



ELTE | GTK  
GAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR

**Eötvös Loránd Tudományegyetem**  
**Gazdaságtudományi Kar**

**Jegyzetkivonat a Nemzetközi Gazdaság és Gazdálkodás  
mesterképzési szak Szakmai ismeretek szigorlathoz<sup>1</sup>**

**Szigorlati tárgyak:**

Gazdaságpolitika

Nemzetközi pénzügyek és gazdaság<sup>2</sup>

Nemzetközi számvitel

Készült: Budapest, 2024. augusztus 28.

---

<sup>1</sup> A szigorlati jegyzetkivonat a szigorlati tárgyak oktatási segédanyagai alapján készült, azok – sok esetben – szó szerint, egy az egyben átvett fejezeteit, bekezdéseit tartalmazza.

<sup>2</sup> Nemzetközi Pénzügyek és gazdaság I-II. (GTI23MN113; GTI23ML113; GTI23MN190; GTI23ML190), illetve a Nemzetközi pénzügyek és gazdaság tárgy (GTI23MN213 és GTI23ML213)



# I. Gazdaságpolitika c. tárgy témakörei

## 1. A gazdaságpolitika alapjai

### 1.1 A gazdaságpolitika irányzatai, iskolái

A gazdaságpolitika mára a piacgazdaságot adott, megkérdőjelezhetetlen keretrendszernek tekinti. A piacgazdaságnak azonban többféle típusa van, arcukat alapvetően az állam-piac kapcsolatrendszer karakterisztikái határozzák meg. Utóbbi alapján a gazdaságpolitika négy nagy iskoláját különböztetjük meg: a neoliberalizmust, a szociális piacgazdaságot, a jóléti államot, illetve az ázsiai kapitalizmust. Amennyiben az állam-piac kapcsolatrendszert egy tengelynek tekintjük, akkor a két szélső pontját a neoliberalizmus és a jóléti állam adja, köztes pontjait pedig a másik két iskola.

A *neoliberalizmus* az angolszász országok gazdaságpolitikai (piacgazdasági) modellje. Esetében az állam alárendelt szerepet játszik a piaccal, az üzleti élet meghatározó szereplőivel szemben. Úgy is mondhatnánk, hogy a neoliberalizmusban az állam (kormányzat) van a piacért. A neoliberalizmus hisz abban, hogy a maximális társadalmi jólét eléréséhez a legbiztosabb út az állam szerepének minimalizálása, illetve a piaci mechanizmusok szerepének maximalizálása. A neoliberalis gazdaságpolitika Adam Smith „éjjeli őr államát” támogatja, amely szerint az állam egyedüli feladata a szabályok/törvények lefektetése és az azok felett való őrködés. Mindezekből kifolyólag, a neoliberalis gazdaságpolitika elsődleges célja a piaci automatizmusok szabadjára engedése és a szabad piaci verseny kikényszerítése. Filozófiájával összhangban, jóléti politikája szűkre szabott: a szociális transzferek szelektívek, csak a leginkább rászorulóknak számára elérhetők.

A neoliberalizmussal szemben a *jóléti államban* a piac játszik az állammal szemben alárendelt szerepet. Ez a gazdaságpolitikai iskola azt vallja, hogy a gazdaság (piac) van a társadalomért, nem pedig fordítva. Hagyományosan a skandináv országok piacgazdasági modellje. Bár a klasszikus jóléti állam az 1990-es években némileg leépült, mindmáig ez az iskola írja le legjobban a skandináv gazdaságpolitikát. A jóléti állam elsődleges célja a teljes foglalkoztatás elérése, amelyhez – megítélése szerint – szükség van az állam aktív közreműködésére. A jóléti állam alapvetően szkeptikus a szabadpiaci mechanizmusok lehetőségeit illetően, ezért a piaci versenyre úgy tekint, mint a piacgazdasággal szükségesesen vele járó „rosszra”. A jóléti állam közismert nagyvonalú szociális hálójáról, amelyben a jóléti transzferekre való jogosultság univerzális, állampolgári jog; a rászorultság elv (szelektivitás) érvényesítése másodlagos.

A piacgazdaság egyik köztes modellje, a *szociális piacgazdaság*: a német modell. Ez az iskola arany középutat képvisel a neoliberalizmus és a jóléti állam között az állam-piac kapcsolatrendszert illetően. A szociális piacgazdaságban az állam és a piaci szereplők kapcsolata horizontális – nem alá-fölérendelt –, mondhatni partneri. Utóbbi a német gazdaságpolitika azon meggyőződéséből ered, hogy egy társadalom sokkal sikeresebb lehet a céljai elérésében, ha nem az egymással való folyamatos viaskodásban öröli fel az erőforrásait, hanem közös célok mentén halad előre. A szociális piacgazdaságban a piaci verseny fontos szereppel bír, így utóbbi létjogosultságát egyértelműen elfogadja. További sajátosság a nemzeti fizetőeszköz értékállóságának kiemelt fontossága. A szociális piacgazdaság abban tekintetben hasonlít a neoliberalizmushoz, hogy a gazdasági élet szabályainak (a törvényeknek) lefektetése és azok betartatása kiemelt fontossággal bír. Utóbbi rendszerszabályozásnak nevezi. A szociális piacgazdaság alapvetően a rendszerszabályozást preferálja az aktív, ad-hoc módon a mindennapi gazdasági folyamatokba beavatkozó gazdaságpolitikával szemben. Egyik legsajátosabb eleme a szociálpolitikája, amelyben a neoliberalizmussal összhangban nagy hangsúlyt helyez a rászorultság elv érvényesítésére. A szociálpolitika azonban nem merül ki a

szelektivitásban: a transzfereknek céltottnak kell lenniük, elsődlegesen azt szolgálva, hogy az egyén öngondoskodását visszaállítsák.<sup>3</sup>

A másik középutas iskola az *ázsiai kapitalizmus*, amelyben szintén partneri viszony jellemzi a kormányzat és a hazai üzleti elit kapcsolatát. Szemben azonban a szociális piacgazdasággal, ebben modellben a partneri viszony ellenére mégis csak érzékelhető az állam felsőbbrendűsége a piaci szereplőkkel szemben. Az ázsiai kapitalizmus a kelet-ázsiai Kistigrisek (Dél-Korea, Szingapúr, Malajzia stb.) gazdaságpolitikája, amelyet a fejlesztő állam dominanciája jellemez (lásd a későbbiekben). Ennek a modellnek a legfontosabb célja a gazdasági felzárkózás előmozdítása, amelynek minden mást alárendel. Ilyen értelemben kifejezetten pragmatikus irányzatról van szó. Ez abban is megmutatkozik, hogy a hazai vállalatok nemzetközi versenyképességét előrébb valónak tekinti, mint a hazai piacokon való szabadpiaci verseny érvényesülését. Más szóval, ha a hazai nemzeti bajnokok (versenyképes nagyvállalatok) kinevelésének az az ára, hogy a belföldi piacokon ezek a nagyvállalatok oligopolisztikus pozícióban vannak, akkor ez is elfogadható. Ami a jóléti hálót illeti, bár napjainkra a kelet-ázsiai országokban is kiépült egyfajta állami ellátórendszer, mindmáig a család hagyományosan fontos szerepet tölt be a betegekről, idősekről való gondoskodásban.

Az 1. táblázat a négy irányzat legfontosabb megkülönböztető sajátosságait foglalja össze:

1. táblázat A gazdaságpolitika irányzatai

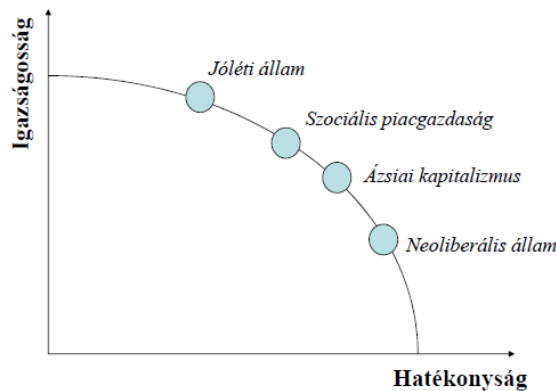
	Jóléti állam	Neoliberalizmus	Szociális piacgazdaság	Ázsiai kapitalizmus
<i>A piaci versenyhez való hozzáállás</i>	Szükséges rossz	Maximálisan támogatja	Támogatja	A nemzetközi versenyképesség fontosabb, mint a hazai verseny
<i>Jóléti rendszer</i>	Univerzális, a szelektivitás másodlagos	Szelektív, csak a leginkább rászorultaknak	Az öngondoskodás elsődleges, a transzferek célja ennek visszaállítása	Hagyományosan a család feladata
<i>A gazdaságpolitika elsődleges célja</i>	Teljes foglalkoztatás	A piac szerepének maximalása	A szabályok lefektetése és betartatása	Gazdasági fejlődés és felzárkózás
<i>Az állam-piac nexus</i>	A piac van a társadalomért	Az állam van a piacért	(horizontális) partneri kapcsolat	(hierarchikus) partneri kapcsolat
<i>Hagyományos országpéldák</i>	skandináv országok	angolszász országok	Németország	kelet-ázsiai Kistigrisek

Minden gazdaságpolitika elkerülhetetlenül szembesül *a piaci hatékonyság és a társadalmi igazságosság közötti választással*. A két tényező közötti átváltás természetes logikán alapul: minél igazságosabb jövedelemelosztást akarunk, annál nagyobb állami újraelosztásra van szükség. Utóbbi azonban megfelelő mértékű költségvetési bevételeket feltételez. Másszóval, a szélesebb szociális háló nagyobb adóterhelést jelent a gazdaság számára, amely értelemszerűen rombolja a piaci hatékonyságot (a gazdaság versenyképességét). Az 1. ábrán elhelyeztük a négy gazdaságpolitikai irányzatot az *igazságosság-hatékonyság* képzeletbeli átváltási tengelyek mentén. Értelemszerűen a neoliberalizmus rendelkezik a leghatékonyabb piacokkal, de egyben

<sup>3</sup> A szociális piacgazdaság részletesebb tárgyalását lásd a *Német gazdaságpolitika keretrendszere* fejezetben.

az egyik leginkább szűkmarkú szociális hálóval is. A másik véglet a skandináv jóléti állam. Nem véletlen, hogy GDP-arányosan az egyik legnagyobb államháztartással (állami bevételekkel/kiadásokkal) a skandináv államok rendelkeznek (GDP 50-60 %-a), miközben a fejlett országok közül a legkisebb államháztartással az angolszász államok (GDP 35-40 %-a).

1. ábra A gazdaságpolitika elkerülhetetlen választása



A gazdaságpolitika jellemzően épít valamilyen makrogazdasági iskolára. Két fő makroökonomiai iskolát emelhetünk ki e tekintetben: a Keynesianizmust és a monetarizmust. A *keynesi közgazdaságtan* John M. Keynes nevéhez kötődik és az 1920-as/30-as években jött létre. Alapfeltevése, hogy a piacok nem tökéletesek. A tökéletlen és aszimmetrikus információk, valamint a piacok rövidtávú rugalmatlansága a gazdaság ciklikus mozgásához vezet: konjunktúrát dekonjunktúra követ, majd dekonjunktúrát ismét konjunktúra. A dekonjunktúra esetenként jelentősebb gazdasági válságot (recessziót) is jelenthet. A keynesi tanok szerint, a gazdasági növekedés ciklikussága és a negatív gazdasági sokkok miatt a szabadjára engedett piacok (piaci automatizmusok) nem tudják garantálni a teljes foglalkoztatást. Így szükség van az állam beavatkozására. A keynesi közgazdaságtan tehát támogatja az aktív gazdaságpolitikát, az állam szerepvállalását a gazdasági folyamatok menedzselésében. (A piacgazdaságot természetesen megkérdőjelezhetetlen keretrendszernek tekinti!)

A *monetarizmus* megszületése az 1970-es/80-as évek határmezsgyéjére tehető. Létrejött Milton Friedman nevéhez fűződik. A monetaristák szerint nincs szükség az állam beavatkozására a gazdaságba, mivel a piaci automatizmusok képesek hosszú távon a teljes foglalkoztatás elérésére. Érvelésük alapján, hosszú távon a szabadjára engedett piacgazdaság képes a termelési lehetőségeinek határán (a potenciális GDP-jének szintjén) termelni. Ebből kifolyólag a monetarizmus kifejezetten ellenzi az aktivista gazdaságpolitikát, államképe Adam Smith „éjjeli őr államához” áll közel.

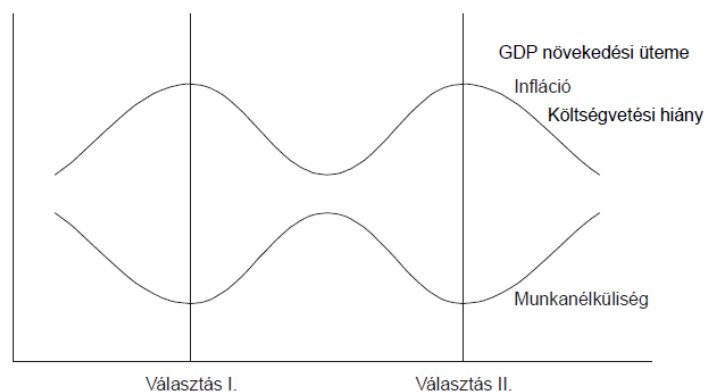
## 1.2 Politikai üzleti ciklusok

A *politikai üzleti ciklusok* (political business cycles) alatt azt a jelenséget értjük, amikor a parlamenti választások szabályosságait követve, a gazdaságpolitika politikai célok alapján mesterségesen generál ciklikus ingadozást a legfontosabb makrogazdasági mutatók alakulásában. A jelenség alapja, hogy a regnáló kormányzat jellemzően rövidtávra tekint: a következő választásokat akarja megnyerni. Ez azzal jár, hogy a választások közeledtével az elsődleges célja társadalmi támogatottságának javítása lesz. Ennek kézenfekvő eszköze a

foglalkoztatás növelése, illetve a nemzetgazdaság teljesítményének fokozása. Ez azzal jár, hogy *a választások előtt a költségvetési politika jellemzően költséges, expanzív válik* (adókat csökkent, kiadásokat növel), hogy ezzel stimulálja a gazdasági növekedést és javítsa a foglalkoztatást. A fiskális gazdaságélénkítés – a növekvő aggregát keresleten keresztül – jellemzően növeli azonban az inflációt is. A választásokat megelőző költségvetési túlköltséget szokás *go-ciklusnak* („ereszd meg” ciklusnak) nevezni.

*A választások után* a felelős gazdaságpolitika azonban nem kerülheti el a *stop-ciklust* („húzd meg” ciklust), azaz *a költségvetés stabilizációt*. Amennyiben ezt elmulasztaná, az államháztartás fenntarthatóságát veszélyeztetné, könnyen államadósságválságba sodorva az országot. A stop-ciklus keretében a kormányzat adót emel, csökkenti a kiadásait, mérsékeli a hiányt. Ez az aggregát kereslet csökkenésén keresztül a gazdasági növekedés lassulásához és a foglalkoztatás csökkenéséhez vezet. A gazdasági dinamika mérséklődése azonban jótékonyan hat az inflációra, csökkenti azt. Az aktuális parlamenti ciklus közepéhez érkeve, a következő választások közeledtével azonban a stop-ciklust újra felváltja a go-ciklus, és a folyamat kezdődik előrről, amint azt az alábbi ábra is mutatja:

2. ábra Politikai üzleti ciklusok



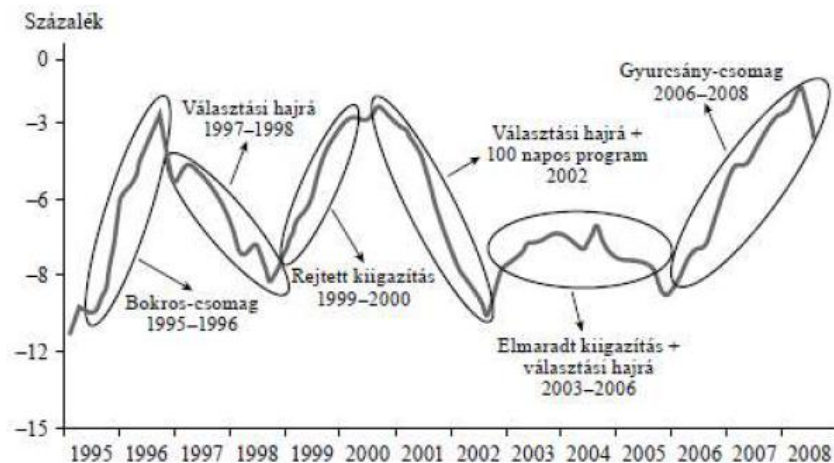
Fontos látnunk, hogy a politikai üzleti ciklusok a politika természetes logikájából erednek, ily módon *nem csak a fejlődő országokat jellemzik*. A fejlett országokat az különbözteti meg a fejlődőktől e tekintetben, hogy előbbieken jellemzően kisebb a ciklus amplitúdója. Más szóval, a politika mechanizmusa kisebb mértékű stop-go ciklusokat generál csak. Ez annak köszönhető, hogy *a fejlett országokban a „fiskális illúzió” kevésbé jellemző*: az átlagszavazót kevésbé lehet a rövidtávú, költségvetési politika jövedelem-növeléssel megnyerni, mivel tisztában van azzal, hogy a nem fenntartható fiskális lazítást (pl. adócsökkentést) megszorítás (pl. adóemelés) követi majd.

*A politikai üzleti ciklusok nem összetévesztendők a hagyományos üzleti ciklusokkal*. A hagyományos üzleti/gazdasági ciklusok a piac tökéletlenségeiből fakadnak, amelyek ciklikusan vezetnek a kereslet-kínálat közötti egyensúlytalansághoz. A politikai üzleti ciklusokat ezzel szemben a politikai indíttatású gazdaságpolitikai lépések generálják. *A makrogazdasági mutatókat* (GDP növekedési ütem, infláció, munkanélküliségi ráta stb.) *a hagyományos üzleti ciklusok és a politikai üzleti ciklusok tehát egyszerre, egyidőben befolyásolják*.

A 3. ábra a politikai üzleti ciklusok relevanciáját mutatja be Magyarország esetében az államháztartási egyenlegén keresztül, 1994 és 2008 között. Ebben az időszakban 1994-ben, 1998-ban, 2002-ben, és 2006-ban voltak parlamenti választások. Amint az látható, a választásokat megelőző 1-2 évben az államháztartás GDP-arányos hiánya minden esetben

emelkedett és kifejezetten magas volt. A választásokat követően azonban a go-ciklust felváltotta a stop-ciklus, a költségvetési megszorítás. Egy kivétel adódott, a 2002-2006 közötti időszak. Ebben a parlamenti ciklusban egy elnyújtott túlköltekezésnek vagyunk szemtanúi, amely a magyar államháztartás hiányát a GDP 7-8 %-án állandósította.

