítását és a nemzetiségek egyenjogúsítását tekintették (Adler 1915:171), hiszen a világháborús folyamatok a Monarchia számára ekkor még kedvezően alakultak, a gorlicei áttörés és a doberdói front stabilizálása kétségtelen hadisikereket jelentettek. A pénzügyintézetek működésének ellenőrzését, illetve az ellenőrzés feltételeinek kialakítását még a háború ideje alatt szükséges volt véghezvinni, hiszen a háború befejezését követően, amikor a megtakarítások nagyobb mértékű elhelyezése volt várható, a pénzügyi közvetítőrendszernek már szabályozott formában kellett rendelkezésre állnia,

<sup>8</sup> Az 1911. évben mintegy 200 új pénzügyintézet alakult, összehasonlításként megemlítendő, hogy míg Ausztriában ugyanebben az évben összesen 67 pénzügyintézet működött, addig Magyarországon kizárólag Budapesten a bankok száma 121 volt (Éber 1911:797).

<sup>9</sup> A világháború kezdeti hadisikereit alapul véve és a későbbi győzelemben bizakodva a háború utáni hadisarc, jóvátétel reményében is előmozdítandó volt a stabil, szabályozott pénzügyi közvetítőrendszer kiépítése.



a pénzügyintézetek pénzügyi felkészültsége már biztosítandó volt<sup>10</sup>. A jövőbe vetett bizalomról tanúskodott, hogy *Hantos (1915:33)* 1915-ben már a hadigazdaságból normál, termelő gazdaságba való átmenet mielőbbi megszervezésének fontosságára hívta fel a figyelmet, és a pénzügyi felügyelés kialakításának fontosságát hasonlóan tekintette a hadsereg megszervezésének jelentőségével (*Hantos 1916:69*), ezért egyetérthetünk a közgazdász, történész *Ürögdi György (1948:207)* álláspontjával, mely szerint a pénzügyintézetek állami ellenőrzését a közhangulat követelte.

Fontos hangsúlyoznunk az ekkor már megjelenő preventív megközelítés érvényesülését, mely alapján a represszív jogi aktusok, szabályok mellett előtérbe kerültek alapvetően előrettekintő, megelőző intézkedések is: „...*bármily rikitó esetek nem szolgálhatnak alapul erőszakos, kiméletlen beavatkozásra [...], nem repressiv, hanem praeventiv szabályok szükségesek. Nem irtani, hanem gyomlálni kell*” (*Sugár 1899:407*). *Berényi Pál (1904:396)*, a soproni Kereskedelmi Akadémia tanára is a preventív megközelítés mellett foglalt állást 1904-ben megjelent recenziójában, melyben kifejtette, a preventív intézkedések meghozatala feltétlenül szükséges annak érdekében, hogy a pénzügyintézetek működésében ne legyenek megtalálhatók visszaélésre, gondatlanságra utaló körülmények.

A pénzügyintézetekre vonatkozó szabályozásbeli diszcrepanciából következően a hazai pénzügyintézeti működésre jellemző volt, hogy a takarékpénztár és betéti bank üzleti tevékenysége sok esetben nem volt kellően elhatárolva (*Sugár 1899:405; Domány 1926:435*), így előfordult, hogy a takarékpénztár a takarékbetétekből iparvállalatot is finanszírozott (*Teleszky 1927:356*). Példaként említendő a Pozsonyi Takarékpénztár, mely már működésének korai szakaszában két iparvállalat finanszírozásában is jelentős szerepet vállalt, a Pozsony vonzáskörzetében található Malomvölgy-társulat több malom építéséhez annak hiteleit vette igénybe, valamint a Pozsony–Nagyszombat közötti vasútvonal kiépítéséhez is aktívan hozzájárult (*Vargha 1896:117*). A pénzügyi intézmények jelentős meghatározásbeli hiányosságára utal azon vélemény, mely szerint „*a pénzügyintézet fogalmát, mibenlétét [...] mély homály fedi. Részvénytársasági, szövetkezeti formát, közkereseti társaságot vagy csak egyszerű természeti személyt tételez-e fel a pénzügyintézet? Nem tudjuk.*” (*Hantos 1916:23*) Mindezekből következően a lakosság körében sem jelentkezhettett különbségtétel ezen pénzügyi intézmények tekintetében: „*tapasztaljuk, hogy népünk a takarékpénztár, bank és hitelintézet elnevezések között nem distingvál és teljes bizalommal viszi pénzét a legközelebbi intézethez*” (*Blum 1899:758*), valamint „*A bankok rávetik magukat a takarékbetéti üzletágra, a takarékpénztárak a bankszerű üzemre. A csoportosítás,*

<sup>10</sup> „Az államnak a háború folytán keletkezett nagy hiteligényei s a közönségnek a háború végeztével előreláthatólag nagy mértékben megnövekedő hitelszükséglete a pénzügyintézetekre igen nagy feladatokat fognak róni [...] s közgazdaságunk megrázkódtatásának elkerülése érdekében mégis mindenképen elő kell segítenünk, hogy pénzügyintézeteink a háború befejezése után reájuk váró rendkívüli nagy feladatoknak is kellő mértékben megfelelhessenek, mert csak így lesz közgazdasági életünknek a háború befejezte után okvetlenül bekövetkezendő regenerálása egészséges irányokra terelhető.” (*Jakabb et al. 1941:35*)



amely földhitelintézetek, bankok és takarékpénztárak között különböztet, történeti reminiscencia csupán...” (Hantos 1930:677). A megkülönböztetés nehézségéhez hozzájárult azon körülmény is, hogy az 1890-es években elterjedőben voltak „álszövetkezetek” (pl. ún. „korona szövetkezetek”), melyek kizárólag nevükben viselték a „szövetkezet” megjelölést, működésükben nem mutattak semmiféle szövetkezeti jelleget, és tevékenységük lényegében uzsorakölcsönök folyósításából állt. Ezen intézmények működése ugyanakkor az Országos Központi Hitelszövetkezet 1898. évi megalakulásával és a szövetkezetek elterjedésével párhuzamosan jelentősen visszaszorult (Schandl 1938:38–76), továbbá átmenetileg sikerült elérni, hogy az „uzsora rákfenéje kiirtassék” (Sugár 1899:407).

### 3.3. A Pénzintézeti Központ létrehozásával és működésével kapcsolatos szakmai viták

A Pénzintézeti Központ megalakulásával kapcsolatban számos, különböző fórumokon lezajló szakmai vitára került sor, és a gazdasági közgondolkodásban egymással ellentétes vélemények alakultak ki. Például a takarékpénztárak esetében merültek fel „klasszikus” modellnek megfelelő szigorú, anyagi felügyelést szorgalmazó javaslatok, melyek célként tűzték ki, hogy „törvényes intézkedésekkel szorítsuk meg takarékpénztáraink üzletkört oly módon, hogy működésük kizárólag betétek és saját alaptőkéjük gyümölcsöztetésére szorítkozzék, a visszszámítás teljes kizárásával; továbbá, hogy kötelezzük takarékpénztárainkat, miszerint pénzeiket csakis állampapírokba, záloglevelekbe és jelzálogokba fektethessék be” (Székely 1890:310). Ezt a direkt típusú (főként a korabeli német, illetve osztrák mintára bevezetni javasolt) központi szabályozást utasította el Székely Ferenc (1890:311) későbbi igazságügyi miniszter olyan módon, hogy ami „nálunk hibás, azt javítanunk kell a magunk szempontjából, mérlegelve a mi sajátos viszonyainkat, az ország pénzügyi és általában közgazdasági viszonyait, tanulva a külföldtől, de nem szolgálva utánozva azt”. Blum Brúnó (1899:763), a Budapesti Bankegyesület főtisztviselője is rámutatott a hazai önálló szabályozás fontosságára: „itt nem lehet [...] a külföld bevált példáját egyszerűen másolni, hanem a tényleges állapottal s különleges honi viszonyainkkal számolva, új, minden ízében magyar művet kell alkotni”. Kevésbé direkt, megengedőbb szabályozás kialakítása mellett foglalt állást Sugár Ignác (1899:414), a miskolci kereskedelmi és iparkamara akkori titkára, mikor kifejtette, hogy a pénzintézetek betétkezelési, váltóleszámlálási és visszleszámlálási gyakorlatába, jelzálogkölcsön üzletágába érdemileg beavatkozni „elvileg hiba, gyakorlatilag alig lehet”, és ebben a tekintetben „nem segítene [...] semminemű központi organum, pénzintézeti kamara vagy hason intézmény”. Ezzel szemben a figyelmet a vállalatirányítás és ügyvezetés ellenőrzésére, valamint hozzáértő szakértők nevelésének fontossága felé fordította.

A Pénzintézeti Központ létrehozásával kapcsolatos tervezet 1915. márciusban került a nyilvánosság elé, melynek kapcsán a pénzintézetek aggodalmukat fejezték ki azzal

kapcsolatban, hogy a Pénzügyintézeti Központ egy versenyt korlátozó nagy állami bankká fog fejlődni. További vita bontakozott ki az ellenőrzés módja felől a tekintetben, hogy az milyen intézményi körre terjedjen ki. Legtöbb képviselője annak a javaslatnak volt, mely szerint az ellenőrzés köre kizárólag azon kisebb pénzügyintézetekre terjesztendő ki, amelyek hitelt vesznek igénybe a Pénzügyintézeti Központtól, vagy maguk kérik az ellenőrzés lefolytatását. Ezen javaslatot támogatta az a körülmény is, hogy a Pénzügyintézeti Központ, különösen működése korai időszakában egyébként sem rendelkezett kellően nagyszámú vizsgáló munkavállalóval, akik minden tagintézetre vonatkozóan el tudták volna végezni a vizsgálatokat, az előre nem meghatározott, bizonyos szempontok szerinti kiválasztás alapján folytatott vizsgálatoknak pedig bizalmatlanságnövelő hatása lett volna. A törvényjavaslat országgyűléshez történő beterjesztését követően az ellenzék részéről ellenállás mutatkozott a javaslattal kapcsolatban, mert a Pénzügyintézeti Központ intézményében rejtett politikai célokat, a kormány hatalmának kiterjesztését, a veszteségi tartalékalap létrehozásában pedig kizárólag pártpolitikai célok megvalósítását látták (pl. adósságok rendezése). Ezt a véleményt a Pénzügyintézeti Központ alapszabályának elkészülte sem változtatta meg, melynek 58. §-a részletesen tartalmazta a veszteségi tartalékalap rendeltetését, ezért a Pénzügyintézeti Központ létrehozásának feltételeként az alapszabály törvénybe iktatását és a veszteségi tartalékalap felhasználásának ellenzék számára történő megtekinthetőségét határozták meg.

A polémia kiterjedt a felügyelés mélységére is, Matlekovits Sándor jogász, egyetemi tanár, később az MTA igazgatóságának tagja a konkrét hitelügyletek vizsgálatát, illetőleg minden olyan vizsgálatot, amely túlmutat a mérlegben foglaltak helyességének vizsgálatán, károsnak és üzleti szempontból veszélyesnek ítélte (*Éber 1912b:216*). A felügyelés szükségességét kérdőjelezte meg többek között ifj. gróf Andrassy Gyula korábbi belügyminiszter, majd később rövid ideig külügyminiszter, aki a Pénzügyintézeti Központ létrehozási céljából, működésének újszerűségéből, reform voltából kiindulva cáfolta meg annak szükségességét. Érvelése szerint nem lehet szükség olyan reformra, amely más államokban nem terjedt el. Gróf Apponyi Albert miniszter, az MTA tagja pedig a Pénzügyintézeti Központ létrehozásában – meglehetősen túlzó kifejezéseknek helyt adva és a Pénzügyintézeti Központ létrehozásának célját el nem ismerve – a politikai függetlenség, a szabad politikai állásfoglalás lehetőségének megszűnését látta (*Jakabb et al. 1941:33–40*). A felügyelés szükségességével kapcsolatos vita nemcsak hazai, hanem nemzetközi szinten egyaránt tapasztalható volt, Jakob Riesser (1853–1932) korabeli meghatározó német politikus az állami felügyelet meghonosításának javaslatát tartalmazó 1908/1909. évi „*Bankenenquete*” kapcsán, az „angolszász” paradigmának helyt adva, egyenesen károsnak értékelte az állami felügyelet működését, mivel azok – véleménye szerint – indokolatlan bizalmat ébresztenek a betétesek körében, megbízható megállapítások megtételére pedig nem alkalmasak (*Jakabb et al. 1941:29*). Hasonló következtetésre jutott *Hantos* (1916:55) is, értékelve a pénzügyi felügyelés kialakítása iránti hazai és külföldi

„reformmozgalmakat”: „Az első eredmény, melyet a külföldi és hazai reformmozgalmakból levonhatunk, negatív természetű és abban áll, hogy az állami ellenőrzésnek sem célja, sem jogosultsága nincsen”.

#### 4. A Pénzintézeti Központ működése

Az első világháború árnyékában, mindössze néhány nappal a keleti arcvonalon a központi hatalmak ellen indított Bruszilov-offenzíva előtt, 1916. június 1. napján Teleszky János pénzügyminiszter, a korabeli „altruista bank” (*Botos 2002:30*), a Magyar Földhitelintézetek Országos Szövetségének elnöke és számos további pénzügyi intézmény elnöke és létrehozója, valamint Tisza István miniszterelnök támogatásával megalakult a Pénzintézeti Központ. Tekintettel a kor körülményeire, némileg disszonáns módon hathat, ámde mégis a jövőbe vetett bizalomról tanúskodik és a Pénzintézeti Központ alapításának évét jellemző közhangulatot szemlélteti az a szövegrészlet, amely a hazai első bank, a Pesti Magyar Kereskedelmi Bank fennállásának (szintén az 1916. évben esedékes) 75. évfordulója alkalmából készült kiadványban jelent meg, mely szerint: „megújult ambícióval és bizalommal tekintünk a jövőbe azon képességünknek birtokában, hogy be tudjuk tölteni szerepünket a hazai gazdasági életben” (*Lamotte 1941:55* alapján a szerző fordítása).

A Pénzintézeti Központnak törvényben meghatározott célja volt, hogy „a magyar szent korona országainak területén működő pénzintézetek és ezek révén a közgazdaság érdekeinek ápolására és előmozdítására szövetkezeti formában” működjön kezdetben határozott (5 éves) időtartamban; költségeinek fedezéséhez pedig ugyanezen törvény felhatalmazta a pénzügyminisztert, hogy a „Pénzintézeti Központ tőkéjéhez, az államkincstár terhére, százmillió korona névértékű üzletrész átvételével járuljon”<sup>11</sup>. A Pénzintézeti Központ tagjai lehettek a részvénytársasági formában működő pénzintézetek, a községi és városi takarékpénztárak (a pénzügyminiszter engedélyével), a külföldi pénzintézetek magyarországi fióktelepei (elsősorban osztrák érdekeltségek voltak érintettek), a banki tevékenységet végző szövetkezetek, a külön törvényben szabályozott pénzintézetek (pl. Magyar Földhitelintézetek Országos Szövetsége), valamint a Magyar Királyi Államkincstár (*Szádeczky-Kardoss 1928:33*). A Pénzintézeti Központ alapítására, alapvető funkcióira vonatkozó 1916. évi XIV. sz. törvényt kiegészítette a Pénzintézeti Központ alapszabálya, melyek összességében részleteiben meghatározták a Pénzintézeti Központ működésének feltételeit, továbbá választ adtak a korábbi időszakban felmerült, egyes gazdaságpolitikai problémákra is (pl. a Monarchián belül autonómiával rendelkező horvát-szlavónországi képviselőséggel mint a Pénzintézeti Központ területi véleményező szervével összefüggő feladatok körülhatárolása). Reagálva a korábbi, 1872-ben tetőzött „alapítási lázra”, a Gründerzeit időszakára, további jelentős gazdaságpolitikai lépésnek volt

<sup>11</sup> 1916. évi XIV. törvénycikk a Pénzintézeti Központtról, 1. § alapján.

tekinthető, hogy 1919. január 1. napjáig a 20 millió koronánál kisebb alaptőkéjű új pénzüzetet alapítását megtiltották<sup>12</sup> (*Teleszky 1927:359*).

Elkerülendő a Pénzüzeti Központ működésében esetlegesen előforduló politikai erőknél való kiszolgáltatottságot, a Pénzüzeti Központot irányító mindenkori személy elnökségének idejét 5 év időtartamban határozták meg. A hivatkozott törvény a korábbi javaslatoknak megfelelően rögzítette, hogy a Pénzüzeti Központ korlátozott revíziót folytathasson, azaz kizárólag azoknál a 20 millió koronánál kisebb alaptőkével rendelkező tagintézményeknél fogatosíthatott vizsgálatot, amelyek önként kérték azt, vagy amelyek hitelt vettek fel a Pénzüzeti Központtól (*Tomka 2000:81*). Az Országos Központi Hitelszövetkezet kötelékébe tartozó szövetkezetek, tekintve, hogy már annak ellenőrzése alatt álltak – a kettős revíziót elkerülendő –, ekkor még nem tartoztak a Pénzüzeti Központ ellenőrzése alá. Az a tény, hogy a részvénytársasági alapon működő 1871 intézményből 1261 intézmény belépett a Pénzüzeti Központba (ezzel vállalva az esetleges vizsgálat lehetőségét is), önmagában nem jelentett az intézmények részéről magasabb kockázattudatosságot vagy akár prudensebb működés, magatartás iránti igényt, hiszen amennyiben nem léptek finanszírozói kapcsolatba a Pénzüzeti Központtal és önként nem kérték a vizsgálat lefolytatását, akkor a vizsgálat lehetősége a Pénzüzeti Központ részéről nem volt biztosított. Az 1261 hitelintézet között szerepeltek nagybankok is, ami azért említésre méltó, mivel korábban (az MPOSZ esetében) éppen az jelentette a hatékonyság szempontjából az egyik akadályozó tényezőt, hogy a nagyobb érdekérvényesítő képességgel rendelkező nagybankok nem voltak tagjai a szervezetnek. A Pénzüzeti Központ esetében is csak azt követően léptek be a szervezet tagságába, miután az biztosította alapszabályában a nagybankokat arról, hogy nem kíván versenytársuk lenni a banküzleti tevékenységben (*Botos 1994:23; Jakabb et al. 1941:33*). A Pénzüzeti Központ működésének elsődleges felügyeleti jellegét mutatja az is, hogy a korábbi, felügyeleti jogkörrel is rendelkező intézményekkel (pl. MPOSZ, POE) ellentétben a Pénzüzeti Központ érdekképviselői funkciót nem töltött be.

A Pénzüzeti Központ felülvizsgáló tevékenysége négy csoportra volt osztható, egyrészt a számviteli könyvek vizsgálatára (pl. a teljesség elvének érvényesülése, a bizonylatok megfelelő kezelése), másrészt a belső ügykezelés (vállalatirányítás) értékelésére (pl. igazgatóság ügyrendje, hatás- és felelősségi körök meghatározása, illetve azok betartása, ellenőrzési intézkedések, belső kontrollrendszer működése, bankbiztonsági szabályok, költség-bevétel arányának alakulása). Harmadrészt az üzletvitel értékelése tartozott a Pénzüzeti Központ tevékenységi körébe, ezen belül is a kihelyezések (portfólió) elemzése, a saját tőke és idegen források ösz-

---

<sup>12</sup> Ezen „objektív” kritérium bevezetésével kapcsolatban ugyanakkor joggal fogalmazódott meg kifogás, hiszen ilyenformán lehetetlenné vált olyan nemzetgazdasági és stratégiai szempontból kiemelt jelentőségű speciális pénzüzetet (pl. ún. „hadibank”), vagy más, gazdasági racionalitás alapján indokolt pénzüzetet alapítása is, amelyekre – legalábbis a „hadibank” tekintetében – különösen az első világháború időszakában szükség lehetett volna (*Hantos 1916:71*).

szetételének és nagyságának, a belső hitelek szabályozottságának, valamint a betéti kamatfizetés mértékének vizsgálata. A negyedik csoportot képezte a mérleg, eredménykimutatás és leltár vizsgálata (analitika elemzése), mely magában foglalta a mérleg főkönyvvel való egyeztetését, a tartalékolás, leírások és a nyereségfelosztás (osztalékfizetés) vizsgálatát is. A felsorolt felülvizsgálati területeket a Pénzintézeti Központ alapszabályának 1. sz. melléklete tartalmazta felülvizsgálati utasítás formájában. Az ellenőrzés nagy hangsúlyt fektetett olyan területek vizsgálatára, melyek ebben az időszakban a többi kockázathoz képest kiemelt jelentőséggel bírtak (pl. visszleszámítolás könyvelése).

A Pénzintézeti Központnak – a felügyeleti szerepe mellett, azt kiegészítendő –, ún. szanalási funkciója is volt. A Pénzintézeti Központról szóló törvény kimondta, hogy pénzügyi csőd esetén a Pénzintézeti Központ központi szerepet tölt be<sup>13</sup>. Ez a gyakorlatban azt jelentette, hogy a Pénzintézeti Központ a megrendülő, de fenntartható működésű, életképes pénzügyi intézmények számára átmeneti likviditást biztosíthatott (az ún. „mobilitási tartalék” terhére). A Monarchiát érintő pénzügyi nehézségek idején, amikor az osztrák tőke finanszírozásának szüneteltetése bekövetkezett, a tőkehiány közvetlenül is érződött, elsősorban a kisebb pénzügyi intézetek esetében, így nagy szükség mutatkozott egy átmeneti likviditást nyújtó intézményre (*Teleszky 1927:358*). Ezen lényegi funkció is hozzájárult ahhoz, hogy a Pénzintézeti Központ az elkövetkező időszakban (különösen jogkörének fokozatos bővülésével) a pénzügyi felügyelés, illetve tágabb értelemben a kormányzati ellenőrzés legfontosabb eszközévé vált. A Pénzintézeti Központ nem fenntartható működésű pénzügyi intézetekkel kapcsolatos feladatait szemlélteti *Passuth Lászlónak (1981:5)*, a Pénzintézeti Központ későbbi igazgatóhelyettesének a hivatalban eltöltött éveit bemutató könyvében írt összefoglalója: „*Nagybátyám anekdotakincsében szerepelt, hogy amikor a PK alapítási aktusa után kijöttek a bankvezérek, a Kereskedelmi Bank mindenható direktora felmutatott az épület homlokzatára, s halkán skandálva mondta a – feliratnak szánt – halhatatlan két verssort: „Ha egy bank meg akar halni – abban őt nem szabad zavarni”. Az új intézmény célja s értelme kezdetben a pénzügyi intézetek haláltusájának enyhítése volt...*”

A korabeli pénzügyi felügyelés proaktív jellegét és egyúttal a felügyelés gazdaságpolitikai körülményekre való reagálóképességének kiválóságát szemlélteti, hogy míg a legtöbb országban csak az 1929–1933-as gazdasági világválságot követően jött létre a Pénzintézeti Központ-hoz hasonló típusú és jellegű intézmény (pl. Németországban 1931-ben, Svájcban 1935-ben, Franciaországban 1941-ben), addig Magyarországon nemzetközi összehasonlításban az elsők között szerepelt (*Tomka 2000:81–94*). Állami felügyelet már több országban működött ebben az időszakban Magyarországon kívül is, pl. Svédországban az 1824. évi királyi rendelettel létrehozott felügyeleti szerv és az Egyesült Államokban az 1863. évben létrehozott ún.

<sup>13</sup> 1916. évi XIV. törvénycikk a Pénzintézeti Központról, 7. § alapján.

„felügyelő hatóság” („*Comptroller of the Currency*”) rendelkezett a Pénzügyi Központ felügyeleti feladataihoz hasonló funkciókkal (Jakobb et al. 1941:28). Előbbivel kapcsolatban – a retrospektív összehasonlítás és a korabeli viszonyok megfelelő értékelése érdekében – nem szabad megfeledkeznünk arról, hogy központi bankját 1668-ban megalapították, és már a XIX. század elején kiterjedt és relatíve fejlett bankhálózattal rendelkezett (feladatai alapvetően engedélyezésre, időszaki kimutatások értékelésére terjedtek ki), utóbbi esetében pedig a sajátos államforma következtében az egyes „nemzeti bankok” működésével kapcsolatos felügyelési feladatok korán előtérbe kerültek. Közvetlen környezetünket tekintve elmondhatjuk, hogy az 1898-ban alakult román „*Solidaritatea*” szövetkezet, mely 126 pénzügyi intézetet tudott tagjai sorában, illetve a száz pénzügyi intézetek 1903-ban alakult köteléke („*Revisionsverband*”), mely szintén számos pénzügyi intézetet sorolt tagjai közé, már az 1900-as évek elejétől folytatott revíziót (Hantos 1916:89), szanalási funkcióval ezen intézmények ugyanakkor nem rendelkeztek. Ezzel kapcsolatban fel kell hívni a figyelmet egy felügyeleti-működési sajátosságra, nevezetesen arra, hogy pl. a svédországi gyakorlat szerint a hitelintézetek működési engedélyét határozott időre adta ki a svéd felügyelet, ennek leteltét követően az engedélyt az érintett hitelintézetnek meg kellett újítania. Ezen gyakorlat egyfelől nagyobb mozgásteret biztosított a felügyeleti hatóságnak, illetve a hitelintézeteket is a prudensebb magatartásra ösztönözte, hiszen esetlegesen egy engedély visszavonása lényegesen nehezebb, körülményesebb a felügyeleti hatóság számára, mint az engedély meg nem adása (hosszabbítása). Másfelől természetesen ennek kapcsán figyelembe kellett venni többek között a rendelkezésre álló erőforrásokat is (pl. munkaerő-kapacitás), az ebben az esetben előforduló intenzívebb munkaerő-igénybevétel miatt.

A Pénzügyi Központ tevékenységével kapcsolatban, mint ahogyan egyes nézetek az állami hatalom túlzott erősödésétől tartottak, megjelentek ezzel éppen ellentétes nézetek is, melyek képviselői a Pénzügyi Központ létrehozását mindössze „félénk lépésként” értékelték a hatékony állami revízió szempontjából, mely hathatós ellenőrzés kifejtéséhez semmiképpen sem elegendő. Ezen álláspont kialakulásához vezethetett a Pénzügyi Központ működésének első négy évében jellemző önkéntes csatlakozás lehetősége, a pénzügyi intézetek számossága, valamint az a körülmény, hogy a betétesek az ellenőrzések tényéről és azok eredményéről csak esetlegesen szerez(het)tek tudomást. A korabeli közvéleménynek ezen csoportja a proaktív felügyelést szigorú, az intézmények üzleti tevékenységét is közvetlenül befolyásoló intézkedésekkel kívánta gyakorolni a „klasszikus” elvekkel összhangban, javaslatuk szerint a tagintézmények abban az esetben fogadhattak volna el ügyfélbetétet, ha azok egy meghatározott összeget (Budapesten 200.000 korona, az ország többi területén 100.000 korona nagyságrendben) kizárólagosan az ügyfélbetétek biztosítására államkötvényekben tartanak. A javaslat további eleme volt, hogy az intézmény az ügyfélbetéteinek legalább 10%-át államkötvényekben tartsa. Állami kedvezményeket (pl. adó- vagy illetékkedvezmény, egyéb kedvezmények) kizárólag



azon intézmény vehetett volna igénybe a javaslat alapján, amely 50%-ban magyar állampapírokban, 50%-ban pedig a kormány által óvadékképesnek elismert értékpapírokban tartja a nála elhelyezett ügyfélbetétek azon összegének 30%-át, amellyel az ügyfélbetétek meghaladják az intézmény saját tőkéjének háromszorosát (*Korányi 1918:560–563*). A javaslat vélhetően a szigorú anyagi vonatkozások miatt nem talált széles körben támogatásra, ugyanakkor a Pénzügyi Központról szóló törvény későbbi módosítása(i) során, ha részlegesen is, de bizonyos formában megjelentek a fenti javaslatok egyes elemei, például az ellenőrzés alá vont tagintézmények körének kiszélesítése tekintetében, így a Pénzügyi Központ működésében egyre inkább a „klasszikus” paradigma jellemzői jutottak érvényre.

## 5. Összegzés

Több mint hét évtizednek kellett eltelni az első hazai bank megalapításától az első integrált felügyeleti szerv létrejöttéig, melyet hosszas szakmai viták, számos külföldi példa tanulmányozása előzött meg. Az eredmény és a siker azonban nem maradt el. Felügyeleti szerv ugyan más országokban már hazánkat megelőzően is alakult, illetőleg felügyeleti elődszervezetek nálunk is létrejöttek korábban is, a felügyeléshez kapcsolható szanalási funkció korai bevezetése azonban mindenképpen egyedülálló a bankrendszerek történetében. Teleszky János így nyilatkozott a Pénzügyi Központ megalakításakor annak újszerűségéről: *„Valóban ilyen intézmény, amely [...] összekapcsolja a bírálónak, az irányítónak szerepét a támogató, a hitelnyújtó szerepével, amely nemcsak megállapítja a bajokat, hanem mindjárt segíthet is, nincs sehol máshol...”* (*Jakabb et al. 1941:6*).

A Pénzügyi Központ 1916. június 1-i létrehozatala, működésének keretei a XX. század első felében sem jelentettek végleges állapotot, azok az évek során a későbbiekben folyamatosan alakultak, változtak, ti. *„...mint a stendhali, sóbányába vetett fagyökrre, egyre több kristályosodó feladat tapadt. Mindmáig, tudomásom szerint”* (*Passuth 1981:5*). Természetesen ebben a korban is megfogalmazhatók voltak kifogások a Pénzügyi Központ működésével kapcsolatban, melyek értékelése során nem szabad megfeledkeznünk a kor gazdasági-politikai körülményeiről, azok tükrében kell azokat figyelembe vennünk.

A felügyeleti elődszervezetek működését, tevékenységüknek hatókörét tekintve elmondhatjuk, hogy a magyar felügyelés elmozdult az „angolszász” elvektől a „klasszikus” megközelítés felé, teljesen nem azonosulva azzal, míg a Pénzügyi Központ működésében, az integrált szemléletben és a részletes „vizsgálati programban” már egészen a részletekre is kiterjedő, „klasszikushoz” közeli felügyeleti tevékenységet fedezhetünk fel. Megkülönböztetett figyelemmel érdemes olvasnunk a korabeli szakmai vitákat, álláspontokat, javaslatokat, hiszen azok jelenlegi környezetben való alkalmazhatóságának értékelése hozzájárulhat a felügyeleti tevékenység hatékonyságának növeléséhez.

## Felhasznált irodalom

- Adler Artúr (1915): *A magyar pénzüzetek és a Pénzüzeti Központ*. Magyar Szemle, Budapest: pp. 157–171.
- Ács László (1936): *A pénzüzeti koncentrációról*. Közgazdasági Szemle, Budapest. LX. évfolyam: pp. 316–333.
- Berényi Pál (1904): *Recenzió Halász Sándor: A pénzüzeti betétek biztonsága, különös tekintettel a takarékpénztárakra c. könyvével kapcsolatban*. Közgazdasági Szemle, Budapest. XXVIII. évfolyam: pp. 395–398.
- Blum Brúnó (1899): *Pénzüzetünk és a vidéki intézetek*. Közgazdasági Szemle, Budapest. XXIII. évfolyam: pp. 740–764.
- Botos János (1994): *A magyarországi pénzüzetek együttműködésének formái és keretei*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- Botos János (2002): *A magyarországi jelzálog-hitelezés másfél évszázada*. Szaktudás Kiadó Ház Rt., Budapest.
- Daniel Gábor (1903): *id. Daniel Gábor főgondnok megnyitó beszéde*. Keresztény Magvető, XXXVIII. évfolyam, 5. füzet: pp. 249–253.
- Domány Gyula (1926): *Bankpolitika, különös tekintettel a hitelpolitikára*. Közgazdasági Szemle, Budapest. L. évfolyam: pp. 432–457.
- Éber Antal (1911): *A pénzüzetek revisiójáról*. Közgazdasági Szemle, Budapest. XXXV. évfolyam: pp. 795–805.
- Éber Antal (1912a): *Közlemények és ismertetések: A pénzüzetek revisiója. Vita*. Közgazdasági Szemle, Budapest. XXXVI. évfolyam: pp. 55–65.
- Éber Antal (1912b): *Közlemények és ismertetések: Vita a pénzüzetek revisiójáról*. Közgazdasági Szemle, Budapest. XXXVI. évfolyam: pp. 209–216.
- Hantos Elemér (1915): *A világháború gazdasági és pénzügyi hatásai*. Benkő Gyula cs. és kir. udvari könyvkereskedés, Budapest.
- Hantos Elemér (1916): *A pénzüzeti reform: A Pénzüzeti Központ törvényének és alapszabályainak jegyzetes szövegével (2. bővített kiadás)*. Kiadta: Pénzüzetek Országos Egyesülése, Budapest.
- Hantos Elemér (1930): *Hitelszervezetünk változásai a háború után*. Közgazdasági Szemle, Budapest. LIV. évfolyam: pp. 675–685.



- Horváth Zoltán (1995): *ifj. Fiandorffer Ignác élete és munkássága (1816–1891)*. II. rész. Soproni Szemle, Sopron. XLIX. évfolyam, 2. szám.
- Jakabb Oszkár – Reményi-Schneller Lajos – Szabó Iván (1941): *A Pénzügyi Központ első huszonöt éve (1916–1941)*. Királyi Magyar Egyetemi Nyomda, Budapest.
- Jirkovsky Sándor (1945): *A magyarországi pénzügyintézetek története az első világháború végéig*. Athenaeum Kiadó, Budapest.
- Korányi Frigyes (1918): *A takarékbetétek biztosítása*. Közgazdasági Szemle, Budapest. XLII. évfolyam: pp. 559–566.
- Kovács György (2004): *A jelzáloglevél-kibocsátáson alapuló hitelezés problémái történeti megközelítésben*. Megjelent: Botos Katalin (szerk.): *Pénzügyek a globalizációban*. JATEP-ress, Szeged: pp. 119–147.
- Kuncz Ödön (1926): *Az ötven esztendőes kereskedelmi törvény és annak reformja*. Közgazdasági Szemle, Budapest. L. évfolyam: pp. 143–160.
- Lamotte Charles (1941): *Hungarian Commercial Bank of Pest (1841–1941). Memories of Hundred Years*. Pesti Magyar Kereskedelmi Bank, Budapest.
- Matlekovits Sándor (1896): *A kereskedelmi politikáról*. Megjelent: Bamberger Béla (et al.): *Gazdaság-politikai tanulmányok. A Magyar Közgazdasági Társaság Millenáris Emlékkönyve*. Kiadja: Singer és Wolfner Könyvkereskedése, Budapest: pp. 60–78.
- Müller János – Kovács Tamás – Kovács Levente (2014): *A Magyar Bankszövetség története*. Tarsoly Kiadó, Budapest.
- Passuth László (1981): *Tíz esztendő, tető alatt*. Szépirodalmi Könyvkiadó, Budapest.
- Poór Jakab (1900): *A biztosítási ankét*. Közgazdasági Szemle, Budapest. XXIV. évfolyam: pp. 459–462.
- Róth Pál (1890): *Néhány nyílt szó a hazai biztosítási ügyről*. Kiadja a Singer és Wolfner Bizománya, Budapest.
- Schandl Károly (szerk.) (1938): *A magyar szövetkezés negyven éve (Az Országos Központi Hitelszövetkezet munkája és eredményei)*. "Pátria" Irodalmi Vállalat és Nyomdai Rt., Budapest.
- Sugár Ignác (1899): *Pénzügyintézetek reformja*. Közgazdasági Szemle, Budapest. XXIII. évfolyam: pp. 403–425.
- Szádeczky-Kardoss Tibor (1928): *A magyarországi pénzügyintézetek fejlődése*. Kiadja a Magyar Közgazdasági Társaság, Budapest.

- Szász Zoltán (1966): *A magyar kormány tervei a nemzetiségi pénzüzetek állami ellenőrzésére (1902–1904)*. Századok, Budapest: pp. 118–137.
- Székely Ferenc (1890): *Takarékpénztáraink reformja*. Nemzetgazdasági Szemle, Budapest. XIV. évfolyam 4. füzet: pp. 309–317.
- Teleszky János (1927): *A magyar állam pénzügyei a háború alatt*. Magyar Tudományos Akadémia, Budapest.
- Tomka Béla (1999): *Érdek és érdektelenség. A bank–ipar viszony a századforduló Magyarországon, 1892–1913*. Multiplex Media – Debrecen U.P., Debrecen.
- Tomka Béla (2000): *A magyarországi pénzüzetek rövid története (1836–1947)*. Aula Kiadó Kft., Budapest.
- Ürögdi György (1948): *Bankpolitika a múltban és jelenben*. Huszadik Század, Budapest. XXXVI. évf. 1. szám: pp. 204–207.
- Vargha Gyula (1896): *A magyar hitelügy és hitelintézetek története*. Pesti Könyvnyomda-Részvény-Társaság, Budapest.
- Vittas Dimitri (1992): *Policy Issues in Financial Regulation*. Published by the World Bank, Country Economics Department, May.

## Korszakalkotó viták a komparatív kapitalizmuskutatásban

Ricz Judit

Matthias Ebenau – Ian Bruff – Christian May (2015):

*New Directions in Comparative Capitalisms Research:*

*Critical and Global Perspectives*

*International Political Economy Series, Palgrave Macmillan, Basingstoke, UK, p. 236*

ISBN: 978-1-137-44460-8

Tizenöt év telt el azóta, hogy megjelent *Hall és Soskice (2001)*, alapműve, a *Kapitalizmus változatai (KV)* és az azóta napvilágot látott, széleskörű szakirodalmat három (esetleg négy) generációba sorolhatjuk. Az első, a *KV klasszikus iskolája* kapcsolódik leginkább Hall és Soskice munkájához (lásd még *Amable 2003*) és a liberális piacgazdaságokhoz (LPG, például az USA, az Egyesült Királyság, Kanada, Ausztrália, Új-Zéland, Írország), valamint a koordinált piacgazdaságokhoz (KPG, például Németország, Japán, Svédország, Ausztria). A második generációt leggyakrabban *KV utáni* irodalomnak nevezik, és további kapitalista modellek kidolgozására irányul, elsősorban különböző régiókhoz vagy országok csoportjához kapcsolódóan. Ennél a függő piacgazdasági modell (*Nölke–Vliegenthart 2009*) emelhető ki, de a magyar kutató, *Farkas Beáta (2011)* munkája is, aki ennek keretében a közép-kelet-európai (KKE) országokat elemezte. A KV irodalom harmadik generációja a *komparatív kapitalizmus (KK)*, amely többnyire kritikusabb, globális megközelítéseket és olyan aktuális kérdéseket tárgyal, mint a nemzetközi gazdasági integráció (pl. az eurózána válsága), és megpróbálja beépíteni az elemzés keresleti oldalát. Az itt áttekintett „A komparatív kapitalizmus-kutatás új irányzatai: Kritikus és globális perspektívák” című könyv kiválóan foglalja össze, hogy a kapitalizmus különböző modelljei és változatai napjaink szerteágazó folyamatai következtében miként mennek gyors változáson keresztül, így a KV-irodalom legfrissebb ágán belül folyó korszakalkotó vitákról nyújt áttekintést.

A teljes kép kedvéért érdemes megemlíteni a KV-irodalom negyedik generációját, amely még leginkább spekulatív alapokon nyugszik. Van néhány mű, és vannak arra

---

Ricz Judit a Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont Világgazdasági Intézetének tudományos munkatársa. E-mail: ricz.judit@rtk.mta.hu.

A kapcsolódó kutatást „A kapitalizmus változatai – Az állam közvetlen gazdasági beavatkozásának változatai” című Nemzeti Kutatási, Fejlesztési és Innovációs Hivatal – NKFIH, 112069. sz. pályázatból finanszírozták.

utaló jelek, hogy a KV-elemzés mostanában (ennek a kötetnek a publikálása óta) az időbeli (és nem a nemzetközi) összehasonlítások irányába mozdul el, aminek célja nem pusztán örök érvényű modellek kialakítása bizonyos országokra vagy a világ bizonyos régióira, hanem a múltbeli szakaszok meghatározása és jellemzése<sup>1</sup>.

A könyvet Matthias Ebenau (IG Metall képzési központja), Ian Bruff (University of Manchester) és Christian May (Goethe University, Frankfurt am Main) szerkesztette, és az a 21. század KV kutatásának szinte minden meghatározó szerzőjét<sup>2</sup> összehozta a világ minden tájáról, Braziliától Írországon keresztül Ausztriáig.

A könyv egy 2011–2014 között végzett nagyobb nemzetközi kutatási projekt – Comparison, Analysis, Critique: Perspectives on the Diversity of Contemporary Capitalism(s) (Összehasonlítás, elemzés, kritika: A kortárs kapitalizmus(ok) sokféleségének perspektívái) – utolsó köteteként annak fő eredményeit foglalja össze. A könyv fő célkitűzése, hogy „dokumentáljon egy sor új és ennél fogva kevésbé ismert gondolkodásmódot a kapitalizmuson belüli sokféleségre vonatkozóan” (2. o.). Ezt pedig kiválóan oldotta meg azzal, hogy alternatív és kritikus materialista megközelítések széles skáláját mutatta be.

A könyv második fő célkitűzése az volt, hogy fokozza a párbeszédet a KV- és a KK-kutatási területekhez kapcsolódó megközelítések között, és azokon túl. E tekintetben azonban az az érzésem, hogy ez csak részben lehet sikeres, mivel a könyv továbbra is nagyon szorosan kapcsolódik az inkább baloldali megközelítésekhez, mégpedig szándékosan teszi ezt, mivel kifejezetten úgy hivatkozik Coates (2005:21) a baloldali institucionalizmusra vonatkozóan tett kijelentésére és a neomarxizmusra, mint amelyek a kapitalista sokféleségről szóló legjobb művek többségét adták. A globális válság kontextusa és annak társadalmi következményei talán igazolják ezt a megközelítést, azonban a megközelítések és értekezések kiegyensúlyozottabb kiválasztása kerekesebb és átfogóbb képet adhatott volna a KK-kutatásról (vagy legalább utat nyitott volna további kötetek számára).