3. ábra Az államháztartás hiányának alakulása Magyarországon (GDP %)



Forrás: Csillag, I., (2009. Van-e visszaút? *Közgazdasági Szemle*, júl-aug. 654o.

### 1.3 A globalizáció értelmezése és következményei

#### Értelmezés

A globalizáció jelensége a társadalomtudományok minden területe (politológia, szociológia stb.) számára relevanciával bír és az elemzések tárgyát képezi. A közgazdaságtan szempontjából elsősorban a gazdasági globalizációnak van jelentősége. A gazdasági globalizációt illetően két különböző értelmezéssel találkozhatunk: a „fősodort” képező un. *mainstream* értelmezéssel, illetve az attól eltérő alternatív, un. *nem mainstream* értelmezéssel. *A mainstream megközelítésben a gazdasági globalizáció nem jelent mást – és nem jelent többet –, mint a nemzetgazdaságok rohamos nemzetköziesedését, az egységes világpiac kialakulását, a mélyülő világgazdasági integrációt.* Konkrétabban: az áruk és szolgáltatások, a tőke, valamint a személyek egyre szabadabb és gyorsabb áramlását, valamint a transznacionális vállalatok rohamos térnyerését. A mainstream értelmezéssel elsősorban a neoliberális azonosul.

*Az alternatív megközelítés a globalizációra elsősorban úgy tekint, mint egy hatalmi folyamatra, mely során a világgazdaság legerősebb szereplői igyekeznek a globális (gazdasági és politikai) játékszabályokat a saját érdekeik szerint befolyásolni.* Az alternatív megközelítés nem tagadja a mainstream megközelítésben sorolt pontok relevanciáját, de azt állítja, hogy *a globalizáció – jelen formájában – sokkal több, mint a világgazdaság integrációja:* elsősorban a (gazdasági) hatalmi pozíciók megerősítéséről, a globális üzleti elit érdekérvényesítéséről szól.

Az alternatív megközelítésben említett „legerősebb szereplői a világgazdaságnak” a *transznacionális vállalatok (TNC)*. Ezek a szereplők gazdasági erejükből kifolyólag képesek a nemzeti kormányzatokra és a nemzetközi szervezetekre nyomást gyakorolni. A legnagyobb transznacionális vállalatok eszközértéke, éves árbevétele a kisebb országok GDP-jével vetekszik. Ezen transznacionális vállalatok ülnek *a világgazdasági hierarchia képzeletbeli csúcsán.* Hierarchia azonban nem csak a TNC-k és a többi vállalat viszonya kapcsán fedezhető fel, hanem a TNC-k csoportján belül is. E tekintetben a transznacionális vállalatok három

halmazát különböztethetjük meg: a pénzügyi TNC-eket, a nemzetközi kereskedelmi láncokat, valamint a nem pénzügyi (termelő) TNC-eket.

*A TNC-k gazdaságilag legerősebb csoportja a pénzügyi transznacionális vállalatok.* Eszközértékük és éves forgalmuk nem csak a kisebb gazdaságok éves GDP-jét haladja meg, de a TNC-k másik két csoportját is jelentősen lekörözi.<sup>4</sup>

### *Következmények*

*A mainstream globalizáció értelmezés szerint a globalizációnak túlnyomó részt pozitív következményei vannak.* Az egyik legfontosabb vélelmezett előnye, hogy a nemzetgazdaságok liberalizációja és világgazdasági integrációja elősegíti felzárkózásukat a fejlett országokhoz.

*A nem mainstream megközelítés* támogatói ugyan elismerik, hogy a globalizációnak számos előnye van, de a neoliberais közgazdászokkal szemben úgy vélik, hogy *számottevő negatív hatással is számolni kell.* Ezek a következők:

1. A globalizáció jelentősen *leszűkíti a nemzeti gazdaságpolitikák mozgásterét* (autonómiáját). Ennek egyik egyértelmű megnyilvánulása a *race-to-the-bottom gazdaságpolitika* terjedése. Utóbbi azt jelenti, hogy a kormányzatok az adózási- és szabályozási terhek folyamatos csökkentésével licitálnak egymás alá, hogy bevonzzák a TNC-eket. Ezt az ádáz versenyt a beruházásokért az tette lehetővé, hogy a tőke- és árupiacok liberalizációjával a transznacionális vállalatok globálisan optimalizálják termelésüket.
2. A várakozásokkal ellentétben *a világgazdaság fokozódó integrációja, a nemzetközi kereskedelem és tőkeáramlás felfutása nem hozta magával a szegény országok érdemi felzárkózását:* az elmúlt fél évszázadban a GDP/fő-ben mért különbségek az egyes országok között meglehetősen stabilan alakultak. Valódi felzárkózás a világ legfejlettebb országaihoz csak néhány esetben történt. Ezek a növekedési csodák elsősorban Kelet-Ázsiára korlátozódtak.
3. A harmadik negatív következmény *a pénzügyi szektor dominanciája a reálgazdaság felett.* Napjainkban a világ tőzsdéi és devizapiacai néhány nap alatt lekereskedik az éves világkereskedelem értékét. A pénzügyi TNC-k összes eszközértéke sokszorosa a reálgazdaságban tevékenykedő TNC-k eszközértékének. Ilyen aránytalanságok mellett nem meglepő, ha sokan úgy látják, a pénzügyi szektor túl nagyra nőtt, és már nem csak a hagyományos szerepére (a megtakarítások hatékony közvetítésére a vállalati beruházások felé) koncentrál.
4. Végezetül, általános kritika, hogy *a globalizáció jelenlegi keretei között már hiperglobalizáció* (vagy turbókapitalizmus), *amely öncélú vált, és amelyben a játékszabályok az egyes gazdasági szereplők számára nem azonosak.*

---

<sup>4</sup> Az UNCTAD statisztikái alapján, 2011-ben az összes eszközérték szerint a legnagyobb pénzügyi TNC a Deutsche Bank volt közel 2800 mrd. USD eszközállománnyal!

## 2. Az állam-piac kapcsolatrendszer

### 2.1 Az állam-piac kapcsolatának változása az elmúlt 150 évben

Az állami szerepvállalás mértéke és megítélése többször változott az elmúlt 150 év folyamán. Az egyes irányváltásokra jellemző, hogy követték a közgazdaságtan mainstream irányzatában bekövetkezett változást és szélsőségesek voltak. Utóbbi azt jelenti, hogy a közgazdászok nézete az állami beavatkozás szükséges mértékéről hol nagyon optimista, hol túlságosan pesszimista volt. A következőkben áttekintjük az állam-piac nexus változását a közgazdasági mainstream főbb korszakai szerint:

*Klasszikus kapitalizmus/liberalizmus (19. század közepe – 1914):* A klasszikus (más néven laissez-faire) kapitalizmus időszakában a közgazdászok szélsőségesen pesszimisták voltak az állam gazdasági szerepvállalását illetően. Adam Smith „éjjeli-őr állam” felfogását favorizálták, amely szerint a gazdaságpolitika szerepe a jogrendszer lefektetésében és betartatásában kimerül. Ebben az időszakban a képzeletbeli állam-piac inga tehát extrém módon a piaci oldalhoz tapadt.

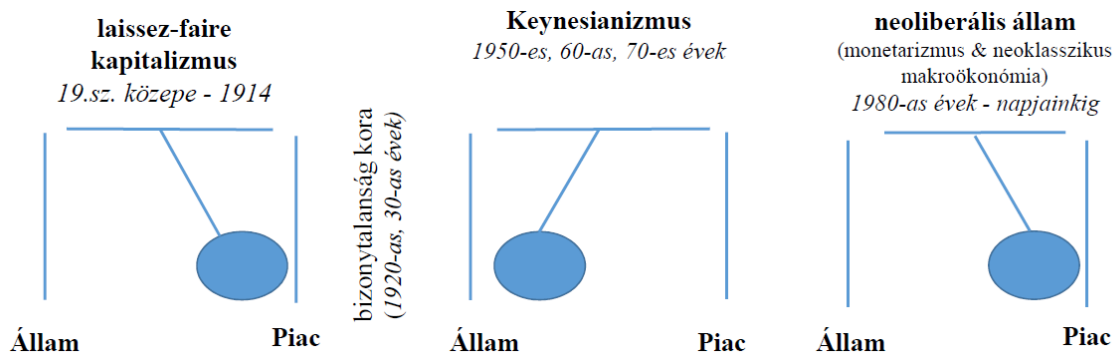
*A bizonytalanság kora (1920-as/30-as évek):* Az 1920-as, 30-as évek átmeneti időszakot jelentettek az első világháború és a nagy gazdasági világválság (1929-33) okozta politikai és gazdasági sokk következtében. Az első világháborút követően a korábbi birodalmak részben felbomlottak, a globális szövetségi rendszerek átalakulóban voltak. A nagy gazdasági világválság pedig a klasszikus kapitalizmus bukását hozta el. Ebben az időszakban azonban a Keynesianizmus még csak kialakulóban volt, így a közgazdászok tanácstalanok voltak, hogy a laissez-faire kapitalizmus után, mi legyen az új közgazdasági fősodor. *J.K. Galbraith* a bizonytalanság korának nevezte a két világháború közötti időszakot, amely mind a globális politika, mind a közgazdaságtan szempontjából találó megfogalmazás.

*A Keynesianizmus kora (1950-es/60-as/70-es évek):* A második világháborút követő 2-3 évtized uralkodó (mainstream) irányzata a keynesi közgazdaságtan volt. Ebben az időszakban a gazdaságpolitika szélsőségesen optimista volt az állami szerepvállalás lehetőségeit illetően. Általános volt a vélekedés, hogy a sikeres gazdasági felzárkózáshoz szükség van az aktív gazdaságpolitikára, a szabadpiaci automatizmusok ezen cél elérését nem tudják biztosítani. A képzeletbeli állam-piac inga most szélsőségesen elmozdult az állam irányába.

*A neoliberais állam (1980-as évek – napjainkig):* A Keynesianizmus hegemoniáját az 1970-es évek két olajválsága és az ennek nyomán kibontakozó stagfláció (gazdasági stagnálás + növekvő infláció) törte meg. A keynesi gazdaságpolitika ugyanis képtelen volt az időszak gazdasági válságát kezelni, az expanzív költségvetési élénkítés egyetlen eredménye az államadósságok növekedése volt. Ekkoriban jelent meg a monetarizmus és a neoliberális államfelfogás, amelyek aztán az 1980-as évektől át is vették a Keynesianizmus helyét a mainstream közgazdaságtanban. A neoliberális gazdaságpolitika (és a monetarizmus) szélsőségesen pesszimista az állam gazdasági szerepvállalását illetően, alapvetően a szabadpiaci automatizmusokban hisz. Az állam-piac inga tehát most átlendült a túloldalra, és rátapadt a „piacra”. A neoliberalizmus napjainkban is a fősodort képezi, bár a 2008/09-es globális pénzügyi válság után egy darabig úgy tűnt, hogy elveszítheti ezt a státuszát; végül is ez nem következett be.

A 4. ábra az állam-piac nexus képzeletbeli ingájának változásait mutatja be:

4. ábra Az állam-piac inga alakulása az elmúlt 150 évben



A fenti korszakokat áttekintve két törvényszerűség bontakozik ki az állam-piac nexust illetően:

1. Ahogy arra Dani Rodrik – a Harvard Egyetem professzora – is rávilágított: mindezidáig *nem sikerült megtalálnunk az arany-középutat az állam gazdasági szerepvállalását illetően*. A közgazdasági nézetek e tekintetben szélsőséges módon változtak: követve az aktuális mainstream közgazdasági iskolát, hol túlságosan optimisták, hol túlságosan pesszimisták voltak az állami beavatkozást illetően.
2. Az aktuális mainstream irányzat bukását jellemzően egy olyan nagy válság hozta mindig el, amely kezelésében előbbi eredménytelen volt: a nagy gazdasági világválság a klasszikus kapitalizmust, míg az 1970-es évek olajválságai a Keynesianizmust temette maga alá.

Az állam gazdasági szerepvállalásának egyik gyakran használt mértéke *az államháztartás mérete* (akár az összes kiadás, akár az összes bevétel alapján mérve). A 2. táblázat az összes államháztartási kiadás GDP arányos alakulását mutatja a ma fejlett országokban, az elmúlt 150 évben. Amennyiben az átlagra fókuszálunk *a következő tendencia bontakozik ki*:

1. A laissez-faire kapitalizmus alatt az állam mérete meglehetősen alacsony volt a GDP 10-15 százaléka körül alakult. Ez összhangban van az időszak uralkodó pesszimista hozzáállásával az állami beavatkozást illetően; valamint azzal, hogy a jóléti rendszerek (egészségügy, nyugdíj) ekkoriban még hiányoztak, vagy gyerekcipőben jártak.
2. A bizonytalanság kora alatt elindul az állam méretének emelkedése (a GDP 20-25%-ra), ami a nagy gazdasági világválság kezelésének és az ennek nyomán létrejövő szociális ellátásoknak köszönhető.
3. A klasszikus vegyes gazdaság, amelyben már az állam is megkerülhetetlen, fajsúlyos szereplőként jelenik meg a Keynesianizmus időszaka alatt, az 1950-es/60-as/70-es években alakul ki. Ebben az időszakban válnak általánossá az állami újraelosztáson alapuló jóléti szolgáltatások (egészségügy, oktatás, nyugdíjrendszer), amely természetesen jár az államháztartás méretének masszív növekedésével (a GDP 30-40 %-ra). Az állam méretének növekedése az uralkodó közgazdasági irányzat államfelfogásával összhangban van.
4. A neoliberális állam elmúlt 40 évét vizsgálva azt a meghökkentő észrevételt tehetjük, hogy az államháztartás mérete nem csökkent, holott ez az irányzat az állam visszavonulását hirdeti. Ennek alapvetően politikai és demográfiai okai vannak. Egyrészt, a társadalom a jóléti szolgáltatásokat „szerzett jogként” kezeli. Azaz, ezeket a rendszereket mindig könnyebb felépíteni, mint visszaépíteni. Politikailag túl kockázatos lenne az egészségügyre, a nyugdíjakra és az oktatásra szánt források drasztikus

visszavágása. Másrészt, a társadalom előregedése a fejlett országokban folyamatos nyomás alatt tartja a jóléti rendszerek kiadásait.

Természetesen a neoliberális állam hegemoniája alatt is érdemi eltérést találunk az egyes országok államháztartási mérete között, ami elsősorban a követett hagyományos gazdaságpolitikai modellel magyarázható. Ez az oka annak, hogy a skandináv országokban (jóléti állam) az államháztartás kiadásai a GDP 50-60 %-ra rúgnak, miközben az angolszász országokban (neoliberalizmus) a 35-40 %-ot közelítik.

2. táblázat Az államháztartás GDP-arányos kiadásainak alakulása (%)

	Laissez-faire		Bizonytalanság kora		Keynesianizmus		Neoliberális állam		
	kb. 1870	1913	1920	1937	1960	1980	1990	1996	2002
Ausztrália	18.3	16.5	19.3	14.8	21.2	34.1	34.9	35.9	35.6
Ausztria	10.5	17	14.7	20.6	35.7	48.1	38.6	51.6	51.3
Kanada	na	na	16.7	25	28.6	38.8	46	44.7	41.4
Franciaország	12.6	17	27.6	29	34.6	46.1	49.8	55	53.6
Németország	10	14.8	25	34.1	32.4	47.9	45.1	49.1	48.5
Olaszország	13.7	17.1	30.1	31.1	30.1	42.1	53.4	52.7	48
Írország	na	na	18.8	25.5	28	48.9	41.2	42	33.5
Japán	8.8	8.3	14.8	25.4	17.5	32	31.3	35.9	39.8
Új Zéland	na	na	24.6	25.3	26.9	38.1	41.3	34.7	41.6
Norvégia	5.9	9.3	16	11.8	29.9	43.8	54.9	49.2	47.5
Svédország	5.7	10.4	10.9	16.5	31	60.1	59.1	64.2	58.3
Svájc	16.5	14	17	24.1	17.2	32.8	33.5	39.4	34.3
UK	9.4	12.7	26.2	30	32.2	43	39.9	43	41.1
USA	7.3	7.5	12.1	19.7	27	31.4	32.8	32.4	34.1
Átlag	10.8	13.1	19.6	23.8	28.0	41.9	43.0	45.0	43.5
Intervallum ≈	5-15	10-15	15-25	20-30	25-35	30-45	35-50	35-45	35-45

Forrás: Tanzi V. (2005): The Economic Role of the State in the 21st Century. Cato Journal

## 2.2 A fejlesztő állam: sajátosságok és intézményi karakterisztikák

A fejlesztő állam koncepciója a kelet-ázsiai Kistigrisek második világháború után követett gazdaságpolitikai modelljéből eredeztethető. Bár jellemzően ezen országokkal szokás ezt a politikát összekötni, hangsúlyozni kell, hogy a fejlesztő állam (developmental state) napjainkra általános irányzattá nőtte ki magát.

### A fejlesztő állam sajátosságai

A gazdaságpolitika *elsődleges célja a fenntartható gazdasági felzárkózás*. Ezt a mindenképp felett álló célt konszenzus övezi a hazai politikai és üzleti elitben. Le kell szögezni, hogy a fejlesztő állam a piaczgazdaságot megkérdőjelezhetetlen keretrendszernek tekinti; ezen keretrendszerben keresi az állami beavatkozás azon formáit, amelyek a gazdasági felzárkózást támogatják. Eszközeiben hagyományosan az iparpolitikára és a kereskedelempolitikára támaszkodik.

A fejlesztő állam gazdaságpolitikáját meghatározó egyik alapvetés, hogy a beruházásokra rendelkezésre álló források szűkösek, azok hatékony felhasználásához *állami koordinációra van szükség tudatos, aktív iparpolitika keretében*. Az iparpolitika kijelöli azokat a támogatandó *stratégiai szektorokat*, amelyek a gazdasági felzárkózás motorjává válhatnak – amelyekben az országnak komparatív előnye van, vagy lehet. Fontos követelmény, hogy a támogatott

vállalatokkal szemben a kormányzat teljesítmény-kritériumokat fogalmazzon meg, amelyeknek való megfelelés az állami támogatás folytatásának feltétele. Más szóval azok a vállalatok, amelyek nem teljesítik a kijelölt növekedési számokat, nem részesülnek további állami forrásokban. A teljesítmény-kritériumok következetes alkalmazása elengedhetetlen ahhoz, hogy az iparpolitika ne ún. „zombi vállalatokat” (veszteséges vállalatokat), hanem valódi „nemzeti bajnokokat” neveljen ki. A *nemzeti bajnok vállalat* a fejlesztő állam egyik központi fogalma: olyan hazai – nem feltétlenül állami – tulajdonban lévő nagyvállalatot jelent, amely a nemzetközi piacon versenyképes és meghatározó szereplő. A fejlesztő állam iparpolitikájával elsősorban ilyen nemzeti bajnokok kinevelésében érdekelt. Felfogása szerint, *a nemzeti bajnokok jelentik a hazai kapitalizmus alapját*, amely nélkül nincsen sikeres felzárkózás. Néhány példa a nemzeti bajnokokra: Dél-Korea – Samsung, Hyundai; Kína: Huawei; Magyarország: OTP, MOL.