---

<sup>1</sup> Andreas Nölke az Institute of World Economics (IWE), a Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont (Magyar Tudományos Akadémia) és az EU-bővítési tanulmányok központja (CENS, Közép-európai Egyetem) által 2015. november 26–27. között Budapesten megrendezett „The Role of State in Varieties of Capitalism (SVOC) Achievements and challenges for Central and Eastern Europe and the emerging markets” (Az állam szerepe a kapitalizmus változataiban, eredmények és kihívások Közép- és Kelet-Európa és a feltörekvő piacok számára) című nemzetközi konferencián tartott előadásában felhívta a figyelmet ezekre a legfrissebb fejleményekre.

<sup>2</sup> Renato Boschi (Rio de Janeiro State University); David Coates (Wake Forest University, North Carolina); Jan Drahokoupil (University of Mannheim, European Trade Union Institute, Brüsszel); Flavio Gaitán (Federal University of Latin American Integration); Bob Jessop (Lancaster University); Julia Lux (University of Tübingen); Terrence McDonough (National University of Ireland); Martin Myant (European Trade Union Institute); Andreas Nölke (Goethe University Frankfurt am Main); Nadia Pessina (Catholic University of Córdoba); Lucía Suau Arinci (University of Kassel); Lisa Tilley (University of Warwick, Université Libre de Bruxelles); Ingrid Wehr (Heinrich Boell Foundation Cono Sur); Stefanie Wöhl (University of Vienna).

A szerzők harmadik célja az volt, hogy bővítsék a kapitalizmus különböző földrajzi környezetekben és különböző gazdasági központokban tapasztalható változataira vonatkozó ismereteket, megvizsgálva a KV korábbi generációi által leginkább elhanyagolt régiókat és országokat. E tekintetben nem tagadható a könyv jelentősége, sőt, kiváló értéktöbbletet nyújt minden olyan olvasó számára, aki érdeklődik a kapitalizmus valódi variánsai iránt globális szinten.

Időkorlátos és információkkal túltelített világunkban az olvasók kiváló áttekintést kapnak a könyvről, ha elolvassák a bevezető és záró fejezeteket, amelyek szándékoltnak kiemelik a legfontosabb gondolati szálakat és a legrelevánsabb üzeneteket (amelyekben a szerzők egyetértettek, vagy éppen nem értettek egyet). Azonban a hogyan és miért mélyebb megértéséhez ennél alaposabban is ajánlott foglalkozni a kötettel.

A könyv fő szövege három részre oszlik. Az első, a *Komparatív kapitalizmus a globális politikai gazdaságban*, három fejezetben vezeti be azoknak a változásoknak a legfontosabb folyamatait, amelyek a KV vagy inkább a KK irodalmának harmadik generációjának felbukkanását eredményezték: 1. A klasszikus KV-kategóriák belső és külső bírálatai (a kapitalizmus változatai sokféleségének alulbecslése); 2. Eltávolodás a vállalati szintű elemzéstől a szélesebb körben definiált intézmények bevonása érdekében; 3. A földrajzi hatókör kiterjesztése (ideértve Közép- és Kelet-Európát, Latin-Amerikát és a nagy feltörekvő gazdaságokat is, mint pl. a BRICS-országok).

A könyv második része, a *Kritikus perspektívák és viták*, öt fejezetből áll, amelyek mindegyike alternatív elméleti kitekintés, helyenként egymással is összetűzésbe kerülve, és főként gondolati útmutatóként szolgálva az olvasónak ahhoz, hogy saját következtetéseit vonja le, vagy saját alternatív perspektíváit állítsa fel. Elég csak megemlíteni May és Nölke kritikus institucionalista megközelítését, Lux és Wöhl által a kapitalista sokféleségi kutatásban alkalmazott nemi megközelítést vagy Wehr arra irányuló próbálkozását, hogy leküzdje az új „patrimonális” kapitalizmusmodellek hiányosságait a globális délen, csak hogy kiemeljünk néhány gondolatot a megvizsgált sokrétű kérdések közül.

A harmadik, a *Globális perspektívák és viták* című részben a szerzők elemzik a kapitalizmus különböző változatainak (vagy modelljeinek) fejlődését a világ azon régióiban, amelyeket a KV-irodalom korábbi generációi jellemzően elhanyagoltak. Ezek a fejezetek kiválóan illusztrálják, hogyan lehet kiterjeszteni a kapitalizmus elemzésének hatókörét különböző térbeli és fejlődési kontextusokban. Az átmeneti gazdaságok, pl. Oroszország, Kelet-Európa és Közép-Ázsia (Drahokoupil és Myant), és Latin-Amerika (Gaitán és Boschi) példája, de Tilley elemzése is (többek között) a kelet-ázsiai tapasztalatokra vonatkozóan számos korábban alábecsült sajátosságot emel ki, például az állam szerepének alulbecslését (és nem kellő vizsgálatát) a (fél)periférián.

Végezetül a könyv szerkesztői a fejezetek néhány közös pontjának összegzésével zárják a könyvet, s felhívják a figyelmet az ellentétes nézetekre és a viták még megoldatlan fő területeire, miközben kiemelik a kutatás néhány további lehetséges irányát. Összegzésképp röviden és szelektív módon álljon itt egy lista ezekről (a KK lehetséges új irányzatainak átfogó áttekintését lásd a 225–231. oldalakon): a kapitalista dinamika összefüggő kérdései, válságok és intézményi változások; a globális kapitalizmus „nemzeti” sokféleségének és kapcsolati, határon átnyúló jellegének vizsgálata, illetve a KK-kutatás politikája (a klasszikus gondolatok újraértékelése és a modernebb megközelítés egyaránt). Számunkra, magyar olvasók számára a könyv egyik legfőbb üzenete az, hogy a komparatív kapitalizmuskutatás földrajzi fókuszát napjainkban alapvetően újra kellene gondolni, globális szintre kellene emelni, ha továbbra is az a cél, hogy ez a kutatási irány általános érvényű legyen, vagy azzá váljon.

### **Felhasznált irodalmak**

Amable, B. (2003): *The Diversity of Modern Capitalism*. Oxford University Press, Oxford.

Coates, D. (Ed., 2005): *Varieties of Capitalism, Varieties of Approaches*. Palgrave Macmillan, Basingstoke.

Farkas Beáta (2011): A közép-kelet-európai piacgazdaságok fejlődési lehetőségei az Európai Unióban. *Közgazdasági Szemle*, 88. évf. (2011. május), pp. 412–429.

Hall, P. A. – Soskice, D. (Eds., 2001): *Varieties of Capitalism. The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford University Press, Oxford.

Nölke, A. – Vliegenthart, A. (2009): *Enlarging the Varieties of Capitalism. The Emergence of Dependent Market Economies in East Central Europe*. *World Politics*, Vol. 61. 4. sz.:670-702.

## **Lehet-e értéksemleges világban boldogan élni?**

*Németh Viktória*

*Jonathan Haidt:*

*The Happiness Hypothesis: Finding Modern Truth in Ancient Wisdom*

*Basic Books, 2006, p. 320*

*ISBN: 978-0-46-502802-3*

Jonathan Haidt szociálpszichológus a New York Sern School of Business professzora. Fiatal kora óta nem kisebb kérdésre keresi a választ, mint hogy: Mi az élet értelme? és Hogyan éljünk boldogan? Ennek a témának szentelte első könyvét is, amelynek címe *The Happiness Hypothesis*. A könyvet életfilozófiája is áthatja: nem lehet értéksemleges világban boldogan élni.

A könyv új megvilágításba helyezi a pozitív pszichológia eredményeit. Az antik filozófia, teológia, a vallások évszázados bölcsességei és a tudományos eredmények között képez hidat. Kiemelten figyel arra, hogy mely régi elméleteket támasztja alá a modern pszichológia, illetve tudomány, és melyeket nem.

Haidt elmélete szerint a boldog élet részben külső tényezőkön múlik, ellentétben Buddha vagy a sztoikus filozófusok állításaival. Ugyanakkor igazat is ad a buddhista szemléletnek abban, hogy a belső harmónia megtalálása kulcsfontosságú. A külső tényezők azok, amelyek tartóssá teszik boldogságunkat.

A szerzőt nem csak az egyéni boldogság kérdése foglalkoztatja, hanem az egész nyugati társadalomra jellemző anómia és atomizáltság. Az anómiás állapotban az elfogadott normák és a társadalmi valóság közötti konfliktus áll fenn. Gyakoriak a deviáns viselkedési formák, például magas az öngyilkosságok száma. A szerző szerint a nyugati ember nem veszi észre, hogy normákról és moralitásról alkotott képe elég különös más kultúrák szemszögéből, emellett azt sem veszi észre, hogy olyan pszichológiai megközelítéseken alapul, amelyek hibásak.

Az európai morális gondolkozás Haidt szerint szép rajtot vett az ókorban, gondoljunk akár a Bibliára, Homérosz eposzaira, vagy Aiszóposz meséire, Platón *Államára* vagy Arisztotelész *Nikomakhoszi etikájára*. A görög filozófiában már megvoltak az alapok, amelyek a későbbi bukás lehetőségét hordozták magukban, megteremtve

---

*Németh Viktória a Magyar Nemzeti Bank kommunikációs szakértője. E-mail: nemethv@mnbb.hu.*

ugyanakkor a morális és tudományos kíváncsiság alapjait. Az okkereső gondolkozásmód nehezen találja a logika helyét az erényes viselkedésben és érzelmekben.

A felvilágosodás során kialakult elvek olyan társadalmakat termeltek ki, amelyek tisztelik az egyén jogait, miközben hatékonyan dolgoznak az emberek javaiért. Ez a gondolkozásmód azonban együtt járt néhány nem szándékolt következménnyel. Ha a moralitás kérdéskörét figyelmen kívül hagyjuk: gyengíti az erkölcsöt, szűkíti a látókört, másrészt morális racionalizáláshoz vezet, ami pszichés szempontból káros. A gyökértelenség és kétségbeesés érzése amorális és antiszociális viselkedéshez vezet.

A harmónia megtalálása az egyénen belülről indul, és igen nehéz feladat, mivel az emberi elme megosztott, részekre tagolódik (jobb és bal agyfélteke, ösztönös és akaratlagos, vagy a tudatos és tudattalan részek), amelyek sokszor konfliktusba kerülnek egymással. A könyvben a szerző gyakran él azzal a hasonlattal, hogy az emberi elme olyan, mint egy elefánthajcsár, aki a tudatos részt képviseli, és az elefánt, aki a tudattalant. Az elefánt utasának részleges befolyása van arra, hogy az elefánt mit tesz. A könyv több módszert mutat be, amelyek a két oldal könnyebb együttműködéséhez vezetnek.

Az ember társas viselkedése ún. „Aranyszabályon” alapul, a kölcsönösség elvén, amely sokkal jelentősebb szerepet játszik életünkben, mint gondolnánk. *(Jó tett helyébe jót várj; vagy szemet szemért elvek.)* A másik igazság, amely a kölcsönösség elvét közvetlenül befolyásolja: a képmutatás, miszerint a világot a jó és rossz torzító lencséjén keresztül vizsgáljuk, és ami eltérít minket az Aranyszabály követésétől. Vagyis *„míg mások szemében meglátjuk a szálkát, addig a sajátunkban a gerendát sem vesszük észre”.*

Az emberi boldogság megértéséhez elengedhetetlen annak vizsgálata, hogy honnan jön a boldogság. Ha azt értjük boldogság alatt, hogy megszerezzük, amit szeretnénk, és a kívánságaink szerint alakíthatjuk a világot, akkor rövid életű jókedvre számíthatunk. Ha azt feltételezzük, hogy a boldogság belülről fakad, akkor Buddha és a sztoikus filozófusok bölcsességeit érdemes megvizsgálunk. A modern kutatások is sok tekintetben visszaigazolják az ókori bölcsességeket. A hozzáállásunk megváltoztatása sokszor segít a belső feszültségek csökkentésében. Ugyanakkor a kutatások arra is rámutatnak, hogy vannak olyan célok, amelyek irányába tett erőfeszítéseink hozzájárulhatnak boldogságunkhoz, emellett egyes környezeti tényezők tartósabbá tehetik boldogságunkat.

A kutatások igazolják azt is, hogy *„ami nem öl meg, az megerősít”.* Ez az ún. „poszt-traumatikus növekedés”, ami az események olvasatával, illetve nézőpontunkkal függ össze.



Nézőpontunk pedig annak függvényében változhat, hogy mennyire foglalkozunk az erényeinkkel. Az ókori bölcsességekben sok ma is hasznosítható tanácsot találunk az erényekre és erényes életre vonatkozóan. A pozitív pszichológia például nagy segítségünkre lehet erősségeink és erényeink fejlesztésében és kibontakoztatásában.

Az élet értelmével és kiteljesedésével kapcsolatban Haidt a világvallások tanulmányozására hívja fel a figyelmet. A szerző vizsgálatainak eredményei vallásos és nem vallásos ember számára is értelmezhető keretbe helyezik a spirituális dimenzió által kiváltott érzeteket és ehhez kapcsolódó erényeket, amelyek a mindennapi életünket és életmódunkat is befolyásolják. Elmélete ezen pontján egészen egyedülálló kutatásokat mutat be, például hogy hogyan hatott a vallások kialakulására az undor érzése, vagy hogy hol van a helye az emberi érzések között az emelkedettség érzetének vagy az áhítattal vegyes félelemnek. A magasabb dimenzióhoz kapcsolódó érzelmek, gondolatok a mindennapi életre visszahatva olyan jelenségeket is magyaráznak, mint a vallási fundamentalizmus, a politikai kultúrharc és az emberi élet értelmének megélése.

## Nagyvárosok kismonográfiája – A növekedés területi alapjainak logikája

Farkas Sára

Filep Bálint:

*A nagyvárosok az európai és a magyar területi politikában*

Publikon Kiadó, Pécs, Győr, 2014, p. 202

ISSN: 2064-4698

Filep Bálint a Széchenyi István Egyetem Gazdálkodási szakjának pénzügyi szakirányától indulva a komparatív gazdaságpolitikai diszciplínákon át fokozatosan nyitott a nemzetközi kapcsolatok, majd a területpolitika irányába. Doktori disszertációjának kulcstémáját a felsőoktatási fejlesztéspolitika, valamint annak munkaerőpiaci összefüggései képeztek. Szakterületi jártasságának ezenkívül szerves részét képezi a jóléti államok témaköre, a szociális gazdaság, valamint a regionális gazdaságtan, továbbá ezek versenyképességi összefüggései. Szakmai tevékenységén túl a szerző már egyetemi tanulmányai alatt is számos köztisztviséget vállalt, véleményformálói és érdekegyeztetési szerepkörében többek között elnöki pozíciót töltött be a Széchenyi István Egyetem Hallgatói Önkormányzatában, titkárként segítette a Győri Egyetemért Közhasznú Egyesület munkáját, és a Széchenyi István Egyetem Rektori tanácsának is tagja volt. Filep Bálint az egyetem működésében és közösségében szerzett tapasztalatait 2005 óta tudományos munkatársként is kamatoztatja, jelenleg a Regionális-tudományi és Közpolitikai Tanszék docense, 2014 novembere óta pedig a Széchenyi István Egyetem kancellári tisztségét is betölti.

A nagyvárosok az európai és a magyar területi politikában című kismonográfia a Széchenyi István Egyetem 2004-ben alapított Regionális- és Gazdaságtudományi Doktori Iskolája műhelyének keretében, 2014-ben került kiadásra.

Magyarországon a *településhálózati gondolkodás*, valamint a területi folyamatok hálózati és településhierarchiai közelítésű magyarázata a hazai kutatók körében a kétezres évek közepét megelőző bő két évtizedben mellőzött nézetként volt jelen. *A városok szerepe* azonban egymással összefüggésben, mind a népességkoncentrációt, mind a gazdasági teljesítményt tekintve, *gyorsuló ütemben növekszik*. Arányait tekintve, míg 1950-ben a Föld lakosságának 30% -a élt városokban, mely 2014-re 54%-ra emelkedett, addig 2050-re várhatóan a népesség 66%-a fog városi

---

Farkas Sára a Magyar Nemzeti Bank elemzője. E-mail: farkass@mnk.hu.

területen lakni (ENSZ 2015<sup>1</sup>). Az OECD-országok várostérségeiben továbbá az egy főre jutó GDP átlagosan 64%-kal magasabb, mint a vidéki területeken (ENSZ 2013<sup>2</sup>). *E koncentrációs, valamint sűrűsödési és átrendeződési folyamatok*, jóllehet kisebb léptékben, Magyarországon is jelen vannak, melynek kezeléséhez mind a fejlesztéspolitikában, mind annak forráskoordinációjában és végrehajtásában elkerülhetetlenül elmozdulásokra, magasabb szintű összehangoltságra van szükség. Filep Bálint e kismonográfiában a fenti folyamatokra aktívan reagál, a településhálózat csomópontjaiként funkcionáló nagyvárosok szintjével foglalkozik, s bemutatva a hazai városodási folyamatok hátterét, egyben szintetizálja a legnevesebb magyarországi regionalisták munkásságát, ezenkívül kitér a várospolitikát meghatározó legjelentősebb hazai és nemzetközi szakpolitikai irányokra is.

*A mű folyamatorientált gondolatmenete és szerkesztése áttekinthető fejlődési utakat vázol* azon hazai nagy- és középvárosok pályájáról és a fejlesztéspolitika által szándékolt városfejlesztési irányokról, melyek ma is jelentős hatást gyakorolnak a területi folyamatok alakulására. Ennek keretében világít rá olyan összefüggésekre, mint például *a kommunikációs és közlekedési szektor szocialista gazdaságban történt alulértékelése hogyan eredményezte* az időszak termelő kapacitásainak és „kiemelt felsőfokú központjai” kialakításának területi és tematikai diszharmoniját, mely messzemenően meghatározta a *hazai ipar fejlődésének, valamint a területi folyamatok alakulásának máig tartó egyensúlytalanságait*.

A hazai városok evolúcióját *mintázva* a szerző külön fejezetet rendel Győr és Nyíregyháza fejlődésének. E szakaszokban az író tényadatokkal, valamint komplex, többváltozós versenyképességi mutatókkal támasztja alá, hogy az ország kelet–nyugati megosztottsága ellenére a megfelelő, 100 ezer főt meghaladó méret, az oktatás és a tudás társadalmi elismertsége, annak kulturális és vallási hagyományokon alapuló jellege, valamint a feldolgozóipari fejlesztések összességének területi koncentrációja akár a központi fejlesztéspolitika által diszpreferált státusz esetén is vezető pozíciót biztosíthat a hazai városok között. A két város fejlődési mintázata között azonban jelentős eltérésekre is figyelmeztet: a hosszú távú növekedési perspektíva fenntartásának a városok tágabban értelmezett, vidéki és partnervárosi térséggel folytatott együttműködése is kulcspontját képezi. E tekintetben Nyíregyháza még jelentős kihívásokkal szembesül, különös tekintettel a város és térsége közötti markáns fejlettségi különbségekre, valamint a Nyíregyháza – Debrecen – Nagyvárad városhármás ütőképes működésének kialakítására.

A városok külpolitikája mentén a szerző *a jövő felé* tekintve a hazai településhálózat további fejlődési irányait is jelzi, kitérve például a *határon átnyúló várostérségek*

<sup>1</sup> ENSZ – DESA (2015): *World Urbanization Prospects -the 2014 Revision, Final Report*

<sup>2</sup> ENSZ – HABITAT (2013): *State of World's Cities 2012/2013*

növekedésében lévő fejlődési lehetőségekre, *valamint a városhálózati szerkezetnek az innovációk terjedésére és kapcsolatrendszerére gyakorolt hatására.*

A kötet a *városhálózatban* lejátszódó horizontális és vertikális (hierarchikus) szinten értelmezett folyamatok feltárásához szükséges *módszertani lehetőségeket, eszközöket és tipizálási metódusokat* is összefoglal. Ennek keretében, mint legnépszerűbb eljárás, a szerző a többváltozós elemzések alapjául szolgáló faktor- és klaszteranalízist állítja előtérbe, emellett a különböző kutatók és nemzetközi szervezetek által kialakított komplex versenyképességi rangsorokat, azok módszereit, dimenzióit is ismerteti, példaként kiemelve az A.T. Kearney által jegyzett Global Competitiveness Index-et (2008).

Filep Bálint nagyvárosokról írott kismonográfiája egyaránt *támogatja városaink időben és a nemzetközi térben értelmezett, tényekre alapozott fejlődését (evidence based policy), a területi és helyi kormányzati testületek magas szintű döntés-előkészítési munkáját, továbbá azonosítja a városok cselekvőképességének, projekt-megvalósítási képességének kulcspontjait, utóbbi keretében kiemelve e térségek intézményi kapacitásait és társadalmi tőkéjét. Tudásanyaga továbbá hozzájárul a 2014-2020-as fejlesztési ciklus hatékony forrásfelhasználásához, különös tekintettel a megyei jogú városok területileg integrált fejlesztési stratégiájának megvalósítására és az innovációs források területi szempontokra is érzékeny, észszerű felhasználására.*

Amellett hogy a könyv oktatási anyagként az *egyetemi hallgatók számára* mind szakpolitikai, mind tudományos tekintetben átfogó áttekintést nyújt a hazai nagy- és középvárosi folyamatokról, a 2014–2020-as uniós ciklus elején *a fejlesztéspolitika végrehajtási intézményrendszerében tisztséget viselők számára is fontos* szakterületi ismereteket biztosít. Ezen értékes ismeretek adaptálása egyben garanciát teremthet mind az Európa 2020 Stratégia, mind a 2014 januárjában megjelenő Országos Fejlesztési és Területfejlesztési Konceptió, valamint az Európai Bizottsággal aláírt Partnerségi Megállapodásban foglaltak sikeres megvalósításához.

## **Bikát szarvánál – Örökzöld dilemmák a bankrendszerrel és a gyepplő szorosságáról**

*Gyura Gábor*

*Sheila Bair:*

*Bull by the Horns – Fighting to Save Main Street from Wall Street and Wall Street from Itself*

*New York: Free Press, 2012, p. 415*

*ISBN-10: 1451672489*

Több száz könyv született már a 2007-ben kezdődött pénzügyi válság történetéről. A tanulságokat már szinte minden érintett leszűrte, befolyásos közgazdászoktól kezdve politikusokon, fogyasztóvédelmi aktivistákon át híres vagy éppen hírhedtté vált bankvezetőkig. Külön alkategóriát képeznek a válságkezelés legfőbb szereplőinek önéletrajzi elemeket is gazdagon hordozó művei, melyek az olvasónak a kulisszák mögé tekintés bennfentességének érzését nyújtják. Megírta már saját válság-memoárját Tim Geithner, a New York Fed korábbi elnöke, majd az USA 2009 és 2013 közötti pénzügyminisztere (*Geithner 2013*), Ben Bernanke, a Fed 2006 és 2014 közötti első embere (*Bernanke 2015*), és nem maradhatott el Henry Paulson, az USA 2006 és 2009 közötti pénzügyminiszterének visszaemlékezése sem (*Paulson 2010*).

Előbbi három vezető fontos szereplője a hazánkban sokkal kevésbé ismert, de az egyesült államokbeli válságkezelésben mégis emblematikussá vált Sheila Bair *Bull by the Horns* („Bikát szarvánál”) című, Magyarországon eddig meg nem jelent, szintén emlékirat jellegű könyvének is. Bair az USA bankfelügyeleti és szanalási hatóságának első embere volt 2006 és 2011 között, azaz éppen a legturbulensebb időszakban. Fő felelőssége volt a százas nagyságrendű bankcsődök kezelésében, ott ült a tárgyalóasztalnál, amikor a Bazel III-ként ismert globális szabályozói választ kidolgozták, valamint az USA pénzügyi felügyeletének újragondolásában is tevékenyen részt vett. Mindezekről részletesen, olvasmányosan, de szakmailag mégis tárgyilagosan be is számol könyvében.

Ugyanakkor joggal merül fel a kérdés: miért ajánlható még 2016-ban is egy 2013-ban megjelent mű, ha oly sok más értekezés is foglalkozott ezekkel a témákkal?

---

*Gyura Gábor a Magyar Nemzeti Bank Felügyeleti módszertani főosztályának munkatársa.  
E-mail: gyura.gabor@gmail.com.*

Jelen könyvismertetés a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

A *Bull by the Horns* értékét leginkább az adja, hogy az általa feszegetett kérdések, dilemmák és javaslatok ma is aktuálisak. A legfőbb, az egész könyvet átívelő gondolati dilemma, hogy mennyire szorosan kell a gyeplőt tartania pénzügyi intézményeken. Bair e tekintetben kérlelhetetlenül rigorózus. Szerinte a banki működésbe kódolva van az erkölcsi kockázat: a hitelintézetek hajlamosak arra, hogy túlzott, a társadalmilag optimálisnál nagyobb kockázatokat vállaljanak. Egyrészt, mivel a betéteket biztosítják a betétbiztosítási alapok, még a kockázatos, rosszul működő bankok is könnyen gyűjtenek olcsón forrásokat. Másrészt az intézmények arra is számíthatnak, hogy az állam úgymint megmenti őket, nem engedi, hogy fizetéseképtelenné váljanak, így pedig tulajdonosaiknak és professzionális hitelezőiknek sem kell tartaniuk attól, hogy a bankokba fektetett tőkéjüket vagy hitel jellegű befektetésüket elveszítsék. E két tényező felelőtlen működésre ösztönözhet, és Bair szerint ez fontos tényező volt a válság kialakulásában és eszkalálódásában, mely a sok százmilliárd dolláros összegű, költségvetésből finanszírozott bank- és brókercégmentésekben csúcsozott ki. (Ezek történetét, a belső vitákat a könyv testközelről meséli el – e részek talán a mű legértékesebb részei.) Ráadásul az állam mint szabályozó szerepe is ambivalens az előbbieket tekintetben, hiszen amíg a bankok pörgetik a gazdaságot, maga is érdekelt a növekedésben, ahogy ezt Bair a bankrendszer aranykoráról szóló fejezetében be is mutatja.

Így a fő dilemma és kihívás a szabályozók számára még ma, három évvel a könyv megjelenését követően is ugyanez. Időközben sok minden megvalósult, amit Bair könyve maga is javasolt. Emelkedtek a nemzetközi tőkekövetelmény-sztenderdek. A világ számos országa (köztük Magyarország) bevezette a szerző által szintén szorgalmazott szanalási keretrendszert. Megerősödött a pénzügyi felügyelet: egyrészt a makroprudenciális jogkörök kiépítésével, másrészt pedig a széttagozott – és ezért a piaci szereplőkkel szemben gyenge és olykor következtelen – hatósági struktúra integrációjával. (Ez utóbbi az USA-ban csak részben, de az eurózónában az EKB felügyeleti funkcióval való felruházásával nagymértékben megvalósult.)

Ugyanakkor a G20-ak számos tagja ma is küzd a gazdasági növekedés beindításával és azon belül dolgozik a hitelezés felpörgetésén. Folyik a gondolkodás arról, nem esett-e a pénzügyi szabályozás a ló túlsó oldalára, s hogy mekkora mozgásteret engedjünk maguknak a bankoknak a tőkekövetelmények meghatározásában, sőt cél lett a pár éve a válság egyik fő okozójaként azonosított értékpapírosítás újraindítása is. Szabályozások születtek a pénzügyi felügyelet és szabályozás által nem, vagy csak alig lefedett ún. „árnyékbankrendszeri” szereplőkre is (amelyek szintén hozzájárultak a krízis kialakulásához), de közben a különböző – a felügyeleti radaron szintén kívül álló – fintech-cégek, crowdfunding-platformok vagy éppen a virtuális fizetőeszközök fogalma rohamosan növekszik.

Bair könyvében a nagy pénzügyi intézmények költségvetésből finanszírozott megmentésekor (ECB under fire as Portugal, AIG, Citigroup stb.) rendre a veszteségek tulajdonosokra és intézményi nagyhitelezőkre való hárítását szorgalmazta. Az azóta eltelt időben már erre is láthattunk precedenst, azaz a hatósági megközelítése téren is szigorodott a szerző javaslatával összhangban. Ugyanakkor például a portugál Novo Banco 2016 eleji esetét – amikor a veszteségeket az adófizetők helyett a kötvényesekre hárították – a professzionális befektetők heves tiltakozása követte (*Financial Times* 2016). A gyepelőről szóló vitáknak tehát még koránt sincs végük.

## Felhasznált irodalom

Paulson, H. (2010): *On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*. Hachette Book Group.

Geithner, T. (2013): *Stress Test: Reflections on Financial Crises*. Random House.

Bernanke, B. (2015): *The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath*. W. W. Norton & Company.

Financial Times (2016): *ECB under fire as Portugal hits Novo Banco bondholders*. 2016. január 7. <http://on.ft.com/1JwWN4Q>. Letöltés dátuma: 2016. január 19.

## Új társadalmi szerződésre van szüksége Európának – Beszámoló a 2016. évi Lamfalussy Lecture Conference tanulságairól

Ábel István

A Magyar Nemzeti Bank által alapított Lámfalussy- és Popovics-díjak átadására idén 2016. február 1-jén került sor gálaelőadás keretében Budapesten, a Nemzeti Színházban<sup>1</sup>. A Lámfalussy-díj olyan, nemzetközileg is kiemelkedő szakmai teljesítményeket ismer el, amelyek befolyással vannak a nemzetközi monetáris politikára. Az MNB első elnökéről<sup>2</sup> elnevezett Popovics-díjjal a közgazdaság és a pénzügyek területén végzett kiemelkedő szakmai munkát jutalmazza a jegybank.

A Lámfalussy-díjat idén nem egy személy, hanem egy méltán elismert intézmény, a bázeli székhelyű *Bank for International Settlements (BIS)* kapta. A BIS fennállása óta számos területen úttörő szerepet játszott a monetáris politikáról és pénzügyi stabilitásról való gondolkodás megújításában, amellyel a modern gazdaságok működésének új felfogását teremtette meg. Lámfalussy Sándor (1929–2015) a BIS működésében 18 éven keresztül jelentős szerepet játszott, ezért az idei díj és a rendezvényt követő konferencia a BIS munkatársai tevékenységének elismerése mellett egyfajta emlékéllítés az euró „atyjának” is.

A Popovics-díjat *Balog Ádám*, az MKB Bank elnök-vezérigazgatója, a jegybank korábbi alelnöke vehette át, akinek jelentős szerepe volt a sikeres monetáris politikai fordulat végrehajtásában, és a magyar gazdaság egyik motorját adó Növekedési Hitelprogram kidolgozásában. A díj átadásakor *Matolcsy György MNB-elnök* kiemelte, hogy a Balog Ádám vezetésével megújult MKB Bank immáron versenyképes, jövedelmező bankként folytatja tevékenységét a hazai pénzügyi piacon.

A díjátadó gálaestet február 2-án a Lámfalussy Lectures konferencia követte. A konferencia több mint 400 résztvevője között jelen volt Lámfalussy Sándor özvegye és családjának néhány tagja, a kormány és a hazai bankvilág vezető képviselői, valamint a pénzügy- és közgazdaság-tudományok és a szakma számos kiemelkedő képviselője.

---

Ábel István egyetemi tanár a Budapesti Gazdasági Egyetemen és az MNB tanácsadója. E-mail: [abeli@mnbb.hu](mailto:abeli@mnbb.hu).

<sup>1</sup> Az eseményről kiadott sajtóközlemény elérhető a következő helyen: <http://mnbintranet/hirfolyam/2016/kommunikacios-es-penzugyi-ismeretterjesztesi-igazgatosag/lamfalussy-konferencia-es-gala-2016>, valamint: <http://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlemenyek/2016-evi-sajtokozlemenyek/atadasra-kerult-a-lamfalussy-es-a-popovics-dij>

<sup>2</sup> Popovics Sándor (1862–1935) a Wekerle-kormányban pénzügyminiszter volt 1918-ban. A Magyar Nemzeti Banknak 1924-es megalakulásától 1935-ig volt az elnöke. Akadémikus, 1933–1934-ben a Magyar Tudományos Akadémia másodelnöke.



Előadást tartott Luiz Awazu Pereira da Silva, a BIS vezérigazgató-helyettese, Ewald Nowotny osztrák jegybankelnök, Jan Smets, a Belga Nemzeti Bank elnöke, Benoît Coeuré, az Európai Központi Bank Igazgatóságának tagja, Edmond Alphandéry volt francia gazdasági miniszter, Klaus Regling, az European Stability Mechanism ügyvezető igazgatója.

Az idén harmadik alkalommal megrendezett, Lámfalussy Sándor nevével fémjelzett konferencia fókuszában az euróövezet megújítása állt. A megújulás feltétele, hogy a válság tanulságait levonjuk. A konferencia előadói maguk is mind sokat tettek annak érdekében, hogy a pénzügyi stabilitáson és strukturális reformokon alapuló, fenntartható felzárkózást lehetővé tevő megoldások születhessenek az Unióban.

*Matolcsy György* jegybankelnök a konferencia vendégeihez intézett köszöntőjében kiemelte Lámfalussy Sándor munkásságának máig ható időszerszerűségét. A globális gazdaság növekedési motorja akadozik. A világgazdaság pillérét adó országok mindegyikében a gyengeség újabb jelei mutatkoznak meg napjainkban. Az Egyesült Államok, az Európai Unió, Kína és Japán a korábbról örökölt problémák mellett újabb nehézségekkel szembesültek. A lassulás körülményei között kritikusan fontos a pénzügyi stabilitás megőrzése. Enélkül a gazdasági kilábalás kerülne veszélybe, munkahelyek nélkül pedig a politikai stabilitás látná ennek kárát. Strukturális reformok szükségesek a gazdasági, a pénzügyi és a társadalmi biztonság és stabilitás egymással összefonódó, hármas pillérének megerősítéséhez. „Megtanulhattuk Lámfalussy Sándortól, hogy a gazdasági instabilitás könnyen válsághoz vezethet. Fenntartható gazdasági növekedés a pénzügyi stabilitással és a strukturális reformokkal együtt érhető el”<sup>3</sup>- hangsúlyozta a Magyar Nemzeti Bank elnöke.

*Luiz Awazu Pereira da Silva*, a Nemzetközi Fizetések Bankja (BIS) vezérigazgató-helyettese (korábban a brazil jegybank alelnöke) előadásában, e gondolatot folytatva, szintén a globális kihívásokról beszélt.<sup>4</sup> Kiemelte, hogy a gyengélkedő világgazdaság stabilitásának megerősítése érdekében a legfontosabb feladat az, hogy a döntéshozók a megoldásra koncentrálnak nyugtassák meg a piacokat. Hangsúlyozta, hogy az elsőként Lámfalussy professzor által javasolt intézkedések megfelelőek arra, hogy stabilitást teremtsenek. Luiz Awazu Pereira da Silva szerint az utóbbi évtizedekben sokat lépett előre a világ a stabilizációban. Kiemelte, hogy a gazdaságban végbe menő strukturális reformokat úgy kell végrehajtani, hogy az emberek azokat egy új társadalmi szerződésként fogadják el. „Ma már tudjuk, mi okozza a sérülékenységet bizonyos helyzetekben, ilyen lehet a túlzott hitelezés vagy a nem elég átfogó ellenőrzés. Azt is tudjuk, hogy a hitelből történő növekedés nehezíti a jegybankok hely-

<sup>3</sup> [http://magyarhirlap.hu/cikk/46638/Nincs\\_gazdasagi\\_bovules\\_penzugyi\\_stabilitas\\_hijan#sthash.RVdr8Lq2.dpuf](http://magyarhirlap.hu/cikk/46638/Nincs_gazdasagi_bovules_penzugyi_stabilitas_hijan#sthash.RVdr8Lq2.dpuf)

<sup>4</sup> Előadásának címe: Old and new challenges for 2016 and beyond.

zetét, főleg egy nyitott gazdaság esetében. Összességében a modellek segítségével ma már sokkal jobban tudjuk, hogyan lehet megelőzni egy válságot” – emelte ki<sup>5</sup>.

*Ewald Nowotny*, az Osztrák Nemzeti Bank elnöke és a Lámfalussy-díj 2014. évi kitüntetettje előadásában („From Euro to Banking Union – What can we learn from Mr. Lamfalussy?”) kiemelte, hogy Lámfalussy munkáságában kiemelkedő szerepet játszott a makroprudenciális felügyelet koncepciójának elfogadtatása és megvalósítása. Lámfalussy világosan látta, hogy az integrált piacokat csak integrált felügyeleti rendszerek képesek megfelelően szabályozni. Nowotny elnök jó példaként említette Magyarországot, ahol az egységes felügyelet a jegybankkal szoros együttműködésben lehetővé tette, hogy a válság éveit az ország relatíve kisebb megrázkódtatással vészelje át, ami lehetővé tette, hogy később az EKB lazító politikájának jótékony hatásaiból is hamar részesüljön. Az EKB monetáris politikája is hozzájárult a magyar gazdaság relatíve magas növekedési teljesítményéhez. A stabil bankszabályozási közeg fontos feltétele annak, hogy a közösség monetáris politikai irányultságából adódó gazdaságélénkítés hatásos lehessen. Nowotny elnök hangsúlyozta, hogy a jövőben a bankunióhoz való csatlakozás ahhoz hasonlóan fontos előrelépés lehetne, mint az egységes makroprudenciális felügyeleti rendszer kialakulása volt a közelmúltban. A bankrendszer stabilitásának megerősödése fontos feltétele a gazdaságfinanszírozás stabil alapokra helyezésének.

*Benoît Cœuré*, az Európai Központi Bank igazgatóságának tagja, a Lámfalussy-díj 2015. évi kitüntetettje az unió belüli jegybanki függetlenség és kölcsönös függőség kérdéseit tárgyalta „Time for a new Lamfalussy moment” címen tartott előadásában<sup>6</sup>. Kiemelte, hogy független jegybankok hatékony együttműködéséhez az unióban erős intézményi keretekre van szükség. E keretnek két pillére van. Az egyik pillér a költségvetési politikát kordában tartó Stabilitási és Növekedési Egyezmény (SGP). Az Európai Központi Bank és a tagországok független jegybankjainak a monetáris politika terén megfigyelhető együttműködését az *un.* monetáris dominancia foglalja keretbe. E keret az együttműködést teszi lehetővé, ami fontos feltétele annak, hogy az EKB monetáris politikai lépései elérjék a céljukat. A monetáris politika hatékonysága azonban nagymértékben függ attól is, hogy a költségvetési és a strukturális politika terén szükséges intézkedésekre mikor és hogyan kerül sor. A válság nyomán a bankok szabályozását szigorítani kellett, de e lépések következményei súlyosan korlátozták volna a hitelezést, ha az EKB nem ellensúlyozta volna ezt a hatást a likviditási kínálat határozott bővítésével. A banki kockázatok növekedése rontotta volna az államadósság fenntarthatóságát. Ezt a hatást kívánták mérsékelni a jegybankok szabályozási kezdeményezései és a bankunió létrehozása azáltal, hogy az esetleg

---

<sup>5</sup> [http://magyarhirlap.hu/cikk/46638/Nincs\\_gazdasagi\\_bovules\\_penzugyi\\_stabilitas\\_hijan#sthash.RVdr8Lq2.dpuf](http://magyarhirlap.hu/cikk/46638/Nincs_gazdasagi_bovules_penzugyi_stabilitas_hijan#sthash.RVdr8Lq2.dpuf)

<sup>6</sup> Az előadás elérhető a következő linken: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160201.en.html>

bajba kerülő bankok szanalási folyamatára az unió szintjén egységes kereteket alakítottak ki. Az EKB pontosan szabályozta a magánszektor részvételét a bankválság rendezésében (bail-in), meghatározta a vonatkozó elvárásokat és a jegybanki eszközök alkalmazásának körét. E lépésekkel mérsékelte az államadósságra nehezedő kockázatokat. A monetáris politika és a fiskális politika kölcsönhatásai mellett a strukturális politika mindkettő terheit csökkentheti, mert a jobban működő termék- és munkaerőpiacok a válságkockázatokat is mérséklik. Az egységes bankszabályozás azonban felveti a kérdést, hogy az értékpapírpiacokon is további lépésekre lenne szükség. Az értékpapírpiacok egységes szabályozására vonatkozó döntő lépést 15 évvel ezelőtt éppen a Lámfalussy Sándor által vezetett bizottság jelentése (Final Report on the Regulation of European Securities Markets to the Commission<sup>7</sup>) alapozta meg. Ma sok szempontból hasonló kihívással szembesül Európa, amin csak egy újabb áttörés, egy újabb „Lámfalussy-pillanat” eljövetele segíthetne. Mára már túl vagyunk a válság legégetőbb problémáinak a pillanatnyi megoldásán, ma Európának a globális kihívásokra kell összpontosítania a figyelmét. Az olyan globális kihívások, mint a menekültáradat vagy a klímaváltozás kezelése határozott lépéseket igényel, és nem szabad, hogy a szükséges változtatásokat elodázzuk. Lámfalussy Sándor közreműködésével a múltban számos hasonló megtorpanáson tudott úrrá lenni az Európai Unió, és gyakran éppen a válságban hozott intézkedésekkel vett új lendületet az integráció. Ma is hasonló bátor politikai megoldásokra van szükség, miközben a technikai kérdéseket szakértői körökben a meglévő intézmények meg tudják oldani, de ez önmagában kevés az előrelépéshez. Ma is időszerű Lámfalussy Sándor 2000-ben elhangzott megállapítása: „vagy céltalanul bóklászunk tovább a lassú szekérral a leállósávban, miközben a világ elmegy mellettünk, vagy váltunk és megragadjuk a lehetőségeket.”<sup>8</sup>

Benoît Cœuré szerint ma hasonló válaszút előtt áll Európa. Új politikai stratégia kell az integráció elmélyítéséhez. A gazdasági problémák együttes kezelése érdekében az együttműködés kereteiben is változásra van szükség. A gazdasági integrációt a politikai együttműködés szorosabbra fűzését lehetővé tevő politikai döntésekkel lehet ma előbbre vinni.