Az iparpolitikát hagyományosan kiegészíti a *protekcionista kereskedelempolitika*. Utóbbi importkorlátozásokkal átmeneti védelmet nyújt a stratégiai szektoroknak a nemzetközi versennyel szemben. A fejlesztő állam kereskedelempolitikája azonban nem merül ki az importkorlátozásban, az *exportösztönzésre* is legalább akkora hangsúlyt fektet. *A cél* ugyanis *nem az importverseny tartós kizárása*, hanem átmeneti védelem nyújtása a potenciális nemzeti bajnokoknak, amíg azok megerősödnek és képesek már felvenni a versenyt globális versenytársaikkal. A fejlesztő állam tehát nem olyan hazai nagyvállalatok teremtésében érdekelt, amelyek a hazai piac kiszolgálására rendezkednek be, hanem olyanokban, amelyek jelentős mértékben exportra is termelnek; azaz nemzetközi szinten is versenyképesek.

A fejlesztő állam további jellemzője a társadalmat és a hazai üzleti elitet jellemző *gazdasági patriotizmus*, valamint a gazdaságpolitika azon törekvése, hogy ezt a patriotizmust erősítse.

#### *A fejlesztő állam intézményi karakterisztikái*

A kormányzati *bürokrácia meritokratikus* elven működik. A meritokrácia azt jelenti, hogy a hierarchiában mindenki érdemeinek megfelelően jut előre. A meritokratikus bürokráciát a teljesítmény-elv jellemzi, amely azt eredményezi, hogy az államapparátusban jól képzett emberek ülnek. Ez elengedhetetlen az állami fejlesztéspolitika sikeres megvalósításához.

A második intézményi sajátosság a *centralizált kormányzati struktúra*. A fejlesztő államban hagyományosan létezik egy-két csúcsminisztérium – jellemzően a fejlesztéspolitikáért felelős minisztérium(ok) –, amely dominálja a többit. Japánban a Pénzügyminisztérium (Ministry of Finance – MOF) és az Ipari- és Kereskedelmi Minisztérium (MITI – Ministry of International Trade and Industry) töltötte be ezt a szerepet a második világháború után.

A fejlesztő állam további intézményi karakterisztikája az *állami tulajdonú bankok magas részaránya a bankszektorban*. Ez hagyományosan az irányított hitelezést szolgálja. A gazdaságpolitikának ugyanis az állami bankokon keresztül a legegyszerűbb a „nemzeti bajnok-jelölt” vállalatok támogatása kedvezményes, alacsony kamatozású hitelekkel.

Végezetül a fejlesztő államot a kormányzat *erős társadalmi beágyazottsága* jellemzi, amely alatt a hazai üzleti elittel való szoros együttműködését értjük.

#### *A fejlesztő állam létjogosultsága és kritikái*

A fejlesztő állam napjainkban virágkorát éli a közepesen fejlett országok körében. Létjogosultsága két forrásból ered. Egyrészt, a történelmi tapasztalatok alapján *a ma fejlett országok* a 19. század folyamán, *iparosodásuk kezdetén aktívan éltek a fejlesztő állam eszközeivel*: támogatták az iparukat, és védték azt a nemzetközi versenytől magas importvámokkal. Más szóval az ismert gazdaságtörténeti példák alapján a ma fejlett országok sikeres felzárkózása mindenütt igényelte az aktív állami szerepvállalást, nem a piacok pusztá liberalizációján, deregulációján alapult.

Másrészt, a közepes-fejlettség csapdjából való menekülésre a fejlesztő állam megoldással szolgálhat. A *közepes-fejlettség csapdája* (middle-income trap) azt az empirikus tényt rögzíti, hogy az alacsony fejlettségi szintről megfelelő gazdaságpolitikai fordulattal viszonylag gyorsan el lehet érni a közepes-fejlettség szintjét, azonban innen már csak keveseknek sikerül valóban felzárkózni a legfejlettebb országokhoz. A közepes-fejlettség csapdája a centrum-periféria viszonyok megmerevedéséhez vezet a világgazdaságban. Ebből jelenthet kiutat a jól megtervezett és kivitelezett állami fejlesztéspolitika.

A fejlesztő államnak természetesen vannak kritikussai. A neoliberais kritika szerint a gazdasági prosperitáshoz vezető kizárólagos út az állami beavatkozás mérséklésén keresztül vezet. Ennek háttérében az a vélemény áll, hogy az állami iparpolitika és fejlesztéspolitika a korrupció melegágya és alapvetően életképtelen zombi-vállalatok létrejöttéhez vezet. A neoliberais megközelítés bár elismeri, hogy a piacok nem tökéletesek – és így elméletileg indokolt lehet az állam beavatkozása –, de úgy gondolja, hogy a valóságban az állami beavatkozás több kárt csinál, mint amennyi hasznot generál.

Végezetül említést kell tennünk arról, hogy *a klasszikus fejlesztő állam a 21. században csak korlátozott mértékben megvalósítható*. A nemzetközi kereskedelem jelenlegi szabályai a WTO (Világkereskedelmi Szervezet) égisze alatt ugyanis nem teszik lehetővé a protekcionista kereskedelempolitikát és a hazai vállalatok diszkriminatív állami támogatását. (Mindez egyébként az Európai Unió keretében sem lehetséges.) Továbbá, a szabad nemzetközi tőkeáramlás és az ennek nyomán kibontakozó race-to-the-bottom gazdaságpolitika szintén szűkíti a nemzeti kormányzatok mozgásterét a fejlesztéspolitikai céljaik megvalósításában. Felmerül a kérdés tehát, hogy a globalizáció kiteljesedésével a fejlesztő államnak végleg leáldozott-e? Robert Wade, a London School of Economics közgazdásza szerint nem ez a helyzet. Bár az eszköztár beszűkült, a fejlesztő állami gazdaságpolitika a 21. században is lehetséges; napjainkban azonban már szofisztikáltabb, rejtettebb módon (pl. a hazai kutatás-fejlesztés, illetve KKV-szektor támogatása). A kelet-ázsiai országok gazdaságpolitikáját mindmáig a fejlesztésorientált gondolkodásmód (developmental mindset) jellemzi. Utóbbi miatt véli azt R. Wade, hogy ezek az országok továbbra is a fejlesztő állami modellt követik a 21. század kereteire szabva.

### **2.3 A kelet-ázsiai és a latin-amerikai fejlesztő állami modellek összehasonlítása**

A fejlesztő állam sikeres alkalmazásának iskolapéldájaként a kelet-ázsiai országok gazdasági felzárkózását szokták említeni. Ezek az országok a második világháború után kifejezetten fejletlennek számítottak. Az ezt követő évtizedekben mutatott gazdasági növekedésük azonban csoda számba ment.

*A kelet-ázsiai országok a tankönyvi feltételeknek megfelelően alkalmazták a fejlesztő állami modellt.* Egyrészt a társadalomban széles konszenzus uralkodott a gazdasági felzárkózás, mint gazdaságpolitikai cél, elsődlegessége kapcsán. A hazai politikai és üzleti elit kapcsolatát a szoros együttműködés jellemezte a fejlesztéspolitikai célok mentén. Az iparpolitika sikeresen találta meg a stratégiai szektorokat és nevelte ki a nemzetgazdaság bajnokait. Ennek egyik fontos momentuma volt, hogy a vállalatok állami támogatását szigorú teljesítménykritériumokhoz kötötte, amelyeket konzekvensen számon kért. A protekcionista kereskedelempolitika az átmeneti importvédelem mellett folyamatosan ösztönözte a hazai nagyvállalatokat az exportra. Ez az exportorientáció alapvető fontosságú volt abban, hogy a kelet-ázsiai országok elkerüljék olyan zombi-vállalatok elszaporodását, amelyek csak a hazai piacra fókuszálnak, és amelyek túlélését a hazai piacok magas importvámokkal való védelme biztosítja mindössze. A kelet-ázsiai gazdasági csoda tehát egyértelműen exportalapú növekedés volt. A sikeres felzárkózás egyik további fontos eleme a jól képzett, meritokratikus bürokrácia

volt. A kelet-ázsiai országokban az államapparátusba csak a legképzettebbek jutnak be, a közszolgálat kifejezetten magas presztízzsel bír.

Említést kell tennünk a kelet-ázsiai országok felzárkózását támogató kedvező külső körülményekről is. Egyrészt az 1990-es évekig, a WTO létrejöttéig még lehetséges volt a fejlesztő állam klasszikus eszközeinek bevetése: az aktív iparpolitika és a protekcionista kereskedelempolitika. Másrészt, Kelet-Ázsia az USA számára stratégiai fontossággal bírt a hidegháború alatt (és bír mindmáig). Ebből kifolyólag az USA szövetségeseit (pl. Dél-Korea) bőkezűen támogatta mind pénzügyi forrásokkal, mind technológiával.

*Míg Kelet-Ázsia a fejlesztő állam sikerének, addig Latin-Amerika a kudarcának tankönyvi példája.* Tisztázzuk azonban a legelején: *a fejlesztő állam latin-amerikai implementációja hemzsegett azoktól a hiányosságoktól,* amelyek elkerülésére az elméleti összefoglalóban felhívtuk a figyelmet. A cél Latin-Amerika esetén is ugyanaz volt, mint Kelet-Ázsiában: a második világháború után felzárkózás a fejlett országokhoz. Ez a felzárkózási kísérlet az 1980-as évekre a latin-amerikai adósságválsággal zátonyra futott. Az elsődleges oka ennek a kudarnak az elhibázott iparpolitika és kereskedelempolitika volt. A latin-amerikai országok iparpolitikájukban nem alkalmaztak teljesítmény-kritériumokat. Ez azt eredményezte, hogy a hazai vállalatok akkor is számíthattak a költségvetési támogatásokra, ha képtelenek voltak nyereségesen működni.

Ami a kereskedelempolitikát illeti, az importkorlátozás mellett hiányzott az erőteljes exportösztönzés. A fejlesztő állam latin-amerikai módja az importvédelemre nem átmeneti eszközként tekintett; azt arra használta, hogy a belföldi piacokat folyamatosan védje az importversenytől. A következtelen iparpolitika és az importhelyettesítésre egyoldalúan fókuszáló kereskedelempolitika oda vezetett, hogy az 1970-es évekre elszaporodtak a veszteséges, versenyképtelen nagyvállalatok. Ezen vállalatok életben tartása egyre nagyobb terhet jelentett a kormányzati költségvetéseknek hozzájárulva az államadósságok elszaladásához, majd az államadósságválság 1982-es kirobbanásához.

Végezetül az is hozzájárult a fejlesztő állam kudarcához Latin-Amerikában, hogy a bürokrácia nem meritokratikus elven szerveződött. Az államapparátust az inkompetencia és a korrupció jellemezte, éles ellentétben Kelet-Ázsiával.

A fejlesztő állam kelet-ázsiai és latin-amerikai alkalmazása közti főbb különbségeket foglalja össze a 3. táblázat:

3. táblázat A kelet-ázsiai és a latin-amerikai fejlesztő állami modellek összehasonlítása

	Latin-Amerika	Kelet-Ázsia
<b>Az iparfejlesztés szemlélete</b>	importhelyettesítő iparosítás	exportalapú növekedés
<b>Teljesítmény-kritériumok a támogatott vállalatokkal szemben</b>	nem	igen
<b>Geopolitikai sajátosság</b>	USA hegemóniája megkérdőjelezhetetlen	USA számára geopolitikailag fontos ellensúlya volt a Szovjetuniónak
<b>Társadalom és állam viszonya</b>	erős társadalom, gyenge állam	gyenge társadalom, erős állam
<b>Bürokrácia</b>	hiányzik a kompetens, meritokrácia alapú bürokrácia	meritokratikus, professzionális és kompetens bürokrácia

Forrás: Bojtor, A., 2019. Ál(la)mok feltámadása? A fejlesztő állam lehetőségei és korlátai a 21. században. In: Dombi, Á. (szerk.): *Gazdaságpolitika a 21. században. Az állami szerepvállalás kézikönyve*. ELTE Gazdálkodástudományi Intézet. Megjegyzés: átdolgozott táblázat

### 3. Gazdaságpolitikák a világban

#### 3.1 Az orosz gazdaságpolitika keretrendszere

Oroszországot politikai és gazdasági értelemben egyaránt mindig egyfajta külön-utasság jellemezte. A kontinensnyi kiterjedésű ország a világ egyik legnagyobb nukleáris arzenáljával, szénhidrogén készletével és belső piacával rendelkezik. Nem vitás, Oroszország globális hatalom mind katonai, mind gazdasági értelemben. A *nagyhatalmi törekvések* olyan mélyen gyökereznek a társadalomban, hogy *a gazdaságpolitika sikerének is önálló fokmérőjévé váltak*. Az *erős állam* tehát alapkövetelményként jelentkezik. Mindez a társadalmi és gazdasági berendezkedésre is rányomja a bélyegét. Nem véletlen, hogy *a nyugati típusú demokrácia a rendszerváltás után nem talált szilárd táptalajra*. Ami a gazdasági berendezkedést illeti, *az állam és a business viszonyát* az elmúlt egy évszázadban folyamatosan *az állam dominanciája fémjelzte*. Ez a szocialista időszakban a tervgazdálkodásban, napjainkban pedig az államkapitalizmusban ölt testet.

Az *államkapitalizmus* a tulajdonosi állam és a fejlesztő állam elegye, ahol az állam a stratégiai ágazatokban jelentős tulajdoni hányaddal rendelkezik, és aktívan részt vesz a gazdasági folyamatok tervezésében. Ez a rendszer a piactudományra, mint eszközre tekint, amely az állam felvigyázása nélkül képtelen a szükséges struktúra-változásokat véghezvinni és a felzárkózási törekvéseket beteljesíteni. Bár a fejlett, elsősorban angolszász országokban az államkapitalizmus jelentése hordoz némi negatív felhangot, le kell szögeznünk, hogy semleges fogalomról van szó. Mint mindig, most is minden a gazdasági és társadalmi peremfeltételektől függ. Egy nyersanyagban gazdag, közepesen fejlett ország esetében – mint amilyen Oroszország –, ahol jelentős igény mutatkozik a felzárkózásra, valamint arra, hogy az olaj- és földgáz bevételek a társadalom közös jövedelmét képezzék, kifejezetten kívánatos gazdasági rend az államkapitalizmus. Az aktív állami szerepvállalásnak persze meg vannak a hátulütői: könnyen a korrupció és a járadékvadászat melegágyává válhat. Ennek kiküszöbölése erőskezdő, felvilágosult és morálisan kikezdhetetlen állami vezetést feltételez, amelyben Oroszországnak voltak és mindmáig vannak elmaradásai.

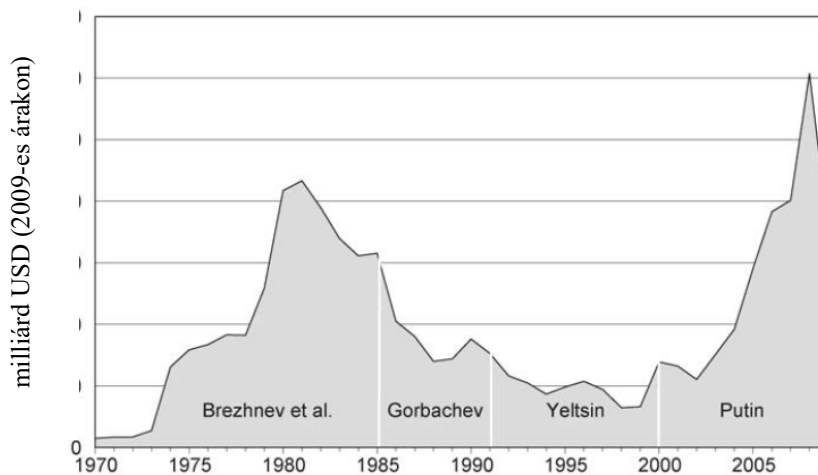
Az állami szerepvállalás fajsúlyát jó mutatja, hogy *a GDP alig két-harmadát állítja elő a magánszektor*, miközben a közép-európai poszt-szocialista országokban ez az arány 75-80 % körül alakul. Ennél is beszédesebb azonban az állami vállalatok top 10 vállalaton belüli részaránya (árbevétel és eszközérték alapján), amely az egyik legmagasabb a világon. Oroszországban elsősorban a bankszektor, a szállítást, az energiaszektor és természetesen a hadiipart uralják az állami vállalatok. *A kőolaj- és földgáz ágazatot a Rosznyeft és a Gazprom állami konszernnek dominálják*. Bár a privatizációs törekvések a 2010-es években felerősödtek – legalább is a hivatalos deklarációk szintjén –, jelentős változásokra a fenti ágazatokban valószínűleg nem számíthatunk. Az orosz gazdaságpolitikának ugyanis már hosszú évek óta egyik kiemelt célja a *nemzeti bajnokok* teremtése, azaz olyan hazai vállalatbirodalmak létrehozása, amelyek a nemzetközi porondon is meghatározó tényezővé válhatnak. Mi sem szemlélteti ezt jobban, mint az orosz állami vállalatok agresszív nemzetközi terjeszkedése.

A nagyhatalmi törekvéseken és az erős állami szerepvállaláson túl a mindenkori orosz gazdaságpolitika harmadik jellegzetessége a *szénhidrogén-exporttól való függőség*. Az orosz gazdaságot gyakran éri az a kritika, hogy szerkezetileg alul-diverzifikált, un. *monogazdaság*, ahol a kőolaj- és földgáz ágazat a gazdaság teljesítményének egyedüli letéteményese. Ha a nyersolaj világpiacon magas, az országot elárasztják az olajbevételek. Ilyenkor a növekedési ütem gyorsul, a jólét növekszik, az államháztartás kiegyensúlyozott, a devizatartalékok növekednek. Ha azonban a nyersolaj ára alacsony a stagnálás és a makrogazdasági egyensúlytalanság lesz úrrá. Mindez természetesen a politikai folyamatokon és a mindenkori rezsim társadalmi támogatottságán is otthagyja a lenyomatát. Az elmondottakat alátámasztandó, vegyük szemügyre az 5. ábrát, mely a 70-es évekig visszamenőleg mutatja be a kőolaj és földgáz bevételek alakulását. Látható, hogy az 1970-es évek olajválságai generálta áremelkedés jelentős bevételekhez juttatta a Szovjetuniót. Ez

biztosította a brezsnyevi nyugodt pangás éveinek finánciális bázisát. Gorbacsov ideje alatt az olajbevételek esni kezdtek. A negatív trend Borisz Jelcin elnöksége (1990-es évek) idején is folytatódott. A 2000-es évek eleje ismét az olaj világpiaci árának gyors növekedését hozta magával. Nem véletlen, hogy a négy vezető közül messze Vlagyimir Putyin örvendett a legnagyobb, míg Borisz Jelcin a legkisebb népszerűségnek. *Az olaj világpiaci ára* tehát egy olyan determináló tényező, amelytől *az orosz gazdaságpolitika még valószínűleg sokáig nem függetlenítheti magát.*

*A rendszerváltozás utáni orosz gazdaságpolitika négy szakaszra osztható.* Az első etap a viharos 90-es évekre esik, háttérben az elnyújtott piacgazdasági átmenettel és a járadékvadászok (oligarchák) uralmával (1992-1999). A második etap a gyors gazdasági növekedés és a makrogazdasági stabilitás évtizede, az államkapitalizmus kiépülésének időszaka (2000-2008). A harmadik szakasz a globális pénzügyi válság kezelése (2008-2010). A negyedik jelenlegi szakasz pedig a modernizáció, diverzifikáció jégében történő útkeresésről szól (2010- ).