Jan Smets belga jegybankelnök szerint Lámfalussy Sándor ismeretlen vizeken navigálva vitte révbe az eurót, és ezzel lerakta egy valódi gazdasági és pénzügyi unió alapjait. Smets elnök azt javasolja, hogy a növekedés érdekében érdemes lenne a nemzetek szintjén növelni a versenyképességet, és ehhez akár nemzeti verseny-

<sup>7</sup> Lamfalussy, A. et al. (2001): *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, Commission of the European Communities

<sup>8</sup> Lámfalussy szerint az unió válaszút elé került: “either to dawdle aimlessly along in our slowcoach, in the slowlane – with the world passing us by, or to change and capture the benefits”.  
Forrás: *Summary of remarks made by Alexandre Lamfalussy, Chairman of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, to the Press concerning the Committee’s initial report published on 9 November 2000*, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/lamfalussy-summary\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/lamfalussy-summary_en.pdf)

képességi tanácsokat is célszerű lehet felállítani, melyek koordinálják például a szak-szervezetek és más gazdasági részvevők érdekösszeütközéseit. Belgiumban jól működik a költségvetési tanács, amelynek az a célja, hogy a költségvetést egyensúlyban tartsa, hogy a központi költelekezést kordában tartsa. A kormány mellett az önálló (autonóm) régiók, önkormányzatok is kompromisszumra törekedve vesznek részt ebben a munkában. „Európa országai, egymásra vagyunk utalva!” - zárta mondanóját a belga jegybank vezetője.<sup>9</sup>

*Edmond Alphandéry*, Franciaország volt gazdasági minisztere, jelenleg a *Euro50 Group* elnöke, előadásában<sup>10</sup> a görög válság tanulságaival foglalkozott. Hangsúlyozta, hogy az eurózóna országai közötti súlyos egyenlőtlenségek miatt válhatott a görög válság egyben az eurózóna válságává. A monetáris unió létrehozása utáni első években nagy reményeket tápláltak a szegényebb országok gyors felzárkózásához, és e bizalom a befektetőket is vonzotta ezekbe a régiókba. A tőke gyors beáramlása a válság kirobbanásakor gyors tőkekiáramlásba csapott át, súlyos problémákat okozva az érintett országok adósságfinanszírozásában. A pénzügyi nehézségek hamar társadalmi és politikai nehézségeket generáltak, amelyek csak tovább súlyosbították a befektetői bizalom megingása miatt keletkezett problémákat. A válság további eszkalálódását csak úgy lehet megállítani, ha együttes erővel a gazdaság sokkellenálló képességét megerősítik. Ez feladatot ró az unió országaira és Görögországra egyaránt. Sikert csak az integráció elmélyítésével lehet elérni. Alphandéry emlékeztetett arra, hogy már korábban is, amikor kihívásokkal szembesült az Unió, áttörést csak az integráció politikai elmélyítésével lehet elérni. Jean Monnet szavaira emlékeztetett: „Az Európai Unió a válságok olvasztókemencéjében formálódik, és a kihívásokra adott megoldások összességéből alakul majd ki.”<sup>11</sup> Emlékeztetett arra, hogy Jean Monnet-nak annak idején sikerült elérnie mind Franciaországban mind pedig Németországban, hogy a politikai integráció rengeteg ellenzője ellenére az Európai Unió létrejöttéhez szükséges lépéseket mégis megtegyék.

*Klaus Regling*, az Európai Stabilitási Mechanizmus (ESM) vezetője az eurózóna válságának tanulságait levonva azzal kezdte előadását, hogy bár Magyarország nem tagja az eurózónának, de egy nagy hozzájárulást máris tett ehhez Lámfalussy Sándor személyében. Riegling az euró életképessége jelének tulajdonította, hogy Európa képes volt kijönni az 1929–1933-as válság óta kétségtelenül legsúlyosabb megrázkódtatásból, és az euró túlélte a krízist. Ekkora teljesítményre valószínűleg kevés

---

<sup>9</sup> [http://magyarhirlap.hu/cikk/46638/Nincs\\_gazdasagi\\_bovules\\_penzugyi\\_stabilitas\\_hijan#sthash.RVdr8Lq2.dpuf](http://magyarhirlap.hu/cikk/46638/Nincs_gazdasagi_bovules_penzugyi_stabilitas_hijan#sthash.RVdr8Lq2.dpuf)

<sup>10</sup> *Előadásának címe: What lessons from Greece can be drawn for the EMU?*

<sup>11</sup> *“Europe will be forged in crises, and will be the sum of the solutions adopted for those crises.” Jean Monnet*

más közös pénz lett volna képes szerinte. Regling kiemelte, hogy összességében jórészt sikeres volt a válság következményeinek kezelése.<sup>12</sup>

A konferencia délutánján rendezett panelbeszélgetést Szapáry György nagykövet, az MNB elnöki főtanácsadója vezette, és ezen részt vett Palotai Dániel, a Magyar Nemzeti Bank ügyvezető igazgatója, vezető közgazdásza, Daniel Gros, a Centre for European Policy Studies igazgatója és Niels Thygesen, a University of Copenhagen professzora.

*Palotai Dániel*, az MNB ügyvezető igazgatója kiemelte, hogy a mostani válság abban is különbözött a korábbiaktól, hogy Európa kis, nyitott gazdaságai nem tudták „exportálni magukat a válságból”, mivel az exportpiacok növekedése globálisan leállt. Emlékeztetett arra, hogy a magyar jegybank ezt időben felismerte, és a növekedés élénkítése érdekében meghirdette a Növekedési Hitel Programot. A magyar gazdaság fejlődésének útjában álló másik nagy probléma az államadósság magas szintje, melynek kezelése érdekében a kormány innovatív, nem konvencionális megoldásokat alkalmazott. Az adósság stabilizálása és csökkentése érdekében tett legfontosabb lépés a költségvetési egyenleg javítása volt.

Magyarországon egy elvesztegetett évtizedet követően először 2012-ben (illetve a nyugdíjreformot is figyelembe véve már 2011-ben) zárt elsődleges többlettel a költségvetés. 2015 végére már az adósság szerkezetében is kedvező változást értünk el, a devizaadósság aránya az összes adósságban 50 százalék körüli értékről 30 százalék közelébe csökkent. Korábban a gazdasági teljesítményre és a foglalkoztatásra negatív hatással volt az élőmunka magas adóterhe. E probléma orvoslására a kormány adócsökkentést vezetett be, hogy az élőmunkán az úgynevezett adóék csökkenjen. Kiemelte, hogy a monetáris politika fokozatos lépésekben a kamatokat olyan alacsony szintre csökkentette, amire pár éve még gondolni sem lehetett volna. Jelezte, hogy a Monetáris Tanács megítélése szerint a kamatokat 2017 végéig tartani tudják a jelenlegi alacsony szinten. Hangsúlyozta, hogy a magyar gazdaság növekedési teljesítménye huzamosan meghaladta az európai átlagos növekedést, és javult a megítélésünk a befektetők szemében is, bár ez a javulás még eddig nem tükröződött a nemzetközi hitelminősítő intézetek értékelésében.

*Niels Thygesen*, a kopenhágai egyetem professzora szerint az európai unió létrejötte és az euró zökkenőmentes bevezetése a nagyon szerencsés időzítésnek köszönhető, hiszen abban az időben a munkáltatók, a politikusok és a szakszervezetek, egyaránt az integráció és a nagyobb piac előnyeit látva, támogatták azt. Ez segítette átlendülni a folyamatot övező nagy politikai bizonytalanságon.

---

<sup>12</sup> [http://magyarhirlap.hu/cikk/46638/Nincs\\_gazdasagi\\_bovules\\_penzugyi\\_stabilitas\\_hijan#sthash.RVdr8Lq2.dpuf](http://magyarhirlap.hu/cikk/46638/Nincs_gazdasagi_bovules_penzugyi_stabilitas_hijan#sthash.RVdr8Lq2.dpuf)

*Daniel Gros*, az Európai Gazdaságpolitikai Tanulmányok Központjának (CEPS) vezetője emlékeztetett arra, hogy a vállalati finanszírozás Európában a bankokra épül, szemben az Egyesült Államok esetével, ahol a vállalatfinanszírozást a tőkepiacok dominálják. Ebből adódóan az európai bankrendszerek stabilitása kritikus mértékben kihat a gazdasági növekedés feltételeire. A kamatok tartósan alacsony szinten tartása a másik fontos tényező a növekedés feltételei között. Érdekes kettőségre hívta fel a figyelmet az Európai Központi Bank (EKB) mennyiségi lazítási politikájával kapcsolatban. Nevezetesen arra, hogy a nemzetállamok elkülönülése itt ismét viszaköszön, hiszen az eszközvásárlásokat a nemzetállamok bonyolítják, és saját országaik állampapírjait vásárolják az EKB által meghatározott mennyiségi limitek keretei között. Megjegyezte, hogy az egyes országokban eltér az eszközvásárlások során a jegybankokhoz kerülő állampapírok átlagos hátralévő futamideje. A piacok által kockázatosabbnak tekintett országokban általában a jegybanki portfólió hátralévő futamidejének hosszabbodása jellemző. Ezekben az országokban a befektetők rövidíteni igyekeznek a portfóliójuk futamidejét és ezzel csökkenteni a hosszú papírokon esetleg keletkező nagyobb mértékű árfolyamveszteségüket, ami akkor következne be, ha a papírok átárazódnának egy kamatemelési várakozás következtében. Gros felhívta a figyelmet, hogy ezen keresztül az állam kötelezettségeiben ugyanakkor futamidő-rövidülés alakul ki, ami csökkenti az államadósságuk kockázatát. A mennyiségi lazításnak ez az államadósság-kockázatot mérséklő hatása országonként eltérő mértékű. A kockázatosabb országokban jobban csökken a futamidő és ezzel a kockázat. Ez szerinte nemkívánatos jelenség, mert éppen azokban az országokban nyílhat lehetőség könnyebben az adósságuk növelésére, ahol ennek a fordítottja lenne kívánatos.

*Matolcsy György*, a Magyar Nemzeti Bank elnöke zárszavában megköszönte a résztvevőknek a konferencia sikeréhez való hozzájárulásukat. A konferencia Európa legfontosabb problémáit érintve ez évben egyben megemlékezés és tiszteletadás volt a 2015 májusában elhunyt Lámfalussy Sándor emléke előtt. Az előadók sorban kiemelték Lámfalussy szellemi hagyatékának jelentőségét és az abból származó útmutatás hasznosságát a jelen problémái kezelésénél. Egyetértettek abban, hogy az eurózónában a politikai stabilitás megerősítése érdekében égetően szükség van strukturális reformokra és a monetáris unió továbbfejlesztésére. A jelen problémáinak kezelését, a magas munkanélküliség csökkentését, a fenntarthatatlan adóztatási rendszerek átalakítását különösen nehéz helyzetben, új globális kihívásokkal szembeesülve, a klímaváltozás és a migráció kényszerei között kell megvalósítani. Ehhez új társadalmi szerződésre van szükség Európában.

## **Tagállami integrációs modellek – A gazdasági kormányzás új dimenziói az Európai Unióban – Beszámoló a Magyar Tudományos Akadémia Magyar Tudomány Ünnepe alkalmából rendezett konferenciáról**

*Kovács Olivér*

A Magyar Tudomány Ünnepe rendezvénysorozat keretében rendezték meg 2015. november 23-án a *Tagállami integrációs modellek – A gazdasági kormányzás új dimenziói az Európai Unióban* című konferenciát, a Magyar Tudományos Akadémia impozáns felolvasótermében, azzal a törekvéssel, hogy átfogó képet kapjunk – interdiszciplináris megközelítésben – napjaink legfontosabb Európát érintő kérdéséről, vagyis arról, hogy mi lesz az integráció folyamatával.

A nyitóelőadást Halmai Péter, a közgazdaságtudományok doktora tartotta, aki *Új geometria – „teljes” Gazdasági és Monetáris Unió?* című előadásában visszatért az integráció gyökereihez, és egyúttal emlékeztetett arra, hogy az európai Gazdasági és Monetáris Unió soha nem teljesítette az optimális valutaövezetek elméletéből ismert legfontosabb kritériumokat. Az előadó hangsúlyozta, hogy az eltérő versenyképességű gazdaságok folyamatos integrációja során ugyan célul tűzték ki a tényleges és valódi gazdasági és monetáris uniót (*ever-closer union*), valamint a fiskális uniót, ám mindez számos kérdést vet föl, hiszen a szuverenitásátruházás magasabb fokát kívánná meg. E kíváncsi beteljesülésének legnagyobb ösztöke voltaképp a periferezálódás elkerülése lehet. Mindez *Wilhelm Röpké (1962/2000:12)* azon sorait juttathatják eszünkbe, miszerint Európa legfőbb értéke és ereje pontosan abban rejlik, hogy kontinensünk megtestesíti az egységet a sokféleségben (*Einheit in der Vielfalt*).

A második előadást Palánkai Tibor, az MTA rendes tagja tartotta. Előadásának címe: *Az európai integráció modell- és regulációs válsága: jóléti állam és/vagy ökoszociális piacgazdaság mint válasz a 21. század kihívásaira*. Palánkai nem elégedett meg az integráció előnyeinek és napjaink válságjelenségeinek pusztá megemlékezésével, hanem a jóléti állam és az ökoszociális piacgazdaság modellszerű összevetésével annak igazolására törekedett, hogy a társadalmi-, gazdasági-, és környezeti problémák hatékonyabb és fenntarthatóbb európai kezelését a modern kapitalizmus globális rendszerében elsősorban az ökoszociális modelltől remélhetjük. Az előadó



részben reflektált Thomas Piketty *A Tőke a 21. században* című könyvére is, pontosabban annak globális progresszív vagyónadóval kapcsolatos részére. A recenzió teljes mértékben azonosul az előadó által kifejtettekkel, már csak azért is, mert nem győződött meg arról, hogy korunk sokszorosán összetett problémáinak kezelése során valóban elégséges lenne csak a vagyoni- és jövedelmi egyenlőtlenségek kérdését kiválasztani mindentől függetlenül, és mindössze egyetlen, ráadásul globális instrumentummal kezelni. Ezen a ponton felsejlik Jánossy Ferenc klasszikus gondolata, nevezetesen, hogy a társadalmi-gazdasági rendszer szövetét nem úgy kell megemelni, hogy egy-egy pontot megragadunk: több területet kell kezelni és kiemelni ahhoz, hogy a dolog érdemben megvalósulhasson.

A harmadik előadást *Bankunió, költségvetési unió, „többsebességű” Európa* címmel Csaba László, az MTA rendes tagja tartotta. Előadásából több fontos állítás közül hármat emelünk ki: Csaba egyrészt azt hangsúlyozta, hogy az európai válságkezelés gyakorlatának vannak olyan elemei, amelyeket nemcsak közgazdasági, de jogi értelemben is erőteljesen kifogásolhatunk (az előadó itt az Európai Központi Bank gyakorlatára hívta fel a figyelmet). Másrészt a bankunióval kapcsolatos dilemmák közül is felvetett néhányat, hangsúlyozva a költségvetési unió kapcsán, hogy még mindig a kormányközi megoldások tűnnek életrevalóbbnak, mi több, politikailag elfogadhatóbbnak. A bankunió kapcsán is megvilágítható ez az ellentmondás. A magam részéről csak utalnék arra, hogy az EKB-felügyelet már önmagában is kérdéses lehet. Főszabály szerint a felügyelet során az EKB helyi ellenőrzést végezne, de ha szó szerint vesszük a megállapodás szövegét, akkor az derül ki, hogy ezt ténylegesen a nemzeti hatóságok végeznék el.<sup>1</sup> Harmadrészt, Csaba László előadásában pozitív megvilágításba helyezte David Cameron levelét, amelyet Donald Tusk részére küldött,<sup>2</sup> azt hangsúlyozva, hogy David Cameron voltaképp nem akar kilépni az Európai Unióból, sokkal inkább azt szeretné elérni, hogy teljeskörűen vizsgálják fölül és tárgyalják újra az uniós alapszerződéseket és megállapodásokat.

A fentieket követő, jogi kérdéseket taglaló szekciót Kecskés László, az MTA levelező tagja nyitott meg *A jogharmonizáció integrációs ereje* c. előadásával. Áttekintette az uniós jogharmonizáció folyamatát, ami végigkísérte és kíséri a mai napig az integrációt. Éléménydús előadásában kitért arra is, hogy az idők folyamán milyen súlyponteltolódások történtek az irányelvek, rendeletek és határozatok között, és érintette a jogharmonizáció folyamatának vargabetűit is, például idézve azt az esetet, amikor a jogászok a jogegységesítés szellemében tizenegy éven keresztül foglalkoztak az emelővillás targonca EU-konformitásával.

---

<sup>1</sup> A szöveg: „[...] may confer specific tasks upon the European Central Bank [...]”.  
Elérhető: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120907.en.html> Letöltve: 2015. december 7.

<sup>2</sup> A levél elérhető: [http://issuu.com/spectator1828/docs/donald\\_tusk\\_letter\\_001\\_d5d09dcc167f11](http://issuu.com/spectator1828/docs/donald_tusk_letter_001_d5d09dcc167f11)  
Letöltve: 2015. december 7.



Király Miklós kandidátus gyakorlatilag ott folytatta, ahol Kecskés László abbahagyta. A *nemzetközi magánjog kodifikálásának útjai az Európai Unió tagállamaiban* című előadásában a magánjogi egységesítésének aspektusára fókuszált. Az előadó számos, a hallgatóságot kérdésekre ösztönző, érdekes témát érintett (például hogy lehet-e, kell-e irányadónak tekinteni a migránskérdés kapcsán a tartózkodási ország szerinti jogszabályokat – jogokat és kötelezettségeket, stb.).

A jogi dimenzió után újfent a közgazdaságtudományi, gazdaságpolitikai kérdések adták a konferencia vezérfonalát. Benczes István habilitált egyetemi docens *Fiskális fegyelmetlenség – a nemzeti kormányzás eltérő minőségei tagállami szinten* című előadásában rámutatott arra, hogy az uniós intézmények fegyvelmező ereje messze nem tökéletes, és belső, tagállami elköteleződés szükséges a költségvetési kritériumok tartós teljesíthetősége érdekében. A fiskális szabályok alkalmazása segíthet (egyenleg-szabály, adósságráta-szabály stb.), de nem előfeltétele a sikernek. A fiskális unió létrejöttét már csak azért sem tartja tehát a szerző a jelenlegi intézményi és tagállami viszonyrendszerben elképzelhetőnek, mert a tagállamok a fiskális fegyvel vonatkozásában igen heterogének. Természetesen nem látjuk, hogy mit hoz a jövő, továbbra is igaz, hogy az európai integráció nyílt végű projekt (*open finalité politique*).

Kutasi Gábor egyetemi docens a *Külső egyensúlytalanság az egységes valutaövezetben – Megoldás-e a többszintű kormányzás?* kérdéskört járta körül. Az elhangzó előadásból a szakavatott hallgatóság voltaképp az *aszimmetrikus interdependencia* jelenségére asszociálhatott, nevezetesen arra, hogy a mag-országok növekedése (Németország, Franciaország) nagymértékben függ a periféria-országokba exportálandó javak és szolgáltatások ottani abszorbeálhatóságától – utóbbi érdekében ezen országokat finanszírozni szükséges. Így alakul ki a periférián a külső eladósodás, illetve a külső egyensúlytalanság, a mag-országokban pedig (főleg Németországban) a külső egyensúlyi többlet. Emlékezzünk csak arra az időszakra a kétezres évek elején (2002–2003), amikor a német gazdaság is inkább stagnált, mint növekedett. Ezért hát nem is lepődhetünk meg azon, hogy a Benczes István előadásában is előkerülő Stabilitási és Növekedési Paktum fellazítása került annakidején napirendre. Enyhíteni kellett a kötöttségeken, mert a folyamatos bővítés a lassulás centrifugális erőt hozta a felszínre. Pontosan a lazítások (szankciók elmaradása a német és francia esetben) után indult meg a mag-országok külső egyensúlyában a többletképződés, míg a periféria-országok esetében a hiányok növekedése (lásd *Cesaroni és De Santis 2015:20*).

Hetényi Géza, az Európai Bizottság Gazdasági és Pénzügyi Főigazgatóságának fősztályvezetője *Többsebességű Európa és a magyar érdekek* címmel megtartott előadásában arra fókuszált, hogy a gazdasági kormányzás különböző sarokpontjai (pl.: fiskális paktum, Európai Szemeszter, kettes, valamint hatos csomag, Euró Plusz paktum, a bankunió stb.) miként viszonyulnak Magyarországhoz. Álláspontja szerint egy saját valutával rendelkező ország, mint hazánk, közeledhet a lefektetett elvek

hez, mi több, kellő körültekintéssel alkalmazhatja is őket (pl. bankunió). Narratívája szerint az intézkedéseket és a kilátásba helyezett tervezeteket látva elmozdulás tapasztalható a kormányközi megoldások felől az uniós szintű megközelítések felé.

A konferencia utolsó szekciójában esettanulmányi megközelítéseket láthattunk. Gyórfy Dóra, az MTA doktora *Tagállami esettanulmány I.: Görögország és a GMU. GREXIT?* című előadásában példás alaposággal járta körbe a kérdést, és azt hangsúlyozta, hogy Görögországban az állam túlzott mérete és működési minőségének alacsony színvonala a bajok fő forrása. A recenzens messzemenőig egyetért ezen állásponttal, azzal a kiegészítéssel, hogy érdemes lenne megvizsgálni a piac és az állam összefonódó viszonyát Görögországban. A görög gazdasági növekedés (s ezzel együtt az adósságráta csökkenthetősége) elsősorban olyan szektorokon alapul (turizmus, vendéglátás), amelyek nemzetközi versenyképessége (más periféria-országgal összevetve is, pl. Spanyolországgal) is alacsonynak tekinthető.<sup>3</sup> Magyarán, túl azon, hogy az állam méretének csökkentenie kellene, a jó kormányzást, jó minőségű és széles rétegek által hozzáférhető közszolgáltatásokat úgy kellene kultiválni, hogy eközben a gazdaság különféle ágazatainak egyfajta strukturális modernizálása is végbemenjen. Erre viszont valójában nem létezik recept, megvalósítása inkább csak lassú léptekkel, évtizedes távlatokban képzelhető el. Már csak ezért is igazat kell adnunk Gyórfy Dórának, aki szerint az EU-ból/eurózónából való kilépésnek az esélye nagyon kicsi. Görögország óriási árat lenne kénytelen fizetni ezért, nem beszélve a láncreakció lehetőségéről, mondjuk Portugália esetében. A görög fejlődés kulcsa tehát az integráció kijózanító, tanítómester szerepe lehet, amely már meg is kezdődött azzal, hogy az EU voltaképp átvette a kormányzás szerepét – hangsúlyozta Gyórfy Dóra.

A konferenciát Koller Boglárka egyetemi docens előadása zárta, amely rímelt Csaba Lászlónak a nap korábbi részében felvetett gondolatára, miszerint az Egyesült Királyság nem akar kilépni az EU-ból. Az előadó *Tagállami esettanulmány II.: Nagy-Britannia és az európai gazdasági integráció. BREXIT?* című előadásában ismertette az elhíresült levelet, és elemezte az ott kifejtett pontokat. Bár az Egyesült Királyság tőkepiaca hatalmas, úgy tűnik, nem áll érdekükben a kilépés. Épp ellenkezőleg, a válság és a válságkezelés lehetőséget kínál arra, hogy az uniós alapokmányokat és szerződéseket új alapokra helyezték, ha úgy tetszik, az új időkhöz igazítsák.

---

<sup>3</sup> Erről tanúskodik a *World Economic Forum, Travel and Tourism Competitiveness Report 2015* is. A rangsor 141 országból Görögország csupán a 31. helyen szerepel, míg Spanyolország az első, Olaszország a 8., Portugália pedig a 15. Elérhető: <http://reports.weforum.org/travel-and-tourism-competitiveness-report-2015/> Letöltve: 2015. december 7.

## **Felhasznált irodalmak**

Cesaroni, T. - De Santis, R. (2015): Current Account 'Core-Periphery Dualism' in the EMU.  
CEPS Working Paper No. 406

Röpke, W. (1962|2000): Europa in der Welt von heute. Werner Kresser, Thun; Nachdruck:  
Schulthess, Zürich.

## Új Selyemút – Új lehetőségek – Beszámoló a Boao Pénzügyi Együttműködési Konferenciáról

*Kovács Levente*

A Boao Fórum államoktól független, non-profit szervezet, amelynek a konferenciáin a nemzeti kormányok, az üzleti élet magas szintű képviselői, valamint akadémikusok és kutatók vesznek részt, Ázsiából és más kontinensekről. Küldetése a regionális integráció erősítése, továbbá a fejlesztési célkitűzések minél hatékonyabb megvalósításának elősegítése az ázsiai országokban. A Fórum 2001-es alapítása óta szakmai körökben nagy elismerést szerzett, és a nemzetközi, elsősorban ázsiai gazdasági és pénzügyi együttműködés kérdéseinek szellemi műhelyévé vált. A Londonban 2015. november 8-a és 10-e között, „Boao Fórum: Ázsiai Pénzügyi Együttműködési Konferencia” címmel megrendezett esemény központi témája az Ázsia és Európa közötti gazdasági és pénzügyi együttműködés erősítése volt, középpontjában „a pénzügyi összekapcsolódás új jövőképével”.

Közép-európai bankszakértőként, a Kínai Bankszövetség elnökének meghívására először – és régióink bankszövetségei közül egyetlenként – vehetett részt a konferenciabeszámoló szerzője e rangos nemzetközi eseményen. A pénzügyi együttműködés erősítésének témakörébe a konferencia szervezői egyaránt beleértették – teljes joggal – a kereskedelmi kapcsolatokat, beruházásokat, a kulturális és személyes együttműködést. Az egyes szekciók elemezték a globális finanszírozás irányításának kiegyensúlyozottabbá tételét, a G-20 új, középtávú munkatervét, az infrastruktúra-fejlesztés innovatív finanszírozását, továbbá az ázsiai és európai pénzügyi rendszerek sokszínűbbé tételét és azok összekapcsolását.

A konferencia érdekes és szakmai szempontból egyik izgalmas eseménye volt a pénzügyi vezetők kerekasztal-beszélgetése, amelyen a Magyar Bankszövetség képviselőjében ezen sorok szerzője egy úgynevezett panel előadást tartott. A kerekasztal-beszélgetésen a következő, lényegi kérdések kerültek napirendre: a jövő bankrendszerének változó „tájképe” a technológiai forradalom tükrében és az ehhez kapcsolható kockázatkezelés; az Ázsia és Európa közötti pénzügyi kapcsolatok erősítése és a pénzügyi együttműködés innovatív lehetőségei; az Ázsia és Európa közötti pénzügyi együttműködési mechanizmus kiépítésének feltételei a globális szabályozás távlataiban; az ázsiai és európai pénzügyi, valamint tőkepiacok kétirányú megnyitása; feladatok az olyan új lehetőségek kihasználása érdekében, mint

---

*Kovács Levente a Magyar Bankszövetség főtitkára. E-mail: kovacs.levente@bankszovetseg.hu.*

a „Belt and Road” stratégia, elősegítve az Ázsia és Európa közötti együttműködést; az Ázsia és Európa közötti pragmatikus pénzügyi együttműködés és fenntartható gazdasági növekedés erősítése; az Ázsia és Európa közötti pénzügyi együttműködés kilátásainak és lehetőségeinek feltárása.

A húszfős pénzügyi kerekasztal szervezője és szellemi irányítója a Kínai Bankszövetség volt, a beszélgetés moderátora pedig a Kínai Bankszövetség elnöke, Yang Zaiping. Az előadók a gazdasági és pénzügyi élet különböző területeiről érkeztek. Közöttük volt Pakisztán korábbi miniszterelnöke, a kínai bankfelügyelet helyettes elnöke, a Dagon Globalis hitelminősítő elnöke, a Bank of Tokyo-Mitsubishi vezérigazgatója, a Ginko International elnöke, a HSBC RMB Global Development elnöke, az International Banking Federation elnöke, az Európai Bankföderáció vezérigazgatója. Ebben az előadói körben, a kerekasztal témáinak keretén belül az ötödik témakörben kerültek megfogalmazásra azok a gondolatok, amelyek közép-európai, s mindenekelőtt magyar szempontból segíthetik az Ázsia és Európa közötti pénzügyi együttműködést, mindvégig szem előtt tartva azt, hogy régióknak melyek lehetnek – a kölcsönösség elve alapján is – az elsődleges pénzügyi és gazdasági érdekei. A szigorúan behatárolt időkeretek között, a panel címének megfelelően a mondanivaló arra koncentrált, hogy a nemzetközi gazdasági és pénzügyi kapcsolatok legutóbbi fejleményei milyen lehetőségeket kínálnak, amelyeket meg kell ragadni, amelyekkel élni kell a fenntartható növekedés érdekében, különös tekintettel a kínai kormány „Belt and Road” címen meghirdetett stratégiájára. Kiindulásként érdemes volt kihangsúlyozni, hogy nézetünk szerint a Boao Fórum azért rendkívül időszerű esemény, mert napjaink egyik legnagyobb kihívására keresi a választ, nevezetesen arra, hogyan érhető el a fenntartható gazdasági növekedés. Ez nemcsak globális kérdés, hanem elsőrendű érdekük a nemzetgazdaságoknak és a regionális integrációknak is. A 2008–2009 években kirobbant válságot követően nemzetközi szinten is egyetértés alakult ki abban, hogy új gazdasági paradigmára van szükség, amelynek kialakításában az ázsiai és csendes-óceáni térségnek, legfőképpen Kínának, elsődleges szerepe van. A konferenciabeszámoló szerzőjének előadása a következő témakörökre fókuszált. (i) A Boao Ázsiai Fórum (Boao Forum for Asia) elnevezésű pénzügyi együttműködési konferencia egy rendkívül fontos esemény, mivel napjaink döntő kihívásával foglalkozik: hogyan érhető el a fenntartható gazdasági növekedés. Ez a nemzeti gazdaságok és regionális integrációk számára egyaránt globális kérdést és kihívást jelent. (ii) E kérdésre az egyik legkézenfekvőbb válasz, hogy egy új gazdasági paradigma szükséges, amelyben az ázsiai és csendes-óceáni térség, és legfőképpen Kína, tölt be vezető szerepet. (iii) Globális viszonylatban fontos, hogy a nagy gazdasági integrációk és gazdasági együttműködések – mint például az Európai Unió, az Ázsiai és Csendes-óceáni Gazdasági Együttműködés (Asia-Pacific Economic Cooperation) vagy a Transzatlanti Kereskedelmi és Befektetési Egyezmény (Transatlantic Trade and Investment Partnership) megkötésére vonatkozóan az EU és USA között folytatott tárgyalások – hozzájáruljanak ezen új paradigma megteremtéséhez. Az ázsiai és

csendes-óceáni térség integrálására vonatkozó két kezdeményezés – azaz az USA által vezetett Csendes-óceáni Társulás (Trans-Pacific Partnership) és a Kína által vezetett Regionális Átfogó Gazdasági Társulás (Comprehensive Economic Partnership) – eredménye szintén fontos hatással lesz erre a globális folyamatra. (iv) E tekintetben, a Kína által – „going global” vagy „going out” néven – meghirdetett nyitási stratégia egy fontos fejlemény, és szerves részét képezi az „út és övezet” (One Belt, One Road) (vagy Új Selyemút (New Silk Road) projekt néven is ismert) programnak, ahol ismét felmerül az alapvető kérdés: Mit kell tennünk ahhoz, hogy részesedjünk az új lehetőségek előnyeiből? És ez a mostani vitafórumunk legfontosabb témája. (v) Véleményem szerint elengedhetetlen a következő előfeltételek elemzése: kedvező kereskedelmi kapcsolatok és feltételek, közvetlen külföldi befektetés, jelentősebb közös projektek (pl. infrastruktúra), amelyek előnyeit nemcsak egy ország, hanem az a gazdasági integráció, amelyhez az adott ország tartozik, is élvezzi (Magyarország esetében ez az Európai Unió) és végül, de nem utolsósorban, a megfelelő finanszírozási feltételek megteremtése. (vi) Az Európai Unió, és a közép- és kelet-európai térség – amelyre sokan az EU növekedési motorjaként tekintenek az elkövetkező nagyjából egy évtizedben – mindezen feltételeket képes biztosítani Kína számára. Szorosan integrált régióinkban, és különösen Magyarországon, a külföldi befektetések, a fejlesztési projektek és a finanszírozási keretek elengedhetetlenek a gazdasági növekedés fenntartásához. Másrészről elmondhatjuk, hogy az egyik legjobb bejárást kínáljuk az Európai Unió hatalmas piacára, amely fontos Kína és az ázsiai térség számára. Ami a pénzügyi feltételeket illeti, fontos eszközként tekintünk a renminbi (RMB) nemzetközivé tételére. Ez év október 2-án, a People’s Bank of China (a kínai jegybank) és a Magyar Nemzeti Bank hivatalosan bejelentették, hogy a Bank of China budapesti székhelyű regionális fiókja megkapta az engedélyt, hogy megnyissa a magyar RMB klíringközpontot. Mivel ez az iroda regionális hatáskörrel rendelkezik, ez azt jelenti, hogy az RMB klíringközpont – Hong Kong, Taiwan, Párizs, Frankfurt, Sydney és Kuala Lumpur mellett – az egész közép- és kelet-európai térséget kiszolgálja majd. Emellett a magyarországi Bank of China a „One belt, One road” kötvények kibocsátására is engedélyt kapott. (vii) Összefoglalva: az új lehetőségek karnyújtásnyira vannak és azokat meg kell ragadnunk a szoros együttműködés és nyílt párbeszédnek segítségével.

A globális szinten a nagy gazdasági integrációknak, a gazdasági együttműködési térségeknek tevéleges részt kell vállalniuk ezen új paradigma kialakításában. Ezek között természetesen meg kell jelennie az Európai Uniónak, az Ázsiai és Csendes-óceáni Gazdasági Együttműködésnek, továbbá az Európai Unió és az USA között folyó tárgyalások eredményeképpen várhatóan létrejövő Transzatlanti Kereskedelmi és Beruházási Partnerségi megállapodásnak (TTIP), amely a világgazdaságra is kiható kereskedelmi térséget hoz létre. Az USA-val folyó TTIP-tárgyalásokon túl az Európai Uniónak is elsőrendű érdeke a részvétel ebben a folyamatban. Az Európai Unió Bizottsága az elmúlt évben, mandátumának megkezdésekor, Juncker elnök vezeté-

sével meghatározta az Unió előtt álló tíz legfontosabb, elsőbbséget élvező feladatot. Ezek között az első a fenntartható gazdasági növekedés és a munkahelyteremtés.

Az ázsiai térségben ezzel párhuzamosan – mint említettük – jelentős előrehaladást és fejlődést ért el az Ázsiai és Csendes-óceáni Együttműködést erősítő tárgyalássorozat. Ebben a térségben meghatározó jelentőségű a kínai gazdaság, a kínai bankrendszer ereje, és ennek alapján a kínai kormány közelmúltbeli stratégiai döntése, amelynek hivatalos neve „going global, going out”, ami azt jelképezi, hogy a kínai gazdasági növekedés erősítése és fenntarthatósága érdekében, a belső kereslet növelése mellett a kormány támogatja, ösztönzi a kínai vállalatok és pénzintézetek külföldi tőkeberuházásait. Ez a folyamat része a világszerte ismert átfogó kínai tervnek, a „One Belt and One Road Programnak”.

Mint az előzőekből látható, mind az Európai Uniónak, mind az ázsiai térségnek, valamint Kínának is érdeke az együttműködés. Kérdés, hogy melyek azok a kínálkozó lehetőségek, amelyeket kölcsönösen meg kell ragadni? Kérdés, hogy ennek a folyamatnak megteremthetők-e az eszközei és feltételei?

Az integrációs, szabadkereskedelmi térségeket célzó, a piacokat kölcsönösen megnyitó törekvésekről már szóltunk, úgy az ázsiai, csendes óceáni régióban, mint az EU és az USA között folyamatban lévő tárgyalások vonatkozásában. Szűkítsük most le a megragadható lehetőségek vizsgálatát az Európai Unióra és Kínára. Az Európai Unió számára elsőrendű fontosságú a gazdasági növekedés élénkítése és annak fenntarthatóvá tétele. Az azonban, hogy ez az EU Bizottság első számú prioritása, szükséges, de önmagában még nem elégséges feltétel. Ennek a célnak az eléréséhez fel kell sorakoztatni az eszközöket is. Pénzügyi oldalról az Európai Unió egyik legfontosabb döntése a Monetáris Unió teljessé tétele az előttünk álló időszakban. Közvetlenül a londoni Boao-konferenciát megelőzően, október végén jelentette be a Bizottság a Monetáris Unió megerősítésének konkrét terveit, szakaszait. Az első szakaszban, amely a 2015 és 2017 közötti időszakot öleli fel, le kell rakni a Monetáris Unió zökkenőmentes működésének alapjait.

Az érdekesség és a külső pénzügyi a kapcsolatok fontossága miatt jegyezzük meg, hogy ennek az akciótervnek része az eurózóna külső képviseletének megerősítése is. A Bizottság álláspontja szerint az eurótérség külső képviselete nem tartott lépést a valutaövezet megnövekedett gazdasági és pénzügyi súlyával. Miközben az USA-dollárnak egyetlen erős képviselete van a pénzügyi világban, addig az euróövezet tagállamai nem egységes nyelven beszélnek. A Bizottság javaslata szerint az euróövezetnek egységes képviseletre van szüksége a nemzetközi szinten és az IMF-ben, úgyhogy az utóbbiban az Eurogroup elnöke lesz az euróövezet képviselője. A Monetáris Unió teljessé tételének pedig további fontos eleme a Bankunió felépítésének befejezése.

A nemzetközi pénzügyi kapcsolatok, tőkebefektetések szempontjából az Európai Unió következő, bevezetés és megvalósítás alatt álló terve a tőkepiaci unió létrehozása. Ez a Bizottság beruházási tervének egyik kulcsfontosságú eleme: a megvalósítás akciótervét a Bizottság ugyancsak a londoni konferenciát megelőzően hagyta jóvá. A tőkepiaci unió célja, hogy növelni lehessen az üzleti vállalkozások számára elérhető változatos finanszírozási forrásokat, biztosítani lehessen a hosszú távú, fenntartható beruházások, valamint az EU-szintű infrastruktúra-beruházások finanszírozásának szabályozó környezetét, a magán- és külföldi tőke bevonását annak érdekében, hogy elérhetőek legyenek az európai beruházási terv célkitűzései.

Ha ezeket az európai uniós folyamatokat összevetjük a kínai kormány stratégiai célkitűzéseivel, akkor megbizonyosodhatunk arról, hogy valóban léteznek, illetve kialakulhatnak olyan együttműködési lehetőségek, amelyek mindkét fél érdekét szolgálják, és amelyeket meg kell ragadni.

Kínai szempontból ez az együttműködési lehetőség, némileg leegyszerűsítve, a következőképpen foglalható össze. Az elmúlt években a kínai kormány számos reformot vezetett be (árreform, agrárreform, vidéki iparfejlesztési reform stb.), de most tovább kell lépni. A kormány meghirdetett programja szerint a túlzott ütemű gazdasági növekedés nem egészséges, de a növekedés bizonyos szintjét – amit jelenleg 6%-ban határoznak meg – fenn kell tartani. Ennek biztosítására számos döntés született, a belső kereslet és fogyasztás élénkítésétől a népesség előregedésének megállításáig, szempontunkból azonban a probléma kezelésének nemzetközi vonatkozásai érdekesek. A kialakított stratégia első és talán legfontosabb feladata, hogy a több évtizedes tömeges tőkebeáramlást meg kell fordítani, és a felhalmozott, jelentős iparitöbblet-kapacitást, tőketartalékot a külföld irányában kell „hasznosítani”. Ennek a koncepciónak kidolgozták azokat a gazdasági, kereskedelmi és pénzügyi feltételeit, amelyek a megvalósítást lehetővé teszik.

Megszületett és meghirdetésre került a „One Road, One Belt” program, amely megteremti a szerződéses és infrastrukturális feltételeit annak, hogy a kínai áruk nyugati irányban Közép-Ázsián keresztül eljussanak Európáig és az EU piacáig (ez az úgynevezett Zöld Út), vagy tengeri úton, Délkelet Ázsián és Dél-Ázsián át Afrikáig és Európáig (ez a Kék Út).

A kereskedelem, ezen belül pedig elsősorban az exportlehetőségek bővítése áll a koncepció középpontjában. Az Ázsiai és Csendes-óceáni Együttműködési Megállapodásról már az előbb említést tettünk. 2015 október 5-én, hétévi tárgyalássorozat után sikerült lezárni a Trans-Pacific Partnership (TPP) megállapodást, amelyhez mintegy harminc ország mellett az USA és Kanada is csatlakozott. Témánk szempontjából figyelemre méltó a megállapodás hivatalos célja: „cél a gazdasági növekedés elősegítése, a munkahelymegőrzés és munkahelyteremtés támogatása, az innováció, termelékenység és versenyképesség erősítése, az életszínvonal emelése, a szegény-



ség csökkentése”. Ez a célkitűzés szinte szó szerint megegyezik az EU-bizottság már említett tíz prioritásának első részével.