5. ábra A kőolaj és földgáz bevételek alakulása



*Forrás:* Gaddy, C.G., Ickes, B.W., 2010. Russia after the Global Financial Crisis. *European Geography and Economics* 51(3)

### 3.2 A francia gazdaságpolitika keretrendszere

Az elmúlt 70 év francia gazdaságpolitikájának keretrendszerét az államkapitalizmus adta. *Az államkapitalizmus a tulajdonosi és fejlesztő állam elegye.* Napjainkban az államkapitalizmus (a fejlesztő állammal egyetemben) több közepesen fejlett országban a virágkorát éli, fontos azonban leszögezni, hogy a fogalom a francia gazdaságpolitikából ered, amely már az 1950-es évektől használja. A *francia államkapitalizmus* pilléreit a tervezés és stratégiaalkotás, az állami tulajdon, valamint a pénzügyi hálózatok dominanciája adja. Bár az elmúlt évtizedekben a globalizáció kiteljesedésével az államkapitalizmus – és annak pillérei – jelentősen átalakult(ak), mindmáig jellemzi(k) a francia gazdaságpolitikát.

#### *Tervezés, stratégiaalkotás*

A második világháború után a franciák a gazdasági fejlettséget illetően jelentős lemaradásban voltak az angolokhoz, de különösen az amerikaiakhoz képest. A piaci verseny sem volt olyan intenzív, mint az említett két országban. Az utolérési szándék viszont nagyon erős volt. A francia nagyhatalmi érdek nem engedhette meg a végleges leszakadást. Ezért Franciaország a *gazdasági dirigizmust* választotta a piacgazdaság működtetéséhez. A francia közgazdászokra

és politikusokra nagy hatással volt John Maynard Keynes munkássága, ami ideális alapnak tűnt az újjáépítés időszakában és azt követően is. A keynesi tanítások elméleti bázisán született meg a francia újjáépítési és modernizációs program, amelynek élén Charles de Gaulle, mint politikus, és Jean Monnet, mint közgazdász, az *indikatív* (közvetett, nem kötelező jellegű) *tervezés* atyja állt.

A tervezés szükségességét a franciák szerint éppen az indokolta, hogy *a piaci mechanizmusok önmagukban nem képesek a gazdasági struktúra kívánatos átalakítására*. A tervek általában ötévesek voltak, kijelölték az elképzelt növekedés főbb irányait, és igyekeztek valamennyi jelentős gazdasági csoport érdekeit figyelembe venni. Szemben a szocialista tervgazdasággal, Franciaországban a tervezés indikatív jelleggel zajlott, azaz *a tervek végrehajtása nem volt kötelező*. Éppen ezért, a széles társadalmi bázis megteremtése érdekében, a tervek kialakítása során törekedtek a legnagyobb érdekcsoportok (állam, nagyvállalatok, szakszervezetek) konszenzusára. Tizenegy tervciklus volt az 1990-es évekig bezárólag. Az indikatív tervezés folytatását a globalizáció kiteljesedése és a mikrogazdasági folyamatok egyre bonyolultabbá válása ellehetetlenítette. Bár az indikatív tervezés napjainkra megszűnt, *mindmáig kulcsfontosságú a kormányzat, az állami bürokrácia és az üzleti élet hazai szereplőinek előzetes konszenzusa* – legyen szó a gazdaságpolitika bármely területéről.

A tervezésen alapuló gazdaságpolitika sikerének szükséges feltétele volt egy *jól képzett, technokrata államigazgatás*, ahova a legtehetségesebb fiatalok kerültek be meritokratikus alapon az ország speciális célú, nagy-presztízsű egyetemeiről, a *grandes écoles-ból* (pl. École Nationale d'Administration). Ez a *bürokratikus elit gyorsan összefonódott az üzleti elittel* egy szűk kör állami és vállalati pozíciók közötti cirkulációjához vezetve. A köz- és magánszektor elitjének összefonódása mindmáig erőteljes, bizonyos értelemben *oligarchikus jegyeket mutat*. Utóbbi az egyik letéteményese annak, hogy a jelenlegi poszt-dirigista berendezkedésben az állam még mindig erőteljes ráhatással bír a – már magántulajdonban lévő – francia nagyvállalatok üzleti folyamataira.

### *Államosítás, privatizálás*

Franciaország az *1980-as évekre* az akkori Európai Közösségen belül *a legnagyobb állami szektorral* rendelkezett. A bankszektor például szinte teljes egészében állami tulajdonban volt. Az államosításnak három hulláma volt:

- a Népfrentkormány államosítási intézkedései 1936-ban,
- államosítások a második világháború után (1945-1946),
- a baloldali Mitterand kormány államosításai 1982-ben.

Az államosítási etapokat két privatizációs hullám követte, 1986-ban és 1993-ban.

*Mára az állami tulajdon* lényegesen kisebb szerepet játszik a francia gazdaságban, mint a 1980-as években, de *még így is az egyik legjelentősebb súllyal rendelkezik az EU tagállamai között*. Az állami tulajdonú vállalatok visszaszorulása érintetlenül hagyta a *nemzeti bajnokok* kitüntetett helyét a mindenkori gazdaságpolitikában. (A nemzeti bajnokok olyan francia nagyvállalatok, amelyek a nemzetközi porondon is meghatározó szereplőként képesek fellépni.) A gazdasági dirigizmus alatt, az 1980-as évekig, a francia gazdaságpolitika a nemzeti bajnokok kinevelésében kiemelkedő szerepet szánt az állami vállalatoknak. A privatizációs hullámok után, az 1990-es évektől, a nemzeti bajnokok támogatásának eszköze a francia nagyvállalatok protekcionista védelme lett.

### *Pénzügyi hálózatok, pénzügyi csoportok*

A francia gazdaságra mindmáig jellemző a nagyvállalatok hálózatba tömörülése a legnagyobb hazai pénzügyi intézményekkel a középpontjukban. Ezek az ún. *pénzügyi hálózatok (csoportok)* az elmúlt 70 évben jelentős változáson mentek keresztül, de a lényeg nem változott: *a pénzügyi szféra elitje domináns szereppel bír a reálgazdaság irányításában.* A második világháború utáni korszakot három szakaszra bonthatjuk ilyen tekintetben: az 1970-es évekig a pénzügyi csoportok dominanciájában; az 1980-as, 90-es években a *kereszttulajdonlásban*; a 2000-es években pedig a *kereszt-boardingolásban* testesül meg a pénzügyi hálózatok vezérszerepe.

*A pénzügyi csoportok olyan vállalatbirodalmakat takarnak, amelyek középpontjában egy bank – mint tulajdonos és irányító – áll.* Franciaországban a pénzügyi csoportok eredete a 19. századra tehető, amikor is egyes bankházak (pl. Crédit Lyonnais, Rothschild Bank) az ipari forradalom alatt reálgazdasági befektetésekkel is elkezdtek foglalkozni. A pénzügyi csoportok térnyerése a második világháború után is folytatódott, amelyet az állam az egyes bankházak pénzügyi és reálszférában eszközölt fúzióinak, felvásárlásainak passzív szemléléssel burkoltan is támogatott. *Az 1970-es évekre a francia gazdaság három gigantikus pénzügyi csoport körül koncentrált:* Suez, Paribas, Rothschild. Uralmuknak az 1982-es államosítás vetett véget, amely során mindhárom befektetési csoport állami tulajdonba került.

Az 1986-ban elindult privatizáció eredményeképpen tucatnyi kisebb pénzügyi csoport kelt újra életre. Ennél is meghatározóbb lett azonban a nagyvállalatok között kialakuló kereszttulajdonlás rendszere. A korábbi erőteljesen hierarchikus, néhány pénzügyi csoport köré szerveződő rendszer sokkal inkább polarizált lett és átalakult egyfajta vállalati-pénzügyi szövetséggé. *A kereszttulajdonlással kialakult egy francia tulajdonosi kemény-mag (noyaux durs), amely a privatizáció után is lehetőséget biztosított az állam koordinációs céljainak megvalósítására, valamint a francia nagyvállalatok külföldi ellenséges felvásárlásokkal szembeni védelmére.*

*Az 1990-es évek végére a francia nagyvállalatok közötti kereszttulajdonlás háttérbe szorult, leginkább csak néhány stratégiai ágazatra korlátozódott.* Ez a tőkepiaci liberalizációnak, illetve a nagyvállalatok fokozódó nemzetközi aktivitásának – akvizícióinak és összeolvadásainak – természetes következménye volt. *A francia pénzügyi hálózatok azonban nem tűntek el, csak átalakultak, informálisabbá váltak.* A gazdasági koordinációban, a szűk üzleti és politikai elit kooperációjában a kereszttulajdonlás helyét a *kereszt-boardingolás* vette át (Clift, 2012).<sup>5</sup> Utóbbi alatt azt a jelenséget értjük, hogy a nagyvállalatok igazgatói több másik nagyvállalat igazgatótanácsában tagsággal rendelkeznek. A *kemény-mag* helyére a 2000-es évekre egyértelműen ez a *puha mag (noyaux souples)* lépett, amely hasonló hatékonysággal képes a koordinációt és a külföldi ellenséges kivásárlásokkal szembeni közös fellépést érvényre juttatni.

*A legnagyobb francia bankok szerepe ebben az új, puha hálózati struktúrában is meghatározó.* A 2000-es évekre három nagy pénzügyi hálózat alakult ki a Société Générale, a Crédit Agricole és a BNP Paribas – AXA szövetség köré szerveződve. Ezen bankok igazgatói a legnagyobb francia vállalatok igazgatótanácsában több tucatnyi pozícióval rendelkeznek.

### *A francia államkapitalizmus metamorfózisa*

A francia gazdaság és gazdaságpolitika az elmúlt hét évtizedben hosszú utat tett meg. Nyugati mércével mérve agrárországból fejlett iparosodott ország lett, bizonyos csúcstechnológiai ágazatokban pedig egyenesen a világ élvonalához tartozik. Az állam és a piac viszonya ez idő alatt többször is módosult. Míg az 1980-as évek elejéig az állam dominált, az elmúlt 30-40 évben fokozatosan háttérbe szorult. Felmerül a kérdés, hogy a dirigizmus eltűnése után, létezik-e még önálló, egyedi francia kapitalizmus? A téma korábban megosztotta még a közgazdászokat, mára azonban kifejezesebben látszik, hogy a francia piacgazdasági

<sup>5</sup> Clift, B. (2012): Comparative capitalism, ideational political economy and French post-dirigiste responses to the global financial crisis. *New Political Economy* 17(5): 565-590.

berendezkedés egyik nagy modellel sem azonosult teljesen. A liberalizáció, dereguláció és privatizáció előrehaladtával csak részben konvergált az angolszász neoliberais piacgazdasághoz. Az állam koordináló szerepe (akarata) és – kisebb részben – tulajdonosi pozíciója mindmáig megmaradt. Ugyanakkor, a német szociális piacgazdasággal sem hozható egy kategóriába, mivel a koordináció nem a gazdaság *stakeholdereinek* széles rétegét involválva zajlik, hanem a szűk üzleti és politikai elite korlátozódik. Ilyen tekintetben a koordináció oligarchikus jegyeket ölt, amelybe az állam – német mércével mérve – túlságosan is aktívan belefolyik. Az irodalom több névvel is illeti a jelenlegi francia modellt: állam által befolyásolt piacgazdaság (*state-influenced market economy*), vállalkozói állam (*entrepreneurial state*), állam vezérelte kapitalizmus (*state-driven capitalism*), centralizált piacgazdaság (*centralized market economy*) (Schmidt, 2016).<sup>6</sup> Mindegyik elnevezés helytálló, hiszen napjaink poszt-dirigista modelljének lényegét érinti, amely még mindig a dirigizmus kulcsszavaira épül: protekcionizmus, patriotizmus, fejlesztés – igaz kisebb állami tulajdon és közvettebb állami befolyásolás mellett.

### 3.3 A német gazdaságpolitika keretrendszere

A mindenkori német gazdaságpolitika két meghatározó pillérét a szociális piacgazdaság és a német föderalizmus sajátosságai adják.

#### *Szociális piacgazdaság*

A szociális piacgazdaság a piacgazdaság német modellje, amely a második világháború óta mindmáig a gazdasági és a társadalmi berendezkedés megkérdőjelezhetetlen iránytűjeként funkcionál. A mindenkori német gazdaságpolitika ideológiai háttérét jelenti, akkor is, ha az sokszor eltávolodott tőle. Történelmi legitimitását és népszerűségét nemcsak annak köszönheti, hogy „német exportcikknek” számít, egyfajta harmadik útnak a piacgazdaság két szélsőséges válfaja – a gazdaságpolitika szerepét illetően minimalista neoliberais és a paternalista jóléti állam – között, hanem annak is, hogy bevezetése a német gazdaság eddigi legfényesebb korszakával, az 1950-es évekbeli német gazdasági csodával esik egybe.

*A szociális piacgazdaság gyökerei az ordoliberalizmusból és a keresztény emberképből erednek. Előbbi a neoliberais német irányzata. Az ordoliberalizmus középpontjában ennek megfelelően a piac mindenhatósága áll, különös hangsúlyt fektetve a valódi piaci verseny érvényesülésére és az ezt kikényszerítő szabályozó államra. A keresztény emberkép az önmagáért, valamint a – természeti és társadalmi – környezetéért egyaránt felelős embert jelenti. Úgy is fogalmazhatnánk, hogy a szociális piacgazdaság „piacgazdaság” részét az ordoliberalizmus, „szociális” részét pedig a keresztény társadalomtanítás adja. Nem kizárólagosan gazdasági koncepcióról van tehát szó: valódi tartalmát és ismérveit morálfilozófiai alapon lehet igazán jól megragadni. Célszerű ezért számba venni mindazon értékeket, melyeket két fő komponense közvetít, és amelyek így a szociális piacgazdaság sajátjai is.*

*Az ordoliberalizmus a versenyt és a teljesítményelvet helyezi előtérbe, míg a keresztény emberkép az önmagunkért való felelősség keretében az öngondoskodást, a környezetünkért való felelősség keretében pedig a társadalmi szolidaritást és a társadalmi partnerséget. Mindkettő vallja az egyéni szabadság fontosságát a gazdálkodás és az élet egyéb területén. A szociális piacgazdaság ezen értékek egyidejű megvalósulását jelenti a gazdaságpolitikában, szemben a neoliberais állammal, ahol a társadalmi partnerség és szolidaritás, illetve a jóléti állammal, ahol a teljesítményelv és az öngondoskodás hiányzik.*

*A szociális piacgazdaság erős, de nem mindenható államot feltételez, ahol az állami beavatkozást a diszkrecionalitás helyett a kiszámíthatóság és a folytonosság jellemzi. A*

<sup>6</sup> Schmidt, V.A. (2016): Varieties of capitalism: a distinctly French model? In: Elgie, R., Grossman, E., Mazur, A.G. (eds.): *The Oxford Handbook of French Politics*. Oxford: Oxford University Press.

gazdaságpolitika feladata leginkább az iménti értékrendszer intézményesítésére korlátozódik a fontosabb részpolitikák terén. Mindez persze igen általánosan hangzik. A szociális piacgazdaság azonban sohasem volt egy részleteiben végletekig kidolgozott ideológia. Értékrendjében merev, ám annak a gyakorlati gazdaságpolitikába való átültetésében rugalmas irányítúként funkcionált. Ebből kifolyólag a piac és az állam oly gyakran emlegetett kényes egyensúlya, amely a szociális piacgazdaság egyik elhíresült mottójában is megfogalmazódott: „*Annyi piac, amennyi lehetséges, annyi állam, amennyi szükséges*”; tartalmát illetően mindvégig relatív maradt. Utóbbi a német gazdaságpolitika ciklikusságának sajátos forrásává vált. A kormány színezetétől függően ugyanis hol az állam (SPD), hol a piac (CDU/CSU) felé billent a mérleg. A bizonytalanságért kétségkívül a piacgazdaság „szociális” szempontú kiterjesztése a felelős.

Mindazonáltal az előbbieknél konkrétabb követelmények is megfogalmazhatók az állam szerepével kapcsolatban. Egyrészt, a gazdaságpolitikának elsősorban a *rendszerszabályozásra* (Ordnungspolitik) *kell törekednie a folyamatszabályozással* (Prozesspolitik) *szemben*. Ebből kifolyólag a szociális piacgazdaság ideológiája, ha nem is veti el teljesen a keynesi típusú konjunktúraszabályozást, de legalább is másodlagos jelentőséget tulajdonít neki. Másrészt, a rendszerszabályozás feladata, hogy a vázolt értékportfóliónak megfelelően alakítsa ki a gazdaság és a társadalom működési kereteit. Hogy mennyire képes ezen kötetelmének megfelelni, azt leginkább a szociálpolitika, a versenypolitika, valamint a munkáltatók és munkavállalók közötti kapcsolat ismerve alapján dönthetjük el. Ezek ugyanis azok a területek, amelyek az egyes értékelemek legfőbb letéteményesei. A versenypolitika a verseny és a teljesítményelv, a szociálpolitika az öngondoskodás és a társadalmi szolidaritás, a munkáltatók és a munkavállalók közötti kapcsolat pedig a társadalmi partnerség teljesüléséért felel. Ennek megfelelően a szociális piacgazdaságban a következőképpen néznek ki e területek főbb sarokpontjai.

A szabad piaci verseny kikényszerítése érdekében a versenypolitikának konstans eleme a *monopólium- és kartell-ellenes*, valamint a fúziókat kontroláló szabályozások, továbbá a piacra való belépés előtti akadályok lebontása. A szociálpolitikában alapelvnek kell lennie, hogy az *öngondoskodás megelőzze a társadalmi szolidaritást*. További kitétel, hogy a szociális transzferek csak szelektívek lehetnek, és az *öngondoskodás visszaállítását kell elősegíteniük*. A *munkáltatók és a munkavállalók közötti kapcsolat* szabályozásában az államnak arra kell törekednie, hogy a társadalmi partnerség jegyében a hagyományos alá-fölérendeltség helyett, a *mellérendeltség* jellemezze inkább a két fél viszonyát.

A szociális piacgazdaság egy másik megkülönböztető jegye a *nemzeti fizetőeszköz értékállóságának követelménye*, amely a monetáris politika számára erőteljes antiinflációs magatartást ír elő.

#### *A német föderalizmus intézményi determinációi*

Az egyik specifikumot a német föderalizmus azon jellegzetessége szolgáltatja, mely szerint a *tagállamok és a szövetség egymásrautaltsága a politika terén igen erős*. Két tényező rejlik ennek háttérében. Egyrészt, a német föderalizmust sokkal inkább a hatalmi kompetenciák szerinti – funkcionális – differenciálódás jellemzi, semmint a feladatkörök tagállamok és szövetség közötti egyértelmű elosztása. A törvényhozó hatalmat döntően a szövetségi kormány, míg a végrehajtó hatalmat túlnyomórészt a tartományi kormányok testesítik meg. Így számos közfeladat ellátása a szövetségi kormány és a tartományi kormányok együttműködését igényli.

Az egymásrautaltság másik gyökere a *Szövetségi Tanács* (Bundesrat) *vétó-játékos* szerepéből ered. A Szövetségi Tanács a tartományok kormányainak delegáltjaiból áll, és a *Szövetségi Parlament* (Bundestag) *által elfogadott törvények jelentős hányadánál vétójoggal rendelkezik*. Így annak ellenére, hogy a törvényhozás döntően nem a tartományi kormányok kezében összpontosul, a Szövetségi Tanácson keresztül erős közvetett befolyással bírnak rá.

Ezért nem csak az számít, hogy a szövetségi parlamenti választásokon a két nagy párt (CDU/CSU, SPD) közül melyik győzedelmeskedik, hanem az is, hogy a tartományi választásokon melyik oldal képes annyi tagállamot elhódítani, hogy a Szövetségi Tanácsban többségbe kerüljön. Az elmúlt 70 év közel 2/3-ban a szövetségi kormány nem rendelkezett a Szövetségi Tanácsban többséggel, amely hol kompromisszumokra, hol meghátrálásra, hol programjának feldarabolására kényszerítette.

A német föderális államstruktúra másik sajátossága a költségvetési bevételek eloszlása Berlin és a tartományok között. *A szövetségi költségvetés az összes adóbevétel kevesebb, mint felével rendelkezik.* Ez érzékenyen érinti a fiskális politika mozgásterét az aggregát kereslet önálló – a tartományi kormányzatok bevonását mellőző – élénkítésére. Ebből kifolyólag a keynesiánus gazdaságpolitika Németországban jóval nehezebben kivitelezhető, mint a legtöbb föderális államban, az unitáriusokról nem is beszélve.

A föderalizmus jellegzetességei azt eredményezik, hogy *a szövetségi kormánynak korlátozott a mozgásterét a gazdaságpolitika terén:* az ellenzék túl gyakran kerül a vétó-játékos szerepkörébe, és a szövetségi szintű fiskális politika is korlátozott lehetőségekkel bír. A Bundesbank érinthetetlen függetlensége miatt a monetáris politika pedig mindig is hiányzott a kormányzat eszköztárából.

Végül említést kell tennünk a német gazdaságpolitika intézményi környezetének egy további eleméről, a *Szakértői Tanácsról* (Sachverstaendigenrat). A Szakértői Tanács egy olyan, az üzleti élettől és a politikától szigorúan független, tudományos tanácsadó grémium, melynek tagjait a német közgazdasági akadémiai körök jeles képviselőiből választják. Feladata, hogy folyamatosan figyelemmel kísérje és véleményezze a nemzetgazdaság tendenciáit, illetve javaslatokkal lássa el a kormányt a gazdaságpolitikával kapcsolatban. Megalapítása óta köztiszteletnek örvendő és komoly véleményformáló szereppel bír.

## 4. Magyar gazdaságpolitika a 2000-es években

### 4.1 A 2002-2010 közötti ortodox gazdaságpolitika sajátosságai

*A magyar gazdaságpolitika 2002 és 2010 között a legfontosabb makrogazdasági indikátorok alapján sikertelen szakaszt élte. Az államadósság a GDP 52 %-ról közel 80 %-ra emelkedett, a GDP növekedési üteme az időszak átlagában elmaradt a közép-európai versenytársakétól, a gazdaság (állam, háztartások, vállalatok) devizaadóssága felduzzadt, a foglalkoztatás ráta 56-57 % körül állandósult messze elmaradva az EU átlagától, de a többi visegrádi ország átlagától is. Mindezek alapján kijelenthető, hogy míg Magyarország az 1990-es évek második felében a közép-európai poszt-szocialista országok éllovasának számított, a 2000-es évek első évtizedében sereghajtóvá vált. A kedvezőtlen makrogazdasági pálya mögött a 2002 és 2006 közötti elhibázott gazdaságpolitika, valamint az emiatt hazánkat különösen súlyosan érintő 2008/09-es globális pénzügyi válság állt.*

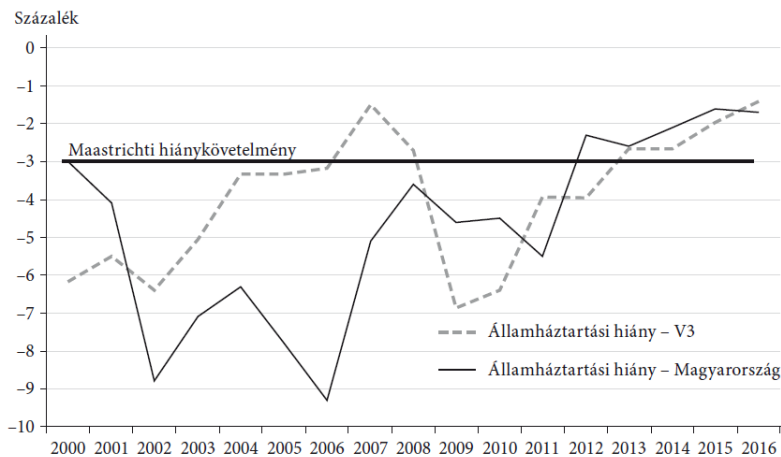
*A gazdaságpolitikát 2002 és 2006 között a fiskális politika és a monetáris politika szembenállása jellemezte. Míg a költségvetési politika expanzív volt, jelentős hiányokat generálva az államháztartásban, a jegybank – regionális összehasonlításban is – magas alapkamattal restriktív politikát folytatott. A laza költségvetési politikát nevezhetjük felelőtlennek is két okból kifolyólag. Egyrészt, a 2002-es választások után elmaradt a korábban a választásokat követően menetrendszerűen érkező költségvetési stabilizáció, a stop-ciklus. Másrészt, a világgazdaság konjunkturális fázisában volt ezekben az években, így semmi nem indokolta a laza költségvetési politika folytatását. A keynesi gazdaságpolitika alapszabálya szerint, a költségvetésnek dekonjunktúrában expanzívnak kell lennie: adócsökkentéssel, valamint a kiadások növelésével kell stimulálnia a gazdaságot; konjunktúra idején viszont stabilizálna kell egyenlegét (adóemeléssel, a kiadások csökkentésével), hogy előkészítse a szükséges fiskális mozgásteret a következő gazdasági visszaesés kezelésére. A közgazdasági ésszerűség tehát restriktív fiskális politikát diktált volna ezekre az évekre. Ezzel szemben 2002 és 2006 között állandósult a GDP 7-8 %-ra rugó államháztartási hiány (6. ábra).*

A meredeken növekvő államadósságon túl (7. ábra), a magas államháztartási hiánynak két súlyos következménye volt. Egyrészt, a külföldi befektetők bizalma megingott a magyar államháztartás fenntarthatóságát illetően. Másrészt, a költségvetés túlköltekezése addicionális belföldi keresletet generált, amely értelemszerűen megemelte az import iránti keresletet is. Az import növekedésével pedig felborult a folyó fizetési mérleg egyensúlya is. *Az államháztartási hiány és a folyó fizetési mérleg hiány együttes megjelenését ikerdeficitnek nevezzük. A hagyományos megközelítés szerint, ikerdeficitnél jellemzően a költségvetési túlköltekezés okozza a külgazdasági hiányt. Bár Magyarország esetén is volt relevanciája ennek az érvelésnek, a 2000-es évek ikerdeficitjének okait számos szerző mélyebbre, egészen az elhibázott piaccgazdasági átmenetre vezeti vissza.*<sup>7</sup>

Ami monetáris politikát illeti, a *Magyar Nemzeti Bank 2001-től áttért az inflációs célkövetésre*, mint új monetáris rezsimre. Az inflációs célkövetés lényege, hogy a jegybank 1-2 éves távlatban meghatározza inflációs célját és igyekszik azt minden eszközzel elérni. A 2002 és 2006 közötti időszakban a költségvetési túlköltekezés a megemelkedett aggregát keresleten keresztül jelentős inflációs nyomás alá helyezte a gazdaságot. A jegybank ebben a helyzetben kétféleképpen dönthetett: vagy elengedi az inflációs célját, vagy a fiskális politika keltette „szembeszél” ellenére is igyekszik azt elérni. Utóbbi mellett döntött. Ez azonban azzal járt, hogy a legfőbb instrumentumának számító *jegybanki alapkamatot magasan kellett tartania* (8-10 %-on), hogy ezzel hűtse a gazdaságot és ellensúlyozza a költségvetés által keltett inflációs nyomást.

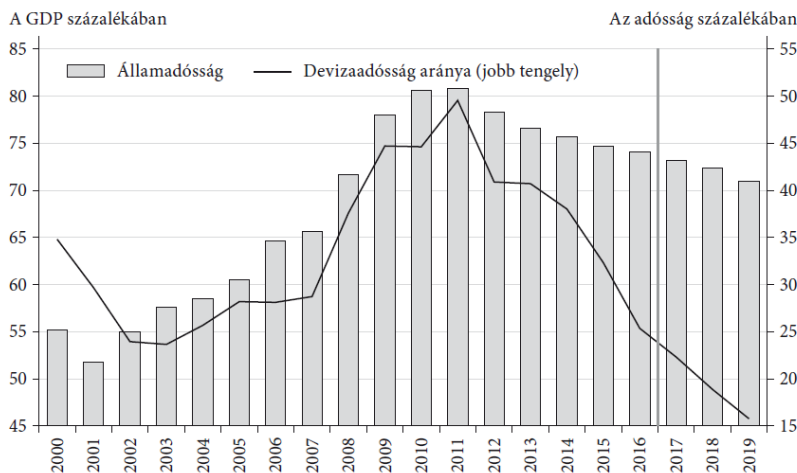
<sup>7</sup> Lásd például: György, L., Veress, J., 2016. A 2010 utáni magyar gazdaságpolitikai modell. *Pénzügyi Szemle*

## 6. ábra A magyar államháztartás egyenlegének alakulása



Forrás: Baksay, G., Palotai, D., 2017. Válságkezelés és gazdasági reformok Magyarországon, 2010-2016. *Közgazdasági Szemle* július-augusztus (701.o.)

## 7. ábra A magyar államadósság alakulása



Forrás: Baksay és Palotai (2017, 711.o.)

A magas jegybanki alapkamat jelentősen megdrágította a forinthitelek kamatát. Ez természetesen vezetett oda, hogy a gazdasági aktorok egyre nagyobb mértékben fordultak a jóval alacsonyabb kamatozású *devizában (euróban, svájci frankban) denominált hitelek* felé. A globális pénzügyi válság kirobbanásának előestéjére, 2007-re a lakossági jelzáloghitel-állomány közel 50 %-a, míg az államadósság közel 1/3-a már külföldi devizában volt denominált, amely nagyban növelte Magyarország külső sebezhetőségét (7. ábra). (Mindkét szektornál ez az arány tovább nőtt a globális pénzügyi válság éveiben.) A magas kamatkörnyezet miatt azonban nem lehet egyoldalúan a jegybankot hibáztatni, a felelőtlen fiskális politika is okolható. A gazdaságpolitika két fő intézménye egymásra mutogatott: a kormányzat a jegybankot kritizálta, hogy a magas alapkamat jelentősen megdrágítja az államadósság (re)finanszírozását; a jegybank pedig a kormányt okolta, azzal érvelve, hogy a felelőtlen fiskális politika miatt a külföldi befektetők elvárt kockázati prémiuma megemelkedett, amelyet a jegybanki alapkamatnak le kell követnie.

Összeségében a 2002-2006 közötti gazdaságpolitika fenntarthatatlan volt, a *gazdasági növekedés külső- és belső eladósodáson alapult*.

Az elhibázott gazdaságpolitika nagyban hozzájárult ahhoz, hogy *2008 őszén Magyarország sérülékeny pozícióban nézzen szembe a globális pénzügy válsággal*. Bár a költségvetési stabilizáció 2006 őszén elindult, az azt követő szűk 2 év kevésnek bizonyult ahhoz, hogy a gazdaság újra fenntartható pályára kerüljön és visszaszerezze a nemzetközi befektetők bizalmát. Törvényszerű volt, hogy a Lehman Brothers 2008. szeptemberi összeomlását követő pénzügyi pánikban, Izland államcsődje után a következő ország, amely a spekulánsok célkeresztjébe került, Magyarország volt. A globális pénzügyi válság alapvetően rengette meg a bizalmat a feltörekvő piacokkal szemben, a befektetők a biztonságos menedéknek számító német és amerikai állampapírokba allokálták vagyonukat: beindult a tőke menekítése a feltörekvő piacokról. *2008 októberére a magyar állampapírpiac kiszáradt* (eltűnt a kereslet az új állampapírok iránt), *amely hazánkat technikai értelemben az államcsőd szélére sodorta*. Az államadósság refinanszírozása (a lejáró állampapírok kifizetése) új állampapír kibocsátással ebben az esetben ugyanis ellehetetlenül. A helyzetet tovább rontotta a külföldi deviza denomináció nagy aránya az állampapírállományon belül. Utóbbi ugyanis még az elvi lehetőségét is elvette az államadósság monetáris finanszírozásának, azaz annak, hogy a kormányzat az MNB-től vegyen fel forinthitelt a lejáró adósságai kifizetésére. Nem maradt más lehetőség a tényleges államcsőd elkerülésére mint a hitelfelvétel a nemzetközi szervezetektől.

*Magyarország 2008 októberében 25 milliárd USD hitelkeretet kapott az IMF-Világbank-EU hármastól* (ennek a keretnek csak egy részét használta fel végül). A hitelkeret gazdaságpolitikai ára a költségvetési stabilizáció volt. Bár a hitel feltételei közel sem voltak annyira szigorúak és részleteiben szabályozottak, mint azt az 1990-es évek IMF-hiteleinél tapasztaltuk, az államháztartás fenntartható pályára állítását megkövetelték. Így a magyar gazdaságpolitika *2008/09 folyamán költségvetési kiigazítást* hajtott végre, amikor az országok többsége – a keynesi válságkezelés receptjének megfelelően – jelentős költségvetési lazítással próbálta a válság nemzetgazdasági következményeit kezelni. A megelőző évek költségvetési túlköltekezése miatt a magyar gazdaságpolitika számára azonban *hiányzott a fiskális tér a keynesi válságkezeléshez*. Ennek köszönhető, hogy a gazdasági visszaesés 2009-ben Magyarországon elérte a GDP 6 %-át, miközben a másik három Visegrádi ország átlagában ez a szám alig 2 % volt. A külföldi hitelfelvétel tovább növelte az államadósságot (és annak külföldi devizában denominált arányát), amely 2010-re a GDP 80 %-a körül tetőzött.<sup>8</sup> Összeségében a *magyar válságkezelés 2008/09-ben kényszerűen ortodox* módon zajlott.

Elérkezve az első korszak végéhez, összegezzük azokat a *kihívásokat*, amelyekkel a gazdaságpolitika *2010 elején* szembesült: magas államadósság, külső sebezhetőség (a devizában denominált hitelek magas részaránya miatt), alacsony foglalkoztatási (és aktivitási) ráta, relatíve alacsony (a közép-európai versenytársaktól elmaradó) gazdasági növekedés, duális gazdaság (versenyképes külföldi vállalatok, nem versenyképes hazai vállalatok).<sup>9</sup> A következő időszak gazdaságpolitikájának ezekkel kellett megküzdenie.

#### 4.2 A 2010-2019 közötti unortodox gazdaságpolitika sajátosságai

A 2010-es évek gazdaságpolitikája alapvető fordulatot hozott: a gazdaságpolitikai kurzus szakított a korábbi évek sok tekintetben neoliberális, ortodox irányával. *Az új irány egy patrióta, konzervatív gazdaságpolitika lett*, amely számos nem konvencionális lépésével az „unortodox” jelzőt érdemelte ki. Ennek az időszaknak az elsődleges céljai a *makrogazdasági stabilitás* helyreállítása, majd megőrzése, illetve a *gazdasági növekedés* gyorsítása, illetve fenntartása voltak. További prioritás volt az *államadósság elleni küzdelem*. *Az időszak első néhány éve (2010-13) a válságkezelésről szólt*, mely a megelőző időszak nehéz örökségével próbált megbirkózni. A válságkezelés alapelve volt, hogy *a költségvetési stabilizáció terheit igyekezett*

<sup>8</sup> Ehhez a GDP 2009-es zuhanása is hozzájárult.

<sup>9</sup> Aktivitási ráta = (foglalkoztatottak + munkanélküliek = aktív népesség) / munkaképeskorú népesség  
Foglalkoztatási ráta = foglalkoztatottak / munkaképeskorú népesség

a 3 nagy szektor: állam, háztartások, vállalatok; között *elosztani*. Praktikusán ez a vállalati szektor, azon belül is a – többségében külföldi tulajdonban lévő – nagyvállalatok bevonását jelentette a kiigazítás terheinek viselésébe.

*Az időszak második fele (2014-19)* már az elért makrogazdasági pálya fenntartását célozta. Összeségében a szóban forgó 10 évet a magyar gazdaságpolitika sikeres periódusának tekinthetjük. A számok szintjén:

- az államháztartás hiánya lecsökkent a maastrichti 3 %-os GDP arányos küszöbérték alá,
- az államadósság a GDP 80 %-ról (2010) közel 70 %-ra (2019) csökkent,
- a gazdasági növekedés 2014 és 2019 között relatíve magas szinten állandósult: éves átlagban kb. 4 % volt,
- a foglalkoztatási ráta jelentősen emelkedett felzárkózva az EU átlaghoz (2019: kb. 75 %),
- a lakossági devizahitelállomány a forintosítást követően megszűnt,
- az államadósságon belül is jelentősen visszaszorult a deviza denomináció,
- az infláció alacsony maradt és jelentősen csökkent az alapkamat, zéró közeli szintre.