A „One Belt, One Road”, illetve a „Going Global” programnak nemcsak a kereskedelmi útvonalakat kell biztosítani, hanem annak pénzügyi és finanszírozási feltételrendszerét is. Mint említettük, Kína jelentős likviditással és külföldön (is) befektethető tőkével rendelkezik. Ezenfelül Kína kezdeményezte az Ázsiai Infrastruktúra Beruházási Bank (Asian Infrastructure Investment Bank –AIIB) létrehozását, amely olyan nemzetközi pénzintézet, amely elsősorban az ázsiai, csendes-óceáni térség infrastruktúra-beruházásait tervezi finanszírozni. 2015 szeptemberében jutott el odáig az alapítás folyamata, hogy több mint harminc leendő résztvevő fogadta el a bank alapító okiratát, és megkezdődött az alaptőke lejegyzése. Ezt a bankot többen az IMF, a Világbank és az Ázsiai Fejlesztési Bank (Asian Development Bank—ADB) versenytársának tekintik, ezért az USA, Japán és Kanada nem tagjai az aláíróknak.

A finanszírozás és a pénzügyi feltételek szempontjából fontos kérdés az RMB nemzetközivé tétele és annak alkalmazhatósága a napi üzleti kapcsolatokban. Éppen ezért a kínai kormány komoly erőfeszítéseket tett az RMB nemzetközi elfogadtatása érdekében, és eddig nem kevés sikerrel. Döntő fontosságú lesz 2015. november 30-a, amikor az IMF igazgatósági ülése arról dönt, hogy az RMB részese lehet-e az IMF nagy presztízszt képviselő valutakosarának, az SDR-nek (Special Drawing Rights). Az SDR valutakosarát eddig a dollár, az angol font, a jen és az euró képezte. Az RMB belépése egyben azt is jelentené, hogy a világ egyik tartalékvalutájává válna. Ahhoz, hogy ez megvalósuljon, a háromból legalább két alapfeltételnek kell megfelelni: egyrészt hogy az RMB „széles körben használt legyen”, másrészt hogy „szabadon felhasználható legyen”. Mivel Kína a világ egyik legnagyobb, vagy talán a legnagyobb kereskedelmi forgalmat lebonyolító országa, az IMF szakértői szerint az RMB mindkét fenti követelménynek eleget tesz. A harmadik feltétel a „konvertibilitás”, az első kettő megléte esetén már nem kizáró ok. Ezért a november végi pozitív döntés már megelőlegezett, ami nagy áttörés lesz Kína számára.

Az előzőekben röviden arról igyekeztünk képet adni, hogy a háttérben milyen nemzetközi folyamatok adják a londoni Boao Fórum valódi jelentőségét.

Azt látjuk, hogy Kína és az ázsiai térség, valamint az Európai Unió és az Egyesült Államok a gazdasági és pénzügyi válság kitörése óta meghatározták a helyzet lehetséges kezelésének programját, eszközeit és időbeni ütemezését. Kezdetben úgy tűnt, hogy ezek a gazdasági nagyhatalmak és régiók elindultak két, egymással párhuzamos úton. A két út állomásai többnyire hasonlóak, és szembetűnő számos időbeni egybeesésük. Ma pedig, ismerve e nagy gazdasági egységek érdekeit, egyértelművé válik, hogy érdekeiktől vezérelve ezek az utak találkoznak.

A két út egyik találkozási pontja – nem csak földrajzi értelemben—Magyarország. Magyarország és a közép-európai régió fontos kapuja az ázsiai és kínai exportnak, amikor az az Európai Unió piacára irányul. Jelentős az igény a külföldi, ez esetben kínai tőkeberuházásokra, az infrastruktúra fejlesztésének támogatására. Jelzésszerűen kell megemlíteni a Belgrád-Budapest vasútvonal kínai részvétellel tervezett korszerűsítését, amely remélhetően a „zöld út” egyik fontos szakasza lesz.

Nehéz röviden értékelni egy nagyszabású konferencia eseményeit, ahol több mint 300 véleményformáló vezető, döntéshozó, kormányzati képviselő és akadémikus vett részt 22 országból. Az előadások, szakmai megbeszélések, a pénzügyi vezetők kerekasztal fóruma átfogóan, holisztikusan kereste a választ a világgazdaság égető kérdéseire: hogyan érhető el fenntartható gazdasági növekedés, hogyan alakíthatók ki az ázsiai térség és Európa erős pénzügyi kapcsolatai. A tanulság mindenképpen az, hogy Ázsia és Európa számára elengedhetetlen az együttműködés, növelni kell a pénzügyi összekapcsolódást a kontinensek között, és körvonalazódnak azok a lehetőségek, amelyek erősíthetik a gazdasági növekedés dinamizálását és fenntartását.

Közös érdek, hogy javuljanak a nemzetközi kereskedelmi és pénzügyi működés feltételei, meg kell könnyíteni a tengerentúli tőkeberuházások lehetőségét, meg kell határozni azokat a nagyobb lélegzetű, elsősorban infrastrukturális projekteket, amelyeknek megvalósítása kölcsönös érdek, amit nemcsak a nemzetállamok, hanem a gazdasági közösségek is támogatnak. Ebben a környezetben Magyarország is nyitott és érdekelt a beruházások, a tőkebejövétel támogatásában és a megfelelő finanszírozási feltételek létrehozásában.

Az érdekeink tehát jelentős részben egybeesnek, a lehetőségek adottak, azokat meg kell ragadni.

## **Az intézmények sok arca – Beszámoló a *Many Facets of Institutions* című szemináriumról – 1<sup>st</sup> Debrecen Workshop on Institutional Analysis**

*Paróczai Anikó – Béneyi Zsuzsanna*

2015. december 14-én rendezte meg a Debreceni Egyetem Gazdaságtudományi Karának Közgazdaságtan Intézete és az Új Intézményi Közgazdászok Magyarországi Társasága a *Many Facets of Institutions* című szemináriumot (1<sup>st</sup> Debrecen Workshop on Institutional Analysis). A Debreceni Egyetem Gazdaságtudományi Karán működő Közgazdaságtan Intézetben már sok éve folynak fontos kutatások az intézményi közgazdaságtan témakörében. Az itt működő kutatócsoport a hazai intézményi közgazdaságtani kutatások egyik központja, szoros kapcsolatokat ápolva a terület több vezető nemzetközi kutatócsoportjával (pl. The Ronald Coase Institute, Université de Paris 1). A hagyományteremtés céljával megrendezett workshop az intézményi közgazdaságtan szerteágazó kutatási irányjaiból kívánt minél többet bemutatni. A meghívott előadók nemzetközi szinten neves képviselői kutatási témáiknak, érdekes, izgalmas előadásokat hallhattunk. Az előadások után érdemi párbeszédre, vitára került sor, segítve mind az előadók, mint a hallgatóság munkáját. A workshop szervezője, *Kapás Judit* egyetemi tanár, intézetvezető (Debreceni Egyetem) három külföldi és négy hazai kutatót hívott meg az eseményre, jól láthatóan azzal a céllal, hogy a nyitó rendezvényen a hazai és a környező országok intézményi közgazdaságtani kutatásai jelenjenek meg.

A külföldi előadók Romániából és Lengyelországból érkeztek. *Agnieszka Wysokińska*, a Varsói Egyetem egyetemi docense előadásában azt elemezte, hogy a történelem hogyan hat a kultúra közvetítésével a gazdasági fejlődésre. *Bogdan Dima* és *Ştefana Maria Dima*, a Temesvári Egyetem oktatói a globalizáció és a boldogság kapcsolatáról, valamint a szakmai autonómia és a nemzetközi standardok adaptálásának sikeressége közötti kapcsolatról folytatott kutatásukat mutatták be. A hazai kutatók a hazai intézményi kutatások fellegváraiból érkeztek. *Kapás Judit* jelenlegi kutatása a kultúra és a gazdasági növekedés kapcsolatához kötődik. *Várad Balázs*, a Budapest Szakpolitikai Intézet vezető kutatója és az Eötvös Lóránd Tudományegyetem tuda-

---

*Paróczai Anikó a Debreceni Egyetem Gazdaságtudományi Kar nemzetközi gazdaság és gazdálkodás szak (MSc) hallgatója. E-mail: aniko.paroczai@gmail.com.*

*Béneyi Zsuzsanna a Debreceni Egyetem Gazdaságtudományi Kar egyetemi tanársegédje. E-mail: beneyi.zsuzsanna@econ.unideb.hu.*

mányos munkatársa az intézményi változást meghatározó, befolyásoló lehetséges tényezőket vizsgálta egy adott szakpolitikán (fogyatékkal élők ellátásán) belül. *Rosta Miklós*, a Budapesti Corvinus Egyetem adjunktusa jelenlegi kutatásában Kornai János rendszerparadigmája és az új intézményi közgazdaságtan kapcsolatát vizsgálta. *Mike Károly*, a Budapesti Corvinus Egyetem adjunktusa és a HÉTFA Kutatóintézet tudományos munkatársa az önszerveződő közösségi kezdeményezések sikerességéről tartott előadást.

*Agnieszka Wysokińska* „*The invisible wall: The role of institutions and culture for long-term development*” című előadásában<sup>1</sup> azt vizsgálta, hogy a 19. századbeli eltérő fennhatóság alá tartozó lengyel területek mai gazdasági fejlettsége szignifikánsan különbözik-e egymástól. Wysokińska történelmi távlatban vizsgálta hazáját, külön egységekként kezelve a különböző nagyhatalmak uralta területeket, amelyeket körülbelül száz évig (1815–1918) különböző társadalmi és gazdasági hatások értek. Lengyelország történelmében fontos fordulópontra volt az 1815-ös Bécsi Egyezmény, melyben a nagyhatalmak felosztották egymás között az országot: a Varsói Hercegség az oroszokhoz, a Poznańi terület a poroszokhoz, a Krakkó környéki vidék pedig a három nagyhatalom ellenőrzése mellett „semleges” státuszt kapott. Száz év után a térségek újra egyesültek (1918). Kérdés, hogy újabb száz év elteltével az országnak e múltbeli megosztottsága még mindig számít-e.

Az elvégzett vizsgálatokból kiderült, hogy az egykor poroszok lakta területek még ma is gazdagabbak, mint a valamikori orosz, illetve osztrák területek. A két utóbbi régió között azonban nincsenek olyan nagy gazdasági eltérések. Az eltérés megállapítása után felmerül a kérdés, hogy vajon milyen faktorok okozhatják ezeket a fejlettségbeli különbségeket. Az egyik lehetőség a tulajdonjogok eltérő szerkezete a 19. században (a farmok átlagos mérete 75%-kal nagyobb volt porosz területeken, és 25%-kal kevesebb a vidéki háztartás). Emellett eltérés mutatkozik a politikai preferenciákban (a gazdagabb területeken 14%-kal nagyobb a részvételi arány a szavazásokon). Wysokińska kutatása során azt is vizsgálta, hogy milyen csatornák okozhatják, hogy ezen különbségek száz év eltelté után is érzékelhetők. Erre a magyarázat a szerző szerint a bírói tevékenység és az oktatás hatékonyságában is keresendő.

*Bogdan Dima*, „*Policies for happiness in the global village*” című előadásában arra kereste a választ, hogy van-e valamilyen kapcsolat a boldogság, a kormányzati politikák és a globalizáció között. A boldogság mérésére a hasznossági függvény valamilyen kivetítését használta a szerző: két mutatót a World Database of Happiness<sup>2</sup> adatbázisából, illetve a Happy Planet Indexet<sup>3</sup>. A jó kormányzás mérésére

---

<sup>1</sup> Az előadás alapját képező tanulmány megtalálható a szerző honlapján: <http://agnieszkawysokinska.home.pl/data/documents/Invisible=20Wall=2013.04.2014.pdf>

<sup>2</sup> <http://worlddatabaseofhappiness.eur.nl/>

<sup>3</sup> <http://www.happyplanetindex.org/>

a Világbank World Governance Indicators<sup>4</sup> mutatóit használta, míg a globalizáció szintjének meghatározására a KOF globalizációs indexet<sup>5</sup>. Az empirikus vizsgálatok alapján a szerző megállapította, hogy a szabályozási keret minősége és a politika fontos meghatározója a jó kormányzatnak, a hatékony és megbízható politika növeli a lakosság elégedettségét, valamint a „jó” kormányzat és a globalizáció között szintén pozitív korreláció áll fenn, bár a globalizáció és a boldogság között nem talált szignifikáns kapcsolatot.

A workshop szervezője, *Kapás Judit* (Debreceni Egyetem) „*Core of culture: The role of sticky individual values in development*” című előadásában a kultúra gazdasági fejlődésre gyakorolt hatását vizsgálta. Kiindulva a kultúra definíciós hiányosságaiból, a kutató a kultúrát rétegekre bontotta, majd ezek hatását elemezte, azt feltételezve, hogy az egyes kulturális rétegek (egyéni értékek, vallás, bizalom, ideológia) különböző hatást gyakorolnak a fejlődésre. A rétegek hatásai azért lehetnek eltérőek, mert azok különböző mértékben ragadósak. Az előadó a bemutatott kutatásban a leragadósabb kulturális rétegre, az egyéni értékekre koncentrált. Kapás hipotézise az volt, hogy az egyéni értékek saját jogukon is hatást gyakorolnak a fejlődésre, azaz akkor is, ha a formális intézményeket is bevonjuk a regresszióba. Az elmélet alapján azt is vélelmezte, hogy a ragadósság miatt az egyéni értékek és a formális intézmények interakciója is számít. Az empirikus vizsgálatban a kutató az egyéni értékeket a Schwartz Values Survey adataival mérte, a formális intézményeket pedig több mutatóval is (joguralom mértéke többféle adatbázisból). A kétszintű regresszióból kapott empirikus eredmények azt mutatják, hogy a ragadós intézmények felerősítették az egyéni értékek fejlődésre gyakorolt hatását. Az egyéni értékek mint nagyon mélyen beágyazott kultúra tehát a formális intézményeken túl is befolyásolják a gazdasági fejlődést, és a kettő közötti hosszú távú összhang – tehát az a tény, hogy az értékek a formális intézményekbe „beépültek” – felerősíti az értékek hatását.

*Ștefana Dima*, *Bogdan Dimával* és *Miruna-Lucia Nachescuval* közös kutatását prezentálta „*Professional autonomy and IFRSs adoption*” címmel. Elemzésük fő kérdése, hogy a szakmai autonómia növelésével megnő-e a sikeressége a törvényszerűségeen alapuló standardok, például az IFRS (Nemzetközi Pénzügyi Beszámolási Standardok) adaptálásának. Két területen lehet autonómiát szerezni: személyes (az egyéni vágyakhoz, motivációkhoz kapcsolódik), és szakmai szinten. A szakmai autonómiát további két típusra lehet bontani: szervezeti önállóságról beszélhetünk akkor, ha az egyén cselekedeteit tőle független szabályok vagy irányelvek vezérik, ezzel szemben, ha az egyén szakmailag teljesen önálló, akkor lehetősége van arra, hogy saját maga hozzon döntéseket. Ezekhez mérten a kutatók felépítettek egy indexet,

<sup>4</sup> <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.aspx>

<sup>5</sup> <http://globalization.kof.ethz.ch/>

a Szakmai Autonómia Indexét, amely a World Values Survey<sup>6</sup> adatain alapszik. Különböző dimenziókat építettek a mutatóba, amelyek kifejezik az autonómia korábban bemutatott három szintjét: az egyén arra vonatkozó érzete, hogy mennyire ura saját életének (személyes autonómia), mennyire tudja az utasításokat követni a munkahelyén, a munkához szükséges kezdeményezőképeség (egyéni autonómia), a társadalmi hierarchia tisztelete, a jogrendszerbe vetett bizalom (szervezeti autonómia). Az öt dimenzió és az általuk képzett „szakmai autonómia” index is pozitívan korrelál az IFR-standardok adaptálásával. A vizsgálat során azt tapasztalták, hogy legerősebb hatása az egyéni autonómiát kifejező mutatóknak van, míg a legkisebb hatása a személyes autonómiára utaló indexnek.

Várad Balázs a Scharle Ágotával és Samu Flórával közös „*Policy convergence across welfare regimes: the case of disability policies*”<sup>7</sup> című tanulmányát mutatta be. A kutatás célja, azoknak a tényezőknek a megtalálása, amelyek gátolhatják vagy elősegíthetik az intézményi változást. Ehhez egy olyan speciális területet választottak, ahol az utóbbi években komoly változások figyelhetők meg, így össze tudták hasonlítani, hogy az egyes jóléti rendszerekben megfigyelhetőek-e különbségek. Ez a terület a fogyatékkal élők ellátására vonatkozó politika. Az európai országokat a jóléti rezsimek alapján csoportosították (kontinentális, szociáldemokrata, liberális), és megvizsgálták, hogy a fogyatékkal élők kormányzati támogatási hogyan alakult az 1990–2013 közötti időszakban. A kutatók arra az eredményre jutottak, hogy egy általános trend figyelhető meg minden jóléti rezsim esetén: a támogatások egyre inkább elmozdulnak a pénzbeli támogatás felől a munkaerőpiaci integráció irányába. Az eredmények azt sugallják, hogy a 2008-as válságnak érzékelhető hatása volt, ezekben az években a reformok száma megnőtt, tehát lényegében a recesszió a változás katalizátora volt. A kelet-közép-európai országok tekintetében fontos mérföldkőnek tekinthető az Európai Unióhoz csatlakozás is. Az általános trendek mellett azonban vannak rezsimspecifikus tényezők is: például a szociáldemokrata országok a változás mindkét dimenziójában (kompenzáció és integráció) nagyobb elmozdulást mutattak, a kontinentális országok esetén inkább a kompenzáció, míg a liberális országok esetén inkább az integráció erősebb. A kutatás eredménye tehát az, hogy bár van konvergencia az egyes jóléti rezsimek között, még mindig érzékelhető valamennyire az útfüggőség a fogyatékkal élőket támogató politikák esetén.

Rosta Miklós „*System paradigm and the New Institutional Economics – neither same or separate*” című előadása Kornai János idézetével nyitott: „Nem vették észre, hogy én már réges-rég intézményi közgazdász és viselkedési közgazdász vagyok?” Erre a gondolatra alapozva megismerhettük először Kornai rendszerparadigmájának lényegét, közgazdasági előzményeit, majd az új intézményi közgazdaságtan fogal-

---

<sup>6</sup> <http://www.worldvaluessurvey.org/wvs.jsp>

<sup>7</sup> A tanulmány megtalálható az alábbi címen: [http://www.budapestinstitute.eu/uploads/WWWforEurope\\_WPS\\_no076\\_MS10.pdf](http://www.budapestinstitute.eu/uploads/WWWforEurope_WPS_no076_MS10.pdf)

mát, főbb vizsgálati területeit. Rosta a két terület közötti hasonlóságokat kiemelve elmondta, hogy azonos szellemi gyökerekre vezethetőek vissza, ennek bemutatására megismerhettük a német történelmi iskola lényegét. További közös pont a két vizsgált téma között a szembenállás a klasszikus egyensúlyi közgazdaságtannal, azonban véleménye szerint Kornai erősebben elkülönül a neoklasszikus közgazdászoktól. A rendszerváltás után az új intézményi közgazdaságtan képviselői és Kornai professzor azonos „rejtvényeket” vizsgáltak: például kapitalizmustípusok, ágazatok rendszerszemléletű elemzése, a kínai modell vizsgálata; azonos vagy egymással közeli rokonságban álló fogalmi apparátust használnak. Tehát annak ellenére, hogy Kornai nem tekintette magát korábban intézményi közgazdásznak, a vizsgált területeket érintve a hasonlóság tagadhatatlan, még ha módszertanilag eltérő megközelítéseket is alkalmaznak.