Az időszak meghatározó gazdaságpolitikai lépései a következők voltak:

1. *Alkotmányban rögzített adóssághatárt* vezettek be a *GDP 50 %-ban meghatározva az államadósság felső határát*. Kiegészítő szabályként rögzítették, hogy amíg az államadósság ezen határ felett tartózkodik, kötelező azt minden évben csökkenteni – kivéve recesszió idején.
2. Az államadósság elleni küzdelem és az egész unortodox válságkezelés egyik ikonikus lépése volt a *magánnyugdíjpénztárak kvázi-államosítása* 2011-ben, mely közel 2500 mrd. HUF egyszeri bevételt jelentett a költségvetés számára. A kötelező magánnyugdíjpénztári pillér kivezetésére más országban is sor került. Ennek az oka a magas átmeneti költségekkel magyarázható. Ugyanis míg a kötelező magánnyugdíjpénztári pillér bevezetésével a társadalombiztosításból azonnal kiesik a korábbi nyugdíjjáradékok egy része, a nyugdíjassza kiadási oldalán csak évtizedekkel később jelentkezik a többpilléres nyugdíjrendszer pozitív hatása, amikor a ma aktív – járadékfizető – generáció nyugdíjba vonul. Addig azonban a nyugdíjbiztosítási alap – és így az államháztartás – számára csak elveszett bevételként jelentkezik a nyugdíjreform, és addicionális hiányt generál a költségvetésben. Számítások szerint az 1998-as bevezetésétől 2010-ig kumuláltan közel a GDP 10 százalékával növelte az államadósságot a kötelező magánnyugdíjpénztárak miatti kiesés a társadalombiztosítás járulékbévételeiben.<sup>10</sup>
3. Az unortodox válságkezelés másik elhíresült, sokat vitatott lépése az *ágazati válságadók* bevezetése volt. Ezen adókkal az állam átmenetileg többlet terhet rótt a kijelölt szektorokra érvényesítve a stabilizáció költségeinek *háztartások-kormányzat-vállalatok* közötti szétosztásának elvét.
4. Az államadósság fenntartható pályára állításának fontos része volt az *állampapírok tulajdonosi szerkezetének átalakítása a háztartások és belföldi tulajdonosok javára*. A Magyar Államkincstár évek óta arra törekszik, hogy növelje a háztartások állampapírállományát és csökkentse a külföldiek kezében lévő állományt. Ennek oka, hogy az állampapírok legbiztosabb befektetői (tartói) a háztartások.
5. A válságkezelésen túlmutató lépés volt az *adórendszer átalakítása 3 pont mentén*. Egyrészt, kiemelt céllá vált az *adóelkerülés (szürkegazdaság) visszaszorítása*. Másrészt, a

---

<sup>10</sup> Nagy, V., 2010. A magyar nyugdíjrendszer második pillére, a kötelező magánnyugdíjpénztári szektor jellemzői. *Nemzetgazdasági Minisztérium*

tankönyvi ajánlással összhangban, a gazdasági növekedés támogatására csökkentették a munka- és tőkejövedelmeket sújtó közvetlen adókat és *növelték a fogyasztást sarcoló közvetett adó (AFA) mértékét*. Végezül, *egykulcsos személyi jövedelemadót* vezettek be, amelynek célja az adórendszer egyszerűsítése és ezzel a gazdaság kifehéredésének segítése. Az adórendszer szerkezeti átalakítása egyébként összhangban volt a mainstream neoliberális ajánlásokkal.

6. Koncepcionális váltást tükrözött a korábbi évek gazdaságpolitikájához képest *a foglalkoztatás növelésére tett erőfeszítések*. Új filozófiaként a („koraszülött”) jóléti társadalomról a munkaalapú társadalomra való átállás jelentkezett (welfare society vs. workfare society).<sup>11</sup> Ennek egyik alapvető kritériuma volt *a hosszú távú munkanélküliség elleni küzdelem*: a hosszú évek óta munka nélkül lévők visszavezetése a munka világába, illetve a munkaerőpiacra. Utóbbi előmozdítása végett került sor a – már korábban is létező – közmunkaprogram jelentős átalakításra.
7. Szintén a gazdaságpolitikában bekövetkező koncepcionális fordulatot tükrözte *az állami, illetve a hazai tulajdon felértékelődése a stratégiai szektorokban*, mint például az energiaszektorban, közműszolgáltatásban és a bankszektorban. Ezekben az ágazatokban megindult a *vállalatok reprivatizációja* (állami visszavásárlása). Mindezt két céllal indokolta a gazdaságpolitika: 1. az *ellátásbiztonság* és a *nemzeti gazdasági szuverenitás* javítása, 2. *nemzeti bajnokok kinevelése*. Az évtized reprivatizációs lépései ellenére az állami tulajdon részarány Magyarországon nem nőtt kiugróan magasra a fejlett országok csoportjában belül, inkább átlagosnak mondható.<sup>12</sup>
8. A 2000-es évek első felével ellentétben, a 2010-es években nem szembenállás, hanem *összhang jellemezte a monetáris politika és a fiskális politika viszonyát*. A 2010-es évek fegyelmezett költségvetési politikája, valamint a folyamatosan csökkenő és kivételesen alacsony nemzetközi kamatkörnyezet miatt az MNB bátran kezdhetett bele *(2013-tól) egy jelentős kamatcsökkentési ciklusba*. Ennek eredményeként az irányadó jegybanki alapkamat nulla százalék közelébe csökkent néhány év alatt, összhangban a külpiazi monetáris folyamatokkal. A laza monetáris politika mellet a jegybank további nem-konvencionális eszközökkel (pl. célzott hitelprogramokkal) támogatta a kormányzati politikát növekedési céljai elérésben.

Miközben *a 2010-es évek unortodox, patrióta gazdaságpolitikája sikeres volt a főbb makrogazdasági mutatók alapján*, kritikák megfogalmazódtak vele szembe. A gazdasági természetű kritikákra fókuszálva, az egyik leggyakoribb aggodalom a növekedési pálya fenntarthatóságára vonatkozott. Miközben a gazdaságpolitika sikeres volt az államadósság csökkentésében, a növekedés beindításában, a makrogazdaság stabilizálásában, *a növekedés extenzív* (tényezőfelhalmozásra – értsd a foglalkoztatás és a beruházások növelésére – alapozó) *jellege miatt kétségek merültek fel a gazdasági felzárkózás jövőbeli pályáját illetően*. A kritika alapján szükséges minél előbb a *versenyképességi fordulat megvalósítása*, az extenzív gazdasági növekedés helyett az intenzív, K+F-re alapozó növekedési modellre való átállás.

---

<sup>11</sup> Kornai János nevezte Magyarországot a 1990-es években koraszülött jóléti államnak utalva arra, hogy miközben a jóléti rendszer a skandináv országokéhoz hasonlított nagyvonalúságában, a magyar gazdaság fejlettsége messze elmaradt ezen országokétól.

<sup>12</sup> Az OECD adatai alapján 2014-ben az állami vállalatok alig több mint 3 %-át adták Magyarországon a foglalkoztatásnak, Franciaország, Lettország, illetve Szlovénia hasonló mutatója 6 % volt.

## II. Nemzetközi pénzügyek és gazdaság tárgy témakörei<sup>13</sup>

### 1. A gazdaság külső egyensúlya

#### 1.1. A Fizetési mérleg felépítése

A **fizetési mérleg** a hazai és külföldi szereplők (magánszemélyek, vállalatok, pénzügyi intézetek, államok)<sup>14</sup> között egy adott időszakban (negyedév, év) történt gazdasági és pénzügyi tranzakciókat mutatja. Ez tehát egy forgalmi típusú statisztikai kimutatás, ami az adott időszak áramlásait méri és a külfölddel folytatott gazdasági ügyletek pénzügyi számbavételére szolgál. Az időszak végére vonatkozóan ugyanakkor elkészül egy állományi kimutatás is, amely a **külfölddel szembeni befektetési pozíció**. Ez az adott időpontra (pl. év vége) a hazai szereplőknek a külföldiekkel szembeni pénzügyi követeléseit és tartozásait veszi számba. A külfölddel szembeni befektetési pozíció értéke az időszak kezdete és vége között egyrészt a fizetési mérlegben elszámolt tranzakciók eredményeképpen, másrészt a nyilvántartott követeléseknek és tartozásoknak az időszak alatt bekövetkezett értékváltozása, átértékelődése miatt is változik.

A fizetési mérleg három fő részből áll. A **folyó fizetési mérleg** a hazaiak és külföldiek közötti reálgazdasági tranzakciókat és jövedelemáramlást mutatja. A folyó fizetési mérleg volumenben legnagyobb részét a **kereskedelmi mérleg** teszi ki, ami az áruk és szolgáltatások forgalmát mutatja, azaz az **exportot** és **importot**.

A jövedelem áramlások közül az **elsődleges jövedelmek** döntően a termelési tényezők és a pénzügyi eszközök használatával kapcsolatos bevételeket és kiadásokat tartalmazza. Azaz itt mutatjuk ki a kapott és fizetett osztalékokat, kamatokat, továbbá a munkából származó jövedelmeket, béreket, egyéb juttatásokat. Ide tartoznak egyes termelési támogatások is, mint például az európai uniós közös agrárpolitika alapján fizetett éves támogatások az agrártermelőknek. Látni kell, hogy ennek a célja a jövedelem stabilizálása az agrárszektorban, és mint termelési tényezőhöz (megművelt termőföldre) kapcsolódó jövedelem, logikailag ide illő.

Vannak ugyanakkor olyan bevételek és kiadások, amelyekhez nem kapcsolódik ellenszolgáltatás, ezek az ún. folyó transzferek. Kiemelhetjük ezek közül a magánszemélyek átutalásait, amelyek különösen a fejlődő országok finanszírozásának egyik kiemelt, stabil eleme. Az ilyen jellegű viszonzatlan átutalások a folyó fizetési mérlegen belül a **másodlagos jövedelmek** között kerülnek nyilvántartásba.

A folyó fizetési mérleg bevétel-kiadás szemléletű kimutatás, amely esetében a hazaiak bevétele (pl. export) pozitív, míg a kiadások (pl. import) negatív előjellel kerül be a mérlegbe.

A fizetési mérleg második fő része a **tőkemérleg**. A tőkemérleg döntően a hazaiak és külföldiek közötti viszonzatlan vagyonmozgásokat, **tőketranszfereket** tartalmazza. Ide tartozik például az európai uniós kohéziós és regionális alapokból kapott forrás, azaz ez egy jelentős tétel lehet egy európai ország külső finanszírozásában. Magyarország esetében az elmúlt évtizedben a tőketranszferek egyenlege átlagosan elérte a GDP 2,3%-át.<sup>15</sup> A tőkemérleg szintén bevétel-kiadás szemléletű nyilvántartás.

A fizetési mérleg harmadik fő eleme a **pénzügyi mérleg**. A pénzügyi mérleg egyrészt leképezi a folyó fizetési mérlegben és a tőkemérlegben megjelenő tranzakciók elszámolását. Például egy

---

<sup>13</sup> Nemzetközi Pénzügyek és gazdaság I-II. (GTI23MN113; GTI23ML113; GTI23MN190; GTI23ML190), illetve a Nemzetközi pénzügyek és gazdaság tárgy (GTI23MN213 és GTI23ML213)

<sup>14</sup> Hivatalos szóhasználat: a rezidensek és nem rezidensek közötti tranzakciókat.

<sup>15</sup> adatok forrása: Eurostat

importszámlát ki is kell fizetni, tehát ennek az ügyletnek a pénzügyi rendezése megjelenik a pénzügyi mérlegben. Másrészt az országhatáron átnyúló befektetési célú tranzakciók is a pénzügyi mérlegben jelennek meg.

A fizetési mérleg statisztikában kettős könyvelés elve érvényesül. Minden egyes tranzakció, ami a folyó fizetési mérlegben vagy a tőkemérlegben nyilvántartásra kerül, meg kell jelenjen egy megfelelő párral és azonos előjellel a pénzügyi mérlegben is. Például egy export értékesítés a folyó fizetési mérleg bevételeit növeli, de ugyanakkora összegben az exportáló vállalat külföldi pénzügyi eszközeit is növeli, azaz a külfölddel szembeni követelések nőnek a pénzügyi mérlegben. Pénzügyi eszközök megszerzése vagy eladása esetén a tranzakció pénzügyi teljesítése adja a pénzügyi mérlegen belül az adott ügylet ellenpárját, ellenkező előjellel.

A pénzügyi mérleg egyenlege azonosságképpen, teoretikusan megegyezik így a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes egyenlegével. Ez a fizetési mérleg alapazonossága. Az egyezés a gyakorlatban a számbavétel hibái miatt azonban nem teljesül, ezért egy technikai korrekciós tényezővel, az ún. **tévedések és kihagyások egyenlegével** biztosítja ezt a fizetési mérleg statisztika.

A pénzügyi mérleg a hazai szereplők külfölddel szembeni követeléseinek és tartozásainak tranzakciók miatt bekövetkezett változását mutatja az adott időszakban. Itt tehát nem bevételeket és kiadásokat összegzünk, hanem követelések és tartozások változását, az egyenleg pedig a mérleg adott során a nettó követelés változását fogja mutatni. Ha például a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg deficites, akkor ezt külföldről kell valahogyan finanszíroznia az országnak (a hazai szereplőknek). Ez történhet a külfölddel szembeni eladósodás (külföldi kölcsönök, hitelek) révén, vagy úgy is, hogy a hazai szereplők a korábban megszerzett külföldi eszközeiket értékesítik (pl. részvényeket, kötvényeket, devizát adnak el), de a külföldiek is eszközölhetnek olyan befektetéseket a hazai gazdaságba (pl. gyárak, üzemek létesítésével), amelyek nem adósságeneráló módon finanszírozzák a külső hiányt. Azaz a külfölddel szembeni követelések csökkennek vagy a külfölddel szembeni tartozások nőnek.

A szóhasználatban kapcsolatban azt is meg kell jegyezni, hogy az adósság/tartozás szavakat a fizetési mérlegben – szemben az általános közgazdasági szokással – nem használhatjuk szinonimaként. Tartozás növekedhet akkor is, ha a külföldről érkező finanszírozás nem adósságeneráló típusú. Tehát egy külföldi befektetés, ami egy cég felvásárlására irányul, növelni fogja a külföld felé nyilvántartott tartozásokat, ugyanakkor természetesen az ország (hazai szereplők) adóssága a külföld felé nem nő. A követelések növekedése vagy a tartozások csökkenése pozitív előjellel, míg a követelések csökkenése vagy a tartozások növekedése negatív előjellel kerül a mérlegbe.

A pénzügyi mérlegben az egyes tételeket elsősorban a befektetés formája és motivációja alapján különböztetjük meg. A további csoportosítás történhet a pénzügyi eszközök, aktívák típusa (adósságeneráló vagy nem), lejárata (rövid vagy hosszú), jellege (hivatalos vagy magán) szerint is.

A pénzügyi mérleg legjelentősebb részét a tőkebefektetések nyilvántartása teszi ki, amelyeket két csoportra oszt a statisztika (és amelyek egyben a pénzügyi mérleg első két fősorát képezik): **követlentőke-befektetésekre (FDI)** és **portfolióbefektetésekre**.

A közvetlen tőkebefektetésnél a befektetői motiváció a befektetés tárgyát képező vállalat feletti tartós irányítás vagy befolyás szerzés. Ennek megfelelően csak olyan részesedés szerzés számítható ebbe a kategóriába, ahol a szavazatok legalább 10%-át megszerzi a befektető. Tipikusan egy közvetlentőke-befektetési ügylet, amikor egy multinacionális vállalat belépve az országba új céget alapít, amely egy gyárat épít fel és kezd itteni termelésbe. Természetesen ide tartozik a hazaiak külföldi vagy a külföldiek itteni vállalatfelvásárlása is. Amennyiben már

fennáll a befektető tartós irányítása vagy befolyása a vállalatban, akkor a minden további finanszírozási kapcsolatot már közvetlentőke- befektetésként tartunk nyilván. Így tehát az anyavállalat által a leányvállalatnak nyújtott kölcsönök is ide tartoznak. Azaz nem a befektetés típusa, hanem a befektetői motiváció alapján értékeljük ezeket az ügyleteket. Ugyanezen logika alapján, az újrabefektetéseket is közvetlentőke-befektetésnek tekintjük. A közvetlentőke-befektetés természetesen egy hosszú távú elköteleződés a befektető részéről, a befektetés kivonása sem egyszerűen valósítható meg.

A portfólióbefektetések – hasonlóan a közvetlentőke-befektetésekhez – szintén tartalmazhatnak tulajdonosi részesedéseket és adósság típusú eszközöket is. Szemben azonban az előbbiekkal, a portfólióbefektetések esetén a befektető részesedés vásárlásának nem célja a befolyásszerzés a befektetett cégben. A befektető a vállalat részvényeinek áremelkedéséből, azaz a cég értékének növekedéséből és a kifizetett osztalékból tud profitálni. Tehát a részesedés formájú portfólióbefektetés célja nem a cég működtetése, nem szakmai, hanem pénzügyi befektetésről van szó. Éppen ezért a portfólióbefektetések olyan értékpapírokra fókuszálnak, amelyekre könnyen megvásárolhatók és eladhatók, azaz elsősorban tőkepiacon kereskedett értékpapírokba (részvények, kötvények, befektetési jegyek, pénzpiaci instrumentumok) áramlanak. Szemben a közvetlentőke-befektetésekkel, az ilyen befektetés nem feltétlenül hosszú távra szóló, lehet akár nagyon rövid (ún. forró tőke) is. Ugyancsak jellemző, hogy a portfólióbefektetésnél a befektető és a kibocsátó között a kapcsolat nagyrészt anonim marad.

További fősortát képezi még a pénzügyi mérlegnek a **pénzügyi derivatívák** sora, amely olyan önálló pénzügyi termékek forgalmát foglalja magában, amelyek reál vagy pénzügyi eszközök árváltozásához kapcsolódnak.

A nem értékpapírosított kölcsönök, hitelek, betétek (külföldiek itt, belföldön elhelyezett, illetve hazaiak külföldön tartott betétei), illetve maga a tartott valuta is a pénzügyi mérlegen belül, az **egyéb befektetések** fősorába közé tartozik (a jegybank pozícióinak a kivételével). Itt tartjuk nyilván például az IMF által a kormánynak nyújtott hiteleket is. Akárcsak a portfólió befektetések esetében, itt is találhatóak hosszú távra szóló pénzügyi műveletek, eszközök és rövid távúak (pl. kereskedelmi hitelek) is.

A pénzügyi mérleg utolsó, de kiemelt fontosságú főszora a **tartalékeszközök** vagy nemzetközi tartalékok, amit egyszerűbben **devizatartalékoknak** nevezünk. Ez a jegybank rendelkezésére álló likvid devizaeszközöket foglalja magában, amelyek jellemzően kiváló minőségű, rövid lejáratú állampapírokból és egyéb likvid követelésekből (pl. más jegybanknál vagy nemzetközi szervezetnél elhelyezett betétekből állnak). A jegybank ezeket bármikor fel tudja ezeket használni pénzügyi feszültségek kezelésére. Közvetlenül a devizapiacra értékesítve – devizapiaci intervencióval – a hazai fizetőeszköz árfolyamára gyakorolhat hatást, védheti azt a túlzott és hirtelen leértékelődéstől. Alkalmas lehet arra is ugyanakkor, hogy a jegybank devizaforrást biztosítson a hazai bankok vagy a bankokon keresztül a gazdasági szereplők számára a külföldi finanszírozás akadozása esetén.

## 1.2. A nemzeti jövedelem és a külső egyensúly összefüggései

Az ország gazdasági tevékenységének elsődleges mérőszámaként leggyakrabban a **bruttó hazai terméket**, a **GDP-t** (Gross Domestic Product) szokás használni, ami egy adott időszak alatt (pl. 1 évben), az országban előállított végső termékek és szolgáltatások piaci értékének összessége. Az 1 főre jutó GDP-t általánosan használjuk a gazdasági fejlettség mérőszámaként, annak ellenére, hogy a legtöbb közgazdász ezt túlzott egyszerűsítésnek tartja.

Hogyan számíthatjuk ki a GDP-t? Az egyik módja annak, hogy összegezzük az országban előállított árukra és szolgáltatásokra fordított összes kiadást. Ez a gazdaság három szektorának (háztartások, vállalatok és kormányzat) vásárlásait foglalja magában. A GDP-nek azt a részét,

amelyet a háztartások a jelenlegi szükségletek kielégítésére vásárolnak, **fogyasztásnak** (C) nevezzük. Ez a GDP legnagyobb összetevője.

A kibocsátásnak azt a részét, amelyet a magáncégek a jövőbeni kibocsátás előállítására használnak fel, **beruházásnak** (I) nevezzük. A beruházási kiadásokat úgy tekinthetjük, mint a GDP azon részét, amelyet az ország tőkeállományának növelésére fordítanak. Természetesen az államnak is lehetnek beruházási kiadásai, de a továbbiakban azzal az egyszerűsítéssel élünk, hogy pusztán vásárlások alkotják az ilyen jellegű állami kiadásokat.

A szövetségi, állami vagy helyi önkormányzatok által vásárolt áruk és szolgáltatások **kormányzati vásárlásként** (G) vannak besorolva a nemzeti számlákban. Az állami beszerzések közé tartozik pl. a közintézmények dologi kiadásai vagy a kormányzat által oktatásra fordított pénzt. A kormányzat vásárlásai mögött tehát valamilyen áru vagy szolgáltatás ellentételezése áll. A kormányzat ugyanakkor adókat szed és ellentételezés nélküli transzfereket fizet a gazdaság szereplőinek. Ezeknek az egyenlegét **nettó adóként** (T) számoljuk el. Mivel az állami transzferek, például a társadalombiztosítás és a munkanélkülieknek juttatott ellátások nem követelik meg a kedvezményezettől, hogy cserébe árut vagy szolgáltatást adjon a kormánynak, így az állami vásárlások nem tartalmazzák ezeket a kifizetéseket.

A gazdasági szektorok vásárlásai összesen adják ki a teljes hazai **belső felhasználást** (DA), azaz:  $DA = C+I+G$ .

A hazai kibocsátás egy részét ugyanakkor külföldi szereplők vásárolják meg. Az export (X) így növeli a GDP-t. A hazai szereplők vásárlásainak egy része pedig külföldön előállított termékekre és szolgáltatásokra fordítódik. Az importot (M) ezért nem számolhatjuk bele a GDP-be, azaz a belső felhasználásnak erre fordított részét le kell vonjuk a szektorok költségeiből. Másként kifejezve, a külföldiek és hazaiak nettó költségével (teljes export mínusz teljes import) kell módosítani a belső felhasználást a GDP kiszámításához, azaz:  $GDP = C+I+G+(X-M)$ .

Vegyük észre, hogy az így kiszámított bruttó hazai termék előállításában külföldiek is szerepet kapnak, például a külföldi tulajdonban lévő, hazánkban működő vállalkozások, vagy nálunk dolgozó külföldiek. Ugyanígy hazai tulajdonú vállalkozások is működnek külföldön és magyarok is dolgoznak külföldön. Ezért nemcsak a hazaiak és külföldiek közötti kereskedelemmel kell számolnunk, hanem jövedelem, azaz a bérek, kamatok, osztalékok is áramlanak a határokon átnyúlóan. Ahogy láttuk, az elsődleges jövedelem a tényezőjövedelmek (tőke, munka, föld) kifizetéseit tartalmazza, míg a másodlagos jövedelem az egyéb viszonytalan jövedelmeket (mint például lakossági átutalások). Ha a nettó jövedelemegyenleg pozitív, az növeli a hazai szereplők rendelkezésre álló jövedelmét, ha negatív, akkor azt csökkenti.

Ezt mérjük a **bruttó nemzeti jövedelemmel** (GNI) és a **bruttó nemzeti rendelkezésre álló jövedelemmel** (GNDI). Míg a GDP az ország határain belüli kibocsátás értékét méri, a GNI a nemzeti tényezők által termelt kibocsátást méri. Tehát a GNI egyenlő a GDP-vel, plusz a külföldről származó tényezőjövedelem nettó bevételeivel, más szóval GDP és az elsődleges jövedelmek egyenlegének összegével. Azaz  $GNI = GDP+BPI$ .

Vagyis, egy német befektető tulajdonában lévő magyarországi gyár nyeresége a magyar GDP-ben van elszámolva, de nem a magyar, hanem a német GNI része. A konvergáló országok jellemzően tőkeimportőrök, a hazai beruházások finanszírozásában a külföldi megtakarítások jelentős szerepet töltenek be. A jelenlegi, globalizált gazdasági viszonyok mellett a felzárkózás pénzügyi alapjait elsősorban ez a tőkebeáramlás biztosítja, ami részben közvetlentőke-befektetésből, részben adósság alapú finanszírozásból áll. Ezért ezen országok nemzeti számláiban a GDP értéke jellemzően meghaladja a GNI-t.

Valamivel komplexebb képet mutat ugyanakkor a GNDI. A GNI és a GNDI különbsége, hogy a GNDI tartalmazza a külföldiekkel szemben kifizetett és kapott elsődleges és másodlagos

jövedelmek egyenlegét (BPI és BSI), míg a GNI csak az elsődleges jövedelmeket, azaz:  **$GNDI = GDP + BPI + BSI$** .

Az ország külső egyensúlyának első két fő mérőszáma: a nettó export, illetve a folyó fizetési mérleg egyenlege. Ha többet importálunk, mint amennyit exportálunk, akkor kereskedelmi hiányunk van. Ha a helyzet éppen az ellenkezője, akkor többletünk van. Az áru és szolgáltatás forgalom egyenlege adja az ország kereskedelmi mérlegét a külfölddel szemben, azaz:  **$kereskedelmi\ mérleg = (X - M)$** . Ahogy azt láttuk, kereskedelmi mérleg a folyó fizetési mérleg egyik főszára. A folyó fizetési mérleg egyenlege (CA) ezen kívül magában foglalja az elsődleges és másodlagos jövedelmek egyenlegét is (amelyek a folyó fizetési mérleg másik két fő sorát adják), azaz:  **$CA = (X - M) + BPI + BSI$** .

Ahogy a nemzeti számlák gazdasági tevékenység mérésére használt mutatóinál látjuk, a külső egyensúly változása hatással van GDP-re, illetve a nemzeti jövedelemre.

A GNDI fontos mutató abból a szempontból, hogy a vizsgált időszakban az országban rendelkezésre álló összes rendelkezésre álló jövedelmet mutatja meg. Az országok közötti tőke-transzferek azonban módosítják az adott időszakban az országban rendelkezésre álló finanszírozás teljes összegét. Tehát a tőkemérleg egyenlegét (CAPA) hozzá kell adnunk a GNDI-hoz. Ez az egyik lehetséges út, hogy miként kapjuk meg egy ország **nettó finanszírozási képességét** (NFC), amely egyenlő az országban rendelkezésre álló finanszírozás összegével mínusz a teljes belső felhasználással. Azaz:  **$NFC = GNDI + CAPA - (C + I + G)$** . Másképpen kifejezve a nettó finanszírozási képesség megegyezik a nettó export, a jövedelemegyenleg, valamint a transzferegyenleg összegével, azaz a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg egyenlegének összege:  **$NFC = CA + CAPA$** .

A fizetési mérleg statisztika alapazonosságai szerint, a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg aggregált egyenlege, vagyis a külfölddel szembeni nettó finanszírozási képesség elméletileg megegyezik a pénzügyi mérleg egyenlege alapján számított nettó finanszírozási képességgel, vagy más néven külfölddel szembeni nettó hitelfelvétel/kölcsönnyújtással. Például, ha a külföldiekkel szembeni nettó finanszírozási képesség pozitív a folyó fizetési és a tőkemérleg egyenlege szerint, akkor hazai gazdaság a pénzügyi mérleg alapján azonos nettó finanszírozási képességgel rendelkezik a külföldiekkel szemben (persze a statisztikában gyakorlatilag vannak tévedések és hiányosságok is).

Tehát a nettó finanszírozási képesség a külső egyensúly egy további mérőszáma, amely megmutatja, hogy az adott időszak gazdasági és pénzügyi folyamatainak eredményeképpen hogyan alakult tranzakciós oldalról az ország külfölddel szembeni befektetési pozíciója.<sup>16</sup> A fentiekben láthattuk, hogy többféleképpen felírhatjuk a számítását. Ehhez kapcsolódóan az értelmezését is több módon interpretálhatjuk.

**Reálgazdasági megközelítés**ből a külfölddel szembeni finanszírozási képesség attól függ, hogy a hazai szereplők jövedelme (beleértve a nettó transzferbevételt is) és a belső felhasználás hogyan alakul. Amennyiben a hazai szereplők jövedelme meghaladja a belső felhasználást, azaz a fogyasztást és felhalmozást (beruházást + készletek változását), valamint a kormányzati vásárlásokat, akkor a nettó finanszírozási képesség pozitív lesz. Amennyiben azonban a gazdaság a jövedelmét meghaladóan költekezik, azaz a belső felhasználás meghaladja a jövedelmet, akkor ehhez a forrásnak külföldről kell származnia. Ez csak a korábban a külfölddel szembeni követelés (vagyon) csökkenéséből vagy a külfölddel szembeni tartozás növekedéséből (eladósodás, hazai aktívák eladása külföldnek) származhat. A **finanszírozási**

---

<sup>16</sup> Az állományi szemléletű, ún. külfölddel szembeni befektetési pozíciót nemcsak az adott évi tranzakciók alakítják, hanem a felhalmozott állomány értékében bekövetkező változások (átértékelések, árfolyam- és eszközár-változások).

**megközelítés** alapja a pénzügyi mérleg, ami azt mutatja be, hogy a jövedelmét meghaladó költsékezést hogyan finanszírozza az ország, illetve – pozitív nettó finanszírozási képesség esetén – a költsékezése fölötti jövedelmet hogyan fektette be. Végül a  **megtakarítási megközelítés**  felosztja a nettó finanszírozási képességet a szektorok (állam, háztartások, vállalatok) között. Azaz megmutatja, hogy az egyes szektorok megtakarítása/túlköltsékezése hogyan járult hozzá a külfölddel szembeni nettó hitelnyújtáshoz/kölcsönvételhez. A három megközelítés (reálgazdasági, finanszírozási és megtakarítási) a fizetési mérleg alakulását különböző aspektusból magyarázza, de azonos végeredményt eredményez.

Vegyük észre, hogy a belső felhasználás tételeinek alakulása, az egyes szektorok megtakarításának változása befolyással lesz a külső egyensúly alakulására. A gazdaságban a megtakarítások az összes jövedelemnek az a része, amelyet nem költenek el magán vagy közösségi fogyasztásra. Míg zárt gazdaságban azonosságként kizárólag a hazai megtakarítás képezheti a tőkeállomány gyarapításának alapját, addig nyitott gazdaságban erre külföldi megtakarítások is felhasználhatók. Ezt általánosabban megfogalmazva, a következőt mondhatjuk. Nyitott gazdaságban a külföldi megtakarításokat felhasználhatjuk belföldi kiadásokra, vagy ellenkezőleg, megtakarításaink egy részét külföldön fektethetjük be. Ha a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes egyenlege (a nettó finanszírozási képesség) pozitív, akkor a belföldi megtakarítások egy része kiáramlik, és külföldiek használják, vagy más nézőpontból mondván a megtakarításaink egy részét külföldön fektetjük be. Ha a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes egyenlege negatív, akkor külföldi megtakarításokat használunk fel, vagy máshogy nézve, a külföldiek itt, nálunk fektetnek be.

### 1.3. A külső egyensúly gazdasági és pénzügyi értelmezése

A belső felhasználásban bekövetkező változások – megfelelő ellenirányú kompenzáció hiányában – a külső egyensúlyi pozíciót is megváltoztatják. A jövedelem növekedése továbbá jellemzően a külső egyensúlyt rontja, mivel a többletjövedelem nagyobb részét a szereplők elköltik (növekszik a belső felhasználás), és ennek a többletköltsékezésnek egy hányada importra fordítódik. Természetesen a külső hatások, a külső kereslet változása, váratlan sokkok ugyanúgy hatással lesznek a nettó exportra, ezen keresztül pedig a kibocsátásra és a nemzeti jövedelemre. Például a nettó exportban bekövetkező romlás így negatív hatással lehet tehát a makrogazdasági teljesítményre.

Adódik a kérdés, hogy ezek alapján milyen külső egyensúlyi célt kell egy országnak kitűznie? A nettó export növelésére, azaz folyó fizetési mérleg minél nagyobb szufficitjére kell összpontosítani? Hogyan van ez összhangban a jólét tartós növelésével?

Természetesen igaz, hogy minden ország exportja más országok importja, illetve a külföldre fizetett jövedelem az más ország számára külföldről kapott jövedelem, így a világ összesített kereskedelmi mérlegének és folyó fizetési mérlegének zéró egyenleget kell mutatnia. Tehát lehetetlen egyszerre minden országnak folyó fizetési mérleg szufficitet elérnie. De egyetlen országnak vagy országok csoportjának, egy egész régióknak tartósan lehet hiánya vagy többlete. Az ilyen értelemben tartós és jelentős fizetési mérleg egyensúlytalanságnak hosszabb távon ugyanakkor globális makrogazdasági következményei lehetnek. A 2007-2008-as pénzügyi válsághoz vezető egyik fő problémaként – többek között – ezt lehet megnevezni.<sup>17</sup>

A gazdaságpolitika külső makrogazdasági egyensúlyi célját ma így fogalmazzuk meg: a folyó fizetési mérlegben sem olyan mértékű és tartós hiány vagy többlet nem jelentkezik, ami – az előjeltől függően – veszélyezteti az ország vagy a külföld fizetőképességét. Külső egyensúlyról tehát akkor beszélünk, ha a folyó fizetési mérleg tartós/túlzott egyensúlytalansága

<sup>17</sup> The de Larosière Group, 2009. Report, Brussels, 25th February, 2009.

nem áll fenn. Az egyensúlytalanság idővel felhalmozódik a külföldiekkel szembeni nettó befektetési pozícióban, ami a külső finanszírozástól való függőséget, stabilitási kockázatot okoz az adós országban.

A külső egyensúlyra vonatkozó cél megértéséhez elsőként tekintsük át azokat az általános okokat, amelyek az egyensúlyhiány jelentkezése mögött állhatnak. Az országok fejlettségi szintjében, tőkeellátottságában és ebből adódóan termelékenységében különbségek vannak, amelyek jelentős mértéket ölthetnek. A felzárkózáshoz a szegényebb országoknak tőkét kell importálniuk, annak érdekében, hogy gyorsabban növeljék a kibocsátást, és közelebb kerüljenek a fejlett országokhoz. Amint rövidesen látni fogjuk, ez eleinte növekvő külső deficitet okoz. Különbség van továbbá az országok nyersanyaggal és energiahordozókkal való ellátottságában, ami egyben külső egyensúlyhiány oka is. Az olajtermelő országok évtizedek óta szufficites kereskedelmi mérlegével szemben más országok azonos mértékű deficitje áll. Az országok versenyképességének változását számos tényező befolyásolja, ami hatást gyakorol a külső egyensúlyra. Külön kiemelendő az aszimmetrikus sokkok jelentkezése, amelyek az érintett ország(ok)ban szintén tartós és jelentős külső egyensúlyhiányhoz vezethetnek. Végezetül, tőkepiaci okok (például reálkamatok eltérése) is állhatnak a külső egyensúly felborulása mögött.

A fenti okokat tekintve azt mondhatjuk, hogy az átmeneti és mérsékelt egyensúlytalanság nem feltétlenül jelent rosszat. Egy fejlődő ország számára a konvergenciához szükséges többletberuházások, a gazdaság modernizálásához szükséges technológia és tudás, a piacokhoz való hozzáférés megszerzése alapvetően a külföldi tőkebefektetéseken keresztül, külföldi megtakarítások bevonásával valósítható meg. Ez a fejlett országok cégei és befektetői számára is előnyös, mivel a fejlődő országok szűkösebb tőkeellátottsága és alacsonyabb tőkeintenzitása a termelésben magasabb hozam elérésével kecsegtet. A magasabb megtérülés miatt a gazdagabb országokból a szegényebb országok irányába áramlik a tőke. Ennek hatására nőnek a beruházások és a kibocsátás a fogadó országban. Ez azonban kezdetben a folyó fizetési mérleg romlásával jár a beruházási javak, berendezések, termelési anyagok stb. behozatala miatt, azaz ahogy a belső felhasználás a beruházások révén növekszik. Ezek beérésével, a termelés felfutásával azonban idővel az export növekedhet, ami megteremti az alapot a külföldi tőke és adósság visszafizetésére, a külső egyensúly visszaállítására.

Ezt folyamatot nevezzük általánosan az országok közötti intertemporális kereskedelemnek,<sup>18</sup> amely szerint a tőkeberuházások azokba a gazdaságokba áramlanak, amelyek leghatékonyabban képesek a jelenlegi kibocsátást jövőbelivé alakítani. Azok az országok, ahol a beruházások jelenleg viszonylag kevésbé jövedelmezőek ennek a folyamatnak az első szakaszában nettó tőkeexportőrök, és ezzel párhuzamosan a jelenlegi kibocsátás nettó exportőrei, azaz folyó fizetési mérleg többletük lesz. Azoknak az országoknak, ahol a befektetések jövedelmezőbbek, nettó tőkeimportőröknek és ezzel párhuzamosan a folyó kibocsátás nettó importőreinek kell lenniük. A tőkeimportőr országoknak ezért a jelenben folyó fizetési mérleg hiányuk lesz. Ezeknek az országoknak azonban a külföldi tőke utáni hozamok és adósságaik fizetésére külső többletet kell elérniük, többlet kell a jövőben exportálniuk a tőkeszolgáltató országokba. Így valósul meg a jelenlegi és jövőbeli kibocsátás cseréje az országok között, kihasználva ezáltal az időbeli komparatív előnyöket.