*Mike Károly* kollégájával, *Megyesi Boldizsárral* a „*Communities after markets*” című kutatásukban<sup>8</sup> az önszerveződő közösségi kormányzás lehetőségeit vizsgálták. Fő kérdésük arra irányult, hogy ez az irányítási forma miért olyan ritka közép-kelet-európai szocialista múlttal rendelkező országokban. Megállapították, hogy ezen országok az intézmények kialakításakor az alábbi elvet vallották: „előbb a piaci intézmények, aztán a közösségi kezdeményezések”, ami ugyan nem zárja ki a közösségi kormányzás helyes szabályozását és irányítását, ám lényegesen késlelteti azokat. Az előadásból először választ kaptunk arra a kérdésre, hogy milyen elméleti megalapozottsága van a közösségi kormányzásnak a természeti erőforrások tekintetében. Míg korábban a „közlegelő tragédiájának” megoldását az állami beavatkozásban látták, mára elfogadottá vált, hogy az önkéntes alapú kollektív cselekvés is sikeres lehet. Ez az önszerveződő közösségi kormányzat az irányítási hierarchiában az egyének és a kormányzati szint között helyezkedik el, alapja lehet a kollektív reputáció, mely kiemelten fontos lehet a természeti erőforrások területén. A szerzők empirikus kutatásukban két ilyen kollektív hírnévre törekvő lokális bortermelői csoportot vizsgáltak meg: a tihanyi eredetvédelmi szabályozást és a Csupaki Kódexet. A tihanyi borvidéken felülről-lefelé szerveződve alakították ki az ösztönzőket (Tihany márkajelzés, minőségi és gyártási elvárások meghatározása). A csopaki borvidéken pedig alulról-felfelé szerveződő ösztönzők keletkeztek (a borászok döntöttek az új tagokról, valamint az őket érintő szabályozásokról). Tanulásgként megfogalmazták, hogy az esettanulmányok alátámasztották azt a megállapítást, miszerint a borászok hosszú távú tagsága a közösségben segíti az együttműködés elmélyülését. Csoportméret tekintetében azt tapasztalták, hogy a kisebb csoport esetén könnyebb az együttműködés. Az összehasonlításból kiderült, hogy mindkét törekvés működőképes intézményeket hozott létre, de a tihanyi módszer a megszervezett közösségben az irányítást statikussá, bürokratikusá tette, gyengébb volt a belső motiváció, ami ellenőrzést tett szükségessé. A csopaki régió fejlődése sokkal dinamikusabb,

<sup>8</sup> Az előadás az alábbi kutatás egy részlete: [http://hetfa.hu/wp-content/uploads/file/NFFT\\_zarotanutmany.pdf](http://hetfa.hu/wp-content/uploads/file/NFFT_zarotanutmany.pdf)

a borászok sokkal inkább be lettek vonva a döntéshozatalba. Fontos tanulságként kiemelték, hogy a szabályalkotás során támogatni kell az alulról felfelé szerveződő kezdeményezéseket, akár kormányzati szinten is.

E rövid beszámolóból is érzékelhető, hogy az előadások számos különböző témát érintettek. A workshop azon célja, hogy az intézményi közgazdaságtan kutatási területei minél szélesebb spektrumban táruljanak elénk, teljesült. Az egyes előadásokat követő kérdések sokszor más megvilágításba helyezték az aktuális témát, érdekes párbeszéd alakult ki a kutatók között. A találkozó egyfajta hiánypótló szerepet is betöltött, hiszen az intézményi közgazdaságtan kutatói Magyarországon kevés hasonló rendezvényt találhatnak. Az elkezdődött kapcsolatok későbbi közös munkákat eredményezhetnek, de a kezdő kutatók számára is nagyon inspiratív hangulat teremtődött. A szándékoknak megfelelően reméljük, hogy 2016-ban a második debreceni intézményi közgazdaságtani workshopon vehetünk majd részt.



## **„Felzárkózás vagy lemaradás? A magyar gazdaság negyedszázaddal a rendszerváltás után” – Beszámoló a Pázmány Péter Katolikus Egyetem konferenciájáról**

*Tasi Erzsébet*

2015. november 12-én nagy érdeklődéssel kísérte a népes hallgatóság a Pázmány Péter Katolikus Egyetem (PPKE) Jogi- és Államtudományi Kara Heller Farkas Közgazdasági Intézetének konferenciáját, amely a magyar gazdaság elmúlt negyedszázados fejlődési útját elemezte, és bemutatta versenyképességének alakulását nemzetközi dimenzióban és nemzetgazdasági megközelítésben. A konferencián több hazai intézmény is képviseltette magát: a PPKE tanárai mellett az Magyar Tudományos Akadémia Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont (MTA KRTK) Világgazdasági Intézetének kutatói, a Nemzeti Közszolgálati Egyetem (NKE), a Nyugat-Magyarországi Egyetem (NyME), a Szegedi Tudományegyetem (SZTE), a Budapesti Gazdasági Főiskola (BGF) és az International Business School (IBS) tanárai tartottak előadásokat.

Szabó István professzor, dékánhelyettes megnyitójában a történelmi tapasztalatok elemzésének és figyelembevételének fontosságára hívta fel a figyelmet, és arra, hogy a különböző tudományterületek sajátos szempontjaikkal járulnak hozzá a fejlődéshez. A jog- és államtudományok, valamint a közgazdaság-tudomány feladata egyaránt az ember és a társadalom szolgálata.

Katona Klára intézetvezető docens (PPKE) „A külföldi tőke elemeinek hatása a magyar vállalati beruházásokra az elmúlt negyedszázadban” témában tartott átfogó előadást, amelyben bevezetésül felidézte Modigliani – Miller elméletét, amely szerint a beruházási és finanszírozási döntések elválaszthatósága tökéletes tőkepiacot feltételez. A gyakorlatban azonban, éppen a piaci tökéletlenségek következtében, a vállalati tőkestruktúra-döntések nagyon fontos szerepet játszanak a vállalati érték növekedésében. A finanszírozási döntések meghozatala nemcsak belső megfontolások tárgya, hanem számos külső tényező, így alapvetően a tőke/pénzügyi piacok fejlettségének függvénye is. Katona előadásában bemutatta a külföldi tőke beáramlásának pozitív és negatív hatásait, és az 5000 legnagyobb árbevételű vál-

latot tartalmazó adatbázis alapján elemezte a magyar hazai és külföldi tulajdonú vállalati beruházások forrásainak alakulását az 1994–2012 közötti időszakban. Fő eredményként kimutatta, hogy a beruházások finanszírozásában az adósság aránya a külföldi cégeknél magasabb volt, de ez nem az anyavállalati kölcsönnek, hanem elsősorban a banki hosszú lejáratú hiteleknek volt köszönhető.

Fábián Attila dékán, intézetigazgató (NyME) „Magyarország regionális versenyképessége a Kárpát-medencében” című előadásában kifejtette, hogy földrajzi értelemben nehezebben, gazdasági és társadalmi értelemben könnyebben definiálható a Kárpát-medence mint léttér. Rámutatott, hogy a fejlesztési források ellenére, regionális szinten a korábbinál jobban növekedtek a különbségek a térségben, a fővárosi régiók az átalakulás valódi nyerteseivé, míg a rurális és a keleti határrégiók veszteseseivé váltak a regionális folyamatoknak. Elemzéséből kitűnt, hogy a Kárpát-medence regionális versenyképességének javításához kooperatív, az országhatárokat átlépő stratégiákra van szükség. Ennek alapja a humántőke-bázis, a kultúrák történelmi érintkezése és összefonódása és a jólétnövelés közös igényére adandó válaszok. Fábián rámutatott a regionális és lokális specializáció, a vállalati versenyelőnyök és a térbeli koncentráció alakulásának fontos szerepére a Kárpát-medence térbeli átrendeződési folyamataiban.

Katits Etelka docens (NyME) a magyar nemzetgazdasági ágak pénzügyi összehasonlító elemzését nyújtotta, Szalka Évával közösen írt tanulmánya alapján. Az 5000 legnagyobb árbevételű magyar cég fő pénzügyi mutatóit elemezte az 1992–2013-as időszakra vonatkozóan. Előadásában több korszakot különböztetett meg, az 1990-es évek hektikus árbevételétől a 2000-től kezdődő „aranykori” növekedésen át a 2008-as gazdasági válság blokkoló hatásáig. Az időszakai versenyképességi hullámzások mellett rávilágított a magyar vállalati szektor egyik alapvető növekedési problémájára, a nem megfelelő tőkeszerkezetre. Mind a hazai, mind a külföldi tulajdonlású, legnagyobb cégeket felölelő nemzetgazdasági ágakban, különösen a szolgáltatásban, a kereskedelemben és az építőiparban magas, 60–80 százalékos az idegen források aránya, mivel belső forrásból nem tudták a vállalatok fenntartható növekedésüket finanszírozni. Megállapította, hogy az értékesítési árbevétel minden áron való növekedése elhanyagolja a jövedelmezőségre, a finanszírozásra, az eszközhatékonyságra és a termelékenységre vonatkozó elvárások közötti összhang megteremtését. Rámutatott az ipar kulcsszerepére a fenntartható növekedés megalapozásában és biztosításában.

Vida Krisztina, az MTA kutatója, az IBS tanára a visegrádi országok felzárkózási trendjeit elemezte. Előadásának kulcskérdése az volt, hogy várható-e több konvergencia térségünkben. A csatlakozástól a válságig tartó éveket (2004–2008) széttartó, de elsősorban Lengyelország, Csehország és Szlovákia esetében zömében javuló makrogazdasági tendenciák jellemezték. Ezt követte a krízis időszaka (2009–2013), ami-

kor visszaesés, stagnálás vagy alacsonyabb növekedés, illetve fokozatos talpraállás és konszolidáció volt megfigyelhető. Végül 2014-től indul a válság utáni periódus, amelyben jól kivehető a térségben a vizsgált makromutatók egymáshoz, valamint az uniós átlagokhoz/előírásokhoz való konvergenciája. Vida rávilágított, hogy a V4-en belül Magyarország volt a „fekete bárány” a csatlakozástól a válságig a legtöbb jelzőszám alapján – vagyis a másik három partnerországgal ellentétben nem tudta jól kihasználni a tagságtól nyert lendületet és lehetőségeket. Az elmúlt néhány évben azonban Magyarország pozíciói jelentősen javultak. 2014 óta jobban összesimulnak a visegrádi országok mutatói, és azok együtt jobban közelítenek az uniós irányadó szintekhez, mint valaha. Ráadásul az előrejelzések arról tanúskodnak, hogy a kedvező trendek és a felzárkózás a következő években is folytatódhatnak.

Kőrösi István docens (PPKE), az MTA kutatója „A versenyképes, szociális piacgazdaság esélyei Magyarországon” témában tartott előadást. Rámutatott, hogy az elmúlt negyedszázad Magyarországon ellentétes politikák és gazdaságpolitikák jegyében telt el. A 2002–2010-es időszakban a magyar gazdasági és társadalmi fejlődést súlyos tévút, visszaesés és nagy veszteségek jellemezték. 2010-ben Magyarország új úton indult el, amelyen a pénzügyi egyensúlyhiányok csökkentése, a foglalkoztatás növelése és a fenntartható növekedési pályára állás egyidejű megteremtése volt a feladat. 2010 után a válságkezelés gyors beindítása, az államháztartási deficit csökkentése és az adósságállomány leépítésének megkezdése került az új magyar gazdaságpolitika középpontjába. A 2010–2015-ös időszakban számos pozitív eredménynek vagyunk tanúi a gazdaság stabilizálása és a fenntartható fejlődés beindítása terén egyaránt. A felzárkózás érdekében jelentős gazdaságpolitikai lépéseket tesznek Magyarország és a visegrádi térség országai, a lemaradás több tényezője viszont tartósult: csökkenő bérhányad, fejlettségi szakadék (néhány időszakban kissé közeledés, majd a válságban újra távolodás volt megfigyelhető), szakképzett munkaerő elvándorlása, a hazai megtakarítások és saját forrású beruházások nem elegendőek voltak. A versenyképesség növelésének útja éppen a beruházások révén való termelékenység-növekedés, amely alapot nyújt a bérek felzárkóztatására és a belső piac bővítésére.

Botos Katalin professzor (PPKE és SZTE) „Rendszerváltás és gazdaságpolitika. Rabár Ferenc igazsága” címmel tartott előadást. Kiindulópontként rámutatott, hogy a negyedszázada történt rendszerváltás terhes, és napjainkat is befolyásoló örökséget hagyott: az elmaradt bér-ár reformot és a jelentős államadósságot. Előadásában igyekezett eloszlatni a tévhitet, hogy az első kormány elmulasztotta az adósságelengedés kérését. Megindokolta, hogy erre a kezdetekkor nem volt mód. Bemutatta, hogy az induló elképzelések számoltak egy bér-ár reformmal, mert a bérek számos költséget nem tartalmaztak, amelyek piacgazdaságban a bérek részét képezik: lakhatás, egészségügy, oktatás. Kifejtette, hogy lehetséges lett volna 1990-ben átfogó reformot megvalósítani egy párhuzamos béremeléssel és járulékok-csökkentéssel.

Mivel erre nem került sor, a bérek színvonala a nyugatiakhoz viszonyítva alacsony maradt. A nagy rendszerek „reformja” ezért nagymértékben életszínvonal-csökkentő megszorításokkal járt, és a változtatások nehezen valósíthatók meg.

Botos József, ny. docens (PPKE és SZTE) a fenntartható nyugdíjrendszerről tartott visszapiillantást és előretekingést. Bemutatta, hogyan fejlődött a magyar társadalombiztosítás az elmúlt negyedszázadban. Visszatekintve felidézte, hogy 1990–1993 között a TB hozzájárult az átmenet zökkenőmentes lebonyolításához. 1993–1998 között az önkormányzati rendszerben a TB-t két alapra bontották. A rendszer nem vált be, 1998-ban megszüntették. Ugyanakkor bevezették a II. pillért, a kötelező nyugdíjbiztosítást, ami elvonta a forrásokat az állami nyugdíjbiztosítástól. A költségvetés ezt kipótolta, de ezzel deficitbe sodródott. Ezért 2010-ben az Orbán-kormány megszüntette. 2013-ban bevezették a „szochó”-t, a szociális hozzájárulási adót a vállalkozóknál. Ez a biztosítási paradigma végét jelezte. Az egészségügyben viszont a vállalati hozzájárulást megszüntették, így ott a biztosítási elv maximálisan érvényesül. A nyugdíjrendszerben a fenntarthatóság érdekében ismét paradigmaváltás kellene, elismerve, hogy a gyermeknevelés költségei is befektetést jelentenek, a gyerekekre pedig szükség van az időskori jövedelmek megtermeléséhez.

Lentner Csaba professzor (NKE) „A helyi önkormányzati rendszer működésének egyes stratégiai kérdései – múlt és jövő” témát fejtette ki. A rendszerváltás után újjászervezett Magyar Állam működésében a lokális államháztartási alrendszer konszolidációja megkerülhetetlen feladattá vált. A rendszerváltozás kezdetétől a központi kormányzattól történt feladatdecentralizáció, és a vele együtt nem járó forrásdecentralizáció, majd a 2004-es EU-csatlakozással megnyíló beruházási lehetőségek saját erő önrésének hitelből történt áthidalása tetemes adósságállományt keletkeztetett az önkormányzatoknál. Lentner bemutatta az önkormányzati szektor eladósodásának folyamatát majd sikeres konszolidációját, utalva az Állami Számvevőszék alapos tényfeltáró, és a kormány több fázisú konszolidációs munkájára, amellyel az államcsőd veszélyének egy fontos szegmensét kiiktatták. Kitért az újra-eladósodás veszélyeire és megakadályozásának eszközeire, továbbá az önkormányzati szektor szerepmódosulására; az intézményfenntartóból helyi gazdaság szervezővé váló szerepkör kihívásaira.

Halm Tamás, a BGF tanára előadásában a felsőoktatást mint versenyképességi tényezőt mutatta be, a források és eredmények összevetésével. Adatsorokkal gazdagon dokumentált előadásában kifejtette, hogy 1990 után nagyon gyors ütemben növekedett a felsőoktatásban tanulók létszáma, amivel nem tartott lépést a finanszírozás bővülése. A felsőoktatás szabályozására három törvény is született, amelyet több mint százszor módosítottak. A rendszerben dolgozók a színvonal fájdalmas süllyedésével szembesültek. A felsőoktatást az utóbbi években a központi irányítás erősödése, néhány nagyon is indokolt ésszerűsítés, valamint a finanszírozás nemcsak relatív, hanem abszolút szűkítése jellemezte. Jóllehet az oktatási kormányzat fel-

sőt elismeri a felsőoktatás eredményeit, a magyar gazdaság egyik sikerágazatának is minősítve azt, nagymértékű átszervezést lát(ott) szükségesnek. A minőségi követelmények szigorítása, a diplomásokat felvevő vállalatok, intézmények igényeinek fokozott figyelembevétele, az intézmények saját bevételeinek növelését szorgalmazó törekvések mind jó irányba mutatnak, a felsőoktatásnak juttatott állami források jelentős bővítése nélkül azonban nem várható érdemi előrelépés.

Szigetvári Tamás docens (PPKE), az MTA kutatója a magyar infrastruktúra helyzetét mutatta be a rendszerváltáskor és napjainkban, különös tekintettel a közlekedési ágazatra. Előadásában áttekintette a magyar infrastruktúrában az elmúlt 25 évben bekövetkezett legfontosabb változásokat, majd a közlekedésre összpontosítva mutatta be a legfontosabb fejleményeket. A magyar gazdaság folyamatai jól példázzák azt a tényt, hogy a gyorsforgalmi utak, a nagyteljesítményű vasút, a jó légi közlekedés, valamint az ipari-mezőgazdasági alapanyagoknál az olcsó belvízi szállítás lehetősége az egyik legfontosabb alapfeltétele az ipari, kereskedelmi, logisztikai üzemek, telephelyek kiválasztásának. Magyarország gazdasági fejlődésében, nemzetközi versenyképességének növekedésében a közlekedés az egyik legmeghatározóbb tényezővé vált. Ahhoz azonban, hogy Magyarország a versenyképességnek ezt a Portertől is idézett alapfeltételét teljesíteni tudja, nélkülözhetetlenek bizonyultak az Európai Unió által nyújtott források. Az EU-tagság előtt ezek hiányában hazánk csak az államadósság jelentős növelésével tudta a szükséges beruházásokat megvalósítani, ami viszont negatívan hatott vissza az ország versenyképességére.

A konferencia átfogóan, mély elemzésekkel mutatta be a magyar gazdaság pozíciójának alakulását az elmúlt negyedszázadban. Az előadások a különböző területek elemzésével bizonyították, hogy korunkban csak a hosszú távú, fenntartható növekedést generáló és egyúttal stabilitást teremtő gazdaságpolitika vezethet sikerre. Magyarország és a visegrádi térség országai jelentős gazdaságpolitikai lépéseket tesznek a felzárkózás érdekében. Ehhez ésszerű gazdaságpolitikai policy-mix alkalmazására van szükség, amely a tudásorientált, szerves fejlődést mozdítja elő.













## TISZTELT (LEENDŐ) SZERZŐINK!

Kérjük, hogy a kéziratukat a következő előírások szerint nyújtsák be:

- Folyóiratunkban a tanulmányok átlagos hossza 1 ív (40 000 leütés szóközzel), ettől legfeljebb  $\pm 50$  százalékkal lehet eltérni. A kéziratokat magyar és/vagy angol nyelven is el lehet küldeni.
- A tanulmányok minden esetben körülbelül 800–1000 karakteres tartalmi összefoglalóval kezdődnek, amelyben a főbb hipotéziseket és állításokat kell ismertetni.
- Az összefoglalót követő lábjegyzet tartalmazza a tanulmány elkészítésével kapcsolatos információkat és köszönetnyilvánításokat. Ezután következik a szerző foglalkozása (beosztása), munkahelye és e-mail címe magyar és angol nyelven is.
- Az összefoglalót követően kérjük megjelölni a tanulmány JEL-kódját (minimum három szükséges).
- A főszöveg legyen jól strukturált. A fejezetek élén vastag betűs címek álljanak!
- A tanulmánynak minden esetben tartalmaznia kell a hivatkozási listát a szerzők teljes nevével (külföldiek esetében elegendő a keresztnév monogramja), a megjelenés évszámával, a mű pontos címével, kiadójával, kiadási helyével, illetve a folyóirat pontos címével, évszámával, kötetszámával, oldalszámmal. A szövegben elegendő a vezetéknevvel, évszámmal és oldalszámmal hivatkozni. Szó szerinti hivatkozás esetén az oldalszám feltüntetése nélkülözhetetlen.
- A táblázatokat és az ábrákat a tanulmányban folyamatosan kell számozni (a számozás az új alfejezetekben, alpontokban nem kezdődik újra). Mindegyik táblázatnak és ábrának címet kell adni, és a bennük szereplő mennyiségi értékek mértékegységét fel kell tüntetni. A táblázatokat és az ábrákat a Word és az Excel program segítségével el kell készíteni magyar és angol nyelven is. A táblázathoz és az ábrához tartozó megjegyzéseket és az adatok forrását közvetlenül a táblázat alatt kell elhelyezni.
- A képleteket a jobb oldalon, zárójelben folyamatosan kérjük számozni (tehát az egyes alfejezetekben ne kezdődjön újra a számozás).
- Fel kívánjuk hívni továbbá a szerzőink figyelmét, hogy csak olyan kéziratot küldjenek, amelyet más szerkesztőségnek egyidejűleg nem nyújtottak be közlésre. A tanulmányt minden esetben két független, anonim lektor bírálja el.
- A tanulmányokat e-mailben kérjük eljuttatni a szerkesztőségbe Word for Windows formátumban. A közölni kívánt ábrákat és táblázatokat Excel-fájlban is kérjük magyar és angol nyelven.
- Kérjük, hogy a további szerkesztési szabályokkal kapcsolatosan tájékozódjanak az alábbi oldalon: [http://www.hitelintezetiszemle.hu/szerzoknek/Szerzoi\\_utmutato.pdf](http://www.hitelintezetiszemle.hu/szerzoknek/Szerzoi_utmutato.pdf)

*Köszönettel:*

A Hitelintézeti Szemle szerkesztősége

1054 Budapest, Szabadság tér 9.

Tel.: 06-1-428-2600

E-mail: szemle@hitelintezetiszemle.hu



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