Aszimmetrikus sokkok esetén is van helye az intertemporális kereskedelemnek. Annak az országnak, ahol a kibocsátás a váratlan külső hatásra hirtelen zuhan, érdemes külföldről kölcsönt felvennie és importból fedezni a kiesést, annak érdekében, hogy elkerülje a belső felhasználás és a fogyasztás egyébként bekövetkező hirtelen visszaesését. Természetesen a jövőben a kölcsön visszafizetése érdekében külső többletet kell majd elérni, azaz magasabb

---

<sup>18</sup> P.R. Krugman – M.Obstfeld – M.J. Melitz, 2018. International Economics. Theory and Policy, Pearson

megtakarításra lesz szükség, így alacsonyabb belső felhasználásra, fogyasztásra lesz lehetőség. A külföldi források felhasználásával időben ugyanakkor simíthatóvá válik a belső felhasználás, aminek pozitív jóléti hatása van az egész időhorizontot tekintve. Máshogy kifejezve a folyó fizetési mérleg deficitje elfogadható, ha az aszimmetrikus sokk okozta jelenlegi veszteség (jelenbeli fogyasztás kiesés a sokk miatt) a jövőbeli veszteséghez (jövőbeli alacsonyabb fogyasztás a kényszerű többlet megtakarítás miatt) viszonyított költsége túl magas lenne hitelfelvétel hiányában, vagy más szóval átmeneti külső hiány hiányában. Természetesen a nemzetközi hitelfelvétel lehetőségei sokszor korlátozzák a sokkok ilyen módon történő kiigazításának lehetőségét.

Míg – ahogy az előbbieken megismerhettük – az átmeneti külső egyensúlyhiány nem tekinthető feltétlenül rossznak, a folyó fizetési mérleg tartós/túlzott hiánya alapvető makrogazdasági problémát jelent vagy jelez. Milyen okok állhatnak a tartós és/vagy túlzott hiány hátterében? Ahogy a külső egyensúlyt meghatározó tényezőket megismerhettük, alapvetően a belső felhasználás elemeinek, a fogyasztás, a beruházások és a kormányzati költségek között kell keresnünk a problémák lehetséges gyökereit.

- A fogyasztási függvény eltolódása alacsonyabb megtakarítás – magasabb fogyasztás irányába, vagyis változatlan jövedelemszint mellett a fogyasztás növekszik. A mögöttes ok nyilván a háztartások jövőbeli várakozásainak pozitív elmozdulása. A gond akkor jelentkezik, ha ezek a várakozások indokolatlanul optimisták, illetve megalapozatlanok, utólag nem igazolódnak. Ez eredhet hibás kormányzati politikából vagy a gazdaság egyéb hibájából is, de váratlan sokkok is eredményezhetnek olyan változásokat, amelyek a várakozások megghiúsulását okozzák. Ez azért vezethet túlzott/tartós külső hiányhoz, mivel a fogyasztás növekedése külső megtakarításokból következik be és nem jár együtt az ország tőkeállományának megfelelő növekedésével. Ennek hiányában pedig az intertemporális kereskedelem alapjai nem teremődnek meg. Ez történt például Magyarországon a 2007-2008-as válság előtt, ahol a hitel- és lakásépítési boomot külföldi hitelfelvétellel finanszírozták. A lakosság és a bankszektor hibáit, amely a makrogazdasági egyensúly felborulásához vezetett, az állami gazdaságpolitika sem korrigálta.
- A külföldi megtakarításokból finanszírozott, túlzottan optimista vagy alaptalan várakozásokon alapuló beruházási projektek is letéríthetik az országot az intertemporális pályától, és ennek következtében tartós/túlzott külső hiányt okozhatnak. Tipikus esete, amikor a külföldről érkező forrásokat a pénzügyi szektor, bankrendszer allokálja rosszul. Többek között ez a jelenség vezetett 1997-ben az ázsiai válsághoz.
- Az expanzív fiskális politika, amely egyidejűleg nem teszi jövedelmezőbbé a hazai befektetési lehetőségeket, nem javítja a versenyképességet, szintén jelentős folyó fizetési mérleg hiányhoz vezethet. Ehhez kapcsolódik az ikerdeficit ökölszabálya: ha az államháztartási és a folyó fizetési mérleg hiányának együttes összege meghaladja a GDP 10%-át, akkor pénzügyi feszültségek jelennek meg a tőkepiacon, ami könnyen válságba fordulhat. A 80-as évek fejlődő piaci adósságválsága számos országban ennek a problémának a tipikus példája.

A folyó fizetési mérleg tartós/túlzott hiánya fenntarthatatlan makrogazdasági egyensúlytalansággá válhat. Ahogy korábban már megismertük, ennek következménye a külfölddel szembeni nettó befektetési pozíció kumulálódó romlása lesz.<sup>19</sup> Akár adóssággeneráló, akár részvényformában halmozódik fel tartozás a külfölddel szemben ez a

---

<sup>19</sup> Feltéve, hogy a folyó fizetési mérleg hiányát a tőkemérleg nem kompenzálja. Az Európai Unió kohéziós politikája jelentős tőkeáttöréseket biztosít az alacsonyabb fejlettségű országoknak, amelyeknek így tartósan jelentős többletük lehet a tőkemérlegben.

következő években a folyó fizetési mérleg jövedelem egyenlegét fogja terhelni, folyamatos jövedelemkiáramlást generálva. A külfölddel szembeni tartozások állományi korlátja arra a szintre vonatkozik, amely mellett még a hazai szereplők a külföldi adósságok és befektetések után kamatokat, osztalékot és tőkét gond nélkül tudják fizetni. Láttuk, hogy ez az intertemporális kereskedelem előnyeinek kihasználásával lehetséges, ezért ezt a limitet intertemporális költségvetési korlátnak nevezzük.

Természetesen a döntő tényezőt az adósságszolgálat képezi. Az ország jövőbeni adósság-visszafizetési képességét elsősorban nem az éves jövedelemegyenleget terhelő kamatteher fogja azonban meghatározni, hanem az adósságállomány relatív nagysága a kibocsátáshoz, kereskedelmi mérleghez viszonyítva, továbbá az adósság lejárat szerkezete. E tekintetben az éves **nettó finanszírozási igény** nagysága kiemelten fontos tényező. Ez az adott évi (külfölddel szembeni) nettó finanszírozási képesség és az adott évben lejáratú adósságállomány összegéből áll össze. Ez az a nettó forrásállomány, amit az adott évben az országnak külföldről be kell vonnia az adósságszolgálatnak való megfelelés érdekében. Minél nagyobb az adósságállomány, illetve a finanszírozási igény a külföldi hitelezők annál inkább vonakodnak új források kölcsönadásától, illetve a lejáratú hitelek megújításától. A finanszírozás ezért költségesebb lesz, pénzpiaci zavarok esetén le is állhat.

A jegybank devizatartalékai kiemelten fontosak egy ország külső pozíciójának értékeléséhez. Ahogy korábban már tárgyaltuk, a devizatartalékok a jegybank mérlegének eszközoldalán szereplő likvid devizaeszközök, amelyek jegybank döntése alapján nemzetközi pénz- és tőkepiacokon költség és idővesztés nélkül felhasználhatók, illetve azonnal a devizapiacra vezethetők. A külső finanszírozás akadozása, leállása esetén a jegybank a devizapiacokon való közvetlen értékesítés (az intervenció) mellett a bankrendszernek tud devizaforrást nyújtani, ezáltal a bankok, illetve közvetlen a piaci szereplők számára, a kötelezettségek teljesítéséhez szükséges devizát biztosítani. Természetesen a jegybanki közvetlen vagy közvetett intervenciónak pozitív hatása van a hazai valuta árfolyamára, tehát ezen keresztül is támogatja a külső kötelezettségeknek való megfelelést, illetve megakadályozza azok terheinek túlzottá válását.

A devizatartalékok tehát a nettó forrásigény mögöttes fedezetének is tekinthetők, ezért megfelelő szinten kell azt a jegybanknak tartania. Az 1997-es ázsiai válságot követően, az erre vonatkozó legelterjedtebb ökölszabály, a **Greenspan–Guidotti szabály** szerint elvárás az, hogy a jegybanki devizatartalékok fedezzék az ország teljes rövid (1 éven belül lejáratú) külső adósságát (legalább 100%-ban), annak érdekében, hogy a külső finanszírozás hirtelen leállása esetén is akár az összes rövid lejáratú forráskivonás mögöttes finanszírozását biztosítani lehessen. Ugyanakkor más mutatók is használatosak, mint például az, hogy a devizatartalék hány havi import finanszírozására elégséges.

A külföldi finanszírozás hirtelen leállása fizetési mérleg válsághoz vezet. Az finanszírozás fenntarthatatlanságától való piaci félelem pedig önmagában is fenntarthatatlanná teheti az külső adósságot, azaz egy önbeteljesítő válság alakulhat ki. Ilyen esetekben a hazai kormánynak és a jegybanknak lépéseket kell tennie annak érdekében, hogy az ország külföldi hitelfelvételi igényét a megvalósítható szintre csökkentse, valamint biztosítsa a lejáratú hitelek visszafizethetőségének a finanszírozását. A jegybank a kamatok megemelésével teheti vonzóvá a hazai devizában való befektetést a külföldiek számára, ezzel ösztönözze az országba irányuló portfólió befektetéseket. A kamatemelés a belföldi felhasználást is visszafogja és ösztönzi a megtakarításokat, tehát ezen a módon is hat a külső egyensúlyra. A belföldi felhasználás érdemi és gyors csökkentése a külső egyensúly helyreállításának és a befektetői bizalom visszaszerzésének kulcsa. A kormányzat ezt fiskális megszorítások révén tudja elérni. Azonban ez nemcsak makrovesztéssel járó gazdaságpolitikai opció, de könnyen kontraproduktív lehet, ha a megszorítások miatt a kibocsátás nem várt mértékben csökken. Súlyos esetben a

kormányának pénzügyi segítségért kell fordulnia az IMF-hez, amely a végső nemzetközi hitelező. 2008-ban ez történt Magyarországon is, amikor hitelt kellett kérnünk az IMF-től. Az IMF hitel feltételei ugyanakkor sok esetben a hazai gazdaságpolitika lehetőségeinek a korlátozását fogják jelenteni.

A folyó fizetési mérleg nagy hiánya alááshatja a külföldi befektetők bizalmát, és hozzájárulhat a külső finanszírozás hirtelen leállításához. Ekkor, minél nagyobb a kezdeti hiány és minél nagyobb a külföldiekkel szembeni eladósodottság, annál nagyobb és fájdalmasabb lesz a szükséges makrogazdasági korrekció, a hazai kiadások szükséges csökkentése, ami a kibocsátás és az ország jólétének erőteljes csökkenését okozza.

A külső egyensúly alakulását nemcsak a hazai, hanem a külföldi gazdaságpolitikai döntések is befolyásolják. A tartós külső szufficitet célzó gazdaságpolitika éppen ezért más országokat hozhat nehéz helyzetbe, akik esetében tartós külső deficit jelentkezik ennek eredményeképpen. A tartósan szufficitos országok protekcionista válaszlépésekkel szembesülhetnek deficitos kereskedelmi partnereik részéről, akik valutaleértékeléssel, diszkriminatív kereskedelmi korlátozásokkal próbálhatják védeni makrogazdasági egyensúlyukat. Kína tartós többletével például az utóbbi időben az USA részéről látványos protekcionista fenyegetéseket inspirált. Ha ez általánossá válik, akkor a világgazdaság egészére veszélyes gyakorlat alakulhat ki, amely kereskedelmi háborúhoz, leértékelési versenyhez vezethet. A két világháború között az országok kapcsolatára, a nemzetközi kereskedelemre rátelepedő protekcionizmust a 30-as évek gazdasági válságához és annak elhúzódásához, súlyosságához vezető egyik okként lehet megnevezni. Tehát a gazdaságpolitikai felelősség a külső egyensúlyhiány szempontjából részben kölcsönös is, a kereskedelmi háború elkerülése érdekében, amely minden ország számára veszteséges helyzet, az országoknak meg kell akadályozniuk azt is, hogy a külső többletük túl nagy legyen. A vita azonban mindig fennáll az országok között, hogy kié a gazdaságpolitikai felelősség: a deficitos vagy a szufficitos országé, azaz kinek és milyen mértékben kell makrogazdasági kiigazítást elvégeznie. Természetesen a kényszer a deficitos országon van, hiszen a válság közvetlenül őket fenyegeti. Nem szabad azonban azt sem elfelejteni, hogy egy súlyos pénzügyi válság esetén a hitelezők is elveszthetik a befektetéseiket vagy annak egy részét, azaz a külső szufficitet felhalmozó ország szereplői is viselni fogják a terheket. A nemzetközi gazdaságpolitikai koordinációnak ezért kiemelt szerepe van a külső egyensúly tartós megőrzésében, a gazdaságpolitikák megfelelő összehangolásával.

## 2. Árfolyampolitika

### 2.1. Az árfolyampolitika hatásossága

A hazai és külföldi valuta átváltási arányát nevezzük a két valuta *árfolyamának (E)*. A piaci konvenció szerint az árfolyam jelölése az érintett két valutára úgy történik, hogy a jelölésben elől álló valuta egységében fejezzük ki a második valutát. Szokásosan a hazai valuta árfolyamát a külföldi valuta egységében szoktuk megadni, azaz a nominális árfolyam megmutatja azt, hogy a külföldi valuta egységéért mennyi hazai valutát fizetünk átváltáskor.

Amikor külföldre utazunk vagy ott vásárolunk, akkor a döntéseink meghozatalánál az árakat hasonlítjuk össze egy (jellemzően a hazai) valutában számolva, azaz a pénzünk vásárlóerejét mérlegeljük. A *reálárfolyam* ezt az összehasonlítást mutatja aggregált szinten, vagyis megmutatja, hogy a két ország termékeinek és szolgáltatásainak ára összefoglalóan hogyan viszonyul egymáshoz. Általánosan elfogadott jelölése: *RER* (real exchange rate). A reálárfolyamot úgy számítjuk ki, hogy a külföldi árszínvonal hazai valutában számított értékét elosztjuk a belföldi árszínvonallal:  $RER = E \times P^* / P$ ; ahol  $P^*$  a külföldi árszínvonal,  $P$  a hazai árszínvonal. Az árszínvonal a javak és szolgáltatások átlagos árát jelenti. Méréséhez a fogyasztói kosár árát használjuk, amely az áruk és szolgáltatások reprezentatív mintája, amely

súlyozottan az ország fogyasztását reprezentálja. Tehát az az általunk fogyasztott áruk és szolgáltatások súlyozott ára az országban.

A reálárfolyamot valójában tehát nem egyfajta valutaárfolyamként kell értelmezni. Ha a reálárfolyamot a két ország árszínvonalával és a nominális árfolyammal a fenti képlet szerint számítjuk ki, akkor képet kapunk arról, hogy országunk fogyasztói árai hogyan viszonyulnak egy másik ország áraihoz.

A reálárfolyam változása hatással van a hazai és külföldi termékek iránti relatív keresletre. Ha a reálárfolyam leértékelődik, akkor a külföldi termékek a hazai termékekhez viszonyítva (azonos valutában kifejezve) drágulnak és ez növeli a hazai és csökkenti a külföldi termékek iránti keresletet.<sup>20</sup> Ez megteremti a lehetőséget a külső egyensúly javulására, hiszen teret nyit az export növelése előtt, miközben az importot visszafoghatja. A reálárfolyam változása két tényezőtől, a nominális árfolyam és az árszínvonalak változásától függ:

$$dRER(\%) = dE(\%) + (\pi^* - \pi)$$

ahol  $dRER(\%)$  a reálárfolyam százalékos változása,  $dE(\%)$  a nominális árfolyam százalékos változása,  $\pi$  a hazai,  $\pi^*$  a külföldi infláció az adott időszak alatt.

Ebből adódik a gazdaságpolitika számára a javaslat, hogy deficitese folyó fizetési mérleg esetén a külső egyensúly helyreállításának egyik lehetséges módja a valuta leértékelése, illetve ezzel egyenértékűen a valuta gyengítését, leértékelődését célzó gazdaságpolitikai lépés. A továbbiakban egységesen leértékelésként nevezzük ezt a jegyzetben.

Rövid távon, amíg az árak ragadósak, a leértékelés a reálárfolyamot is leértékeli, tehát kiválthatjuk a kívánt hatást. Ehhez azonban egyéb feltételeknek is teljesülniük kell, hogy tényleg bekövetkezzen a kereskedelmi mérleg pozitív irányú elmozdulása.

Az első tényező, amit meg kell vizsgálni, hogy a leértékelés ténylegesen milyen mértékű hatást gyakorol az export és az import volumenére. Az **elaszticitási**, más néven **rugalmassági feltétel** a kereslet árrugalmasságában keresi a választ. Elaszticitás vagy rugalmasság alatt a közgazdaságtanban azt értjük, hogy egy gazdasági változó arányos változása milyen változást eredményez a célváltozóban. Például, ha az árak csökkenése jelentősen megnöveli a keresletet úgy, hogy az az árbevétel nő, akkor a kereslet rugalmas.

Amennyiben a leértékelést követően az exportőrök nem változtatnak az áraikon, külföldi valutában kifejezve változatlan bevételre tesznek szert, míg hazai valutában kifejezve az export nő. A leértékelés ugyanakkor lehetővé teszi az exportőrök számára, hogy hazai valutában kifejezett exportárak változatlansága mellett csökkentsék a külföldi valutában megadott árakat, annak érdekében, hogy növeljék az értékesítést az export piacokon. Az exportkereslet árrugalmassága fogja így meghatározni, hogy az export volumene hogyan fog alakulni. Amennyiben az exporttermékek iránti kereslet árrugalmas, akkor az export külföldi valutában kifejezve is nőni fog.

Az import esetében a leértékelés a hazai valutában kifejezett árak növekedéséhez vezet, ami visszaveti az importkeresletet. Itt is két hatást kell figyelembe venni: a leértékelés miatt az import értéke nő hazai valutában, a növekvő ár viszont csökkenti a keresletet. Az import hazai valutában kifejezett volumenére a két ellentétes hatás együttes eredője fog változást gyakorolni, az import a kereslet árrugalmasságától függően csökken. A hazai piac exkluzivitása, a külkereskedelmi piacok átjárhatósága, relatív mérete lesz érdemi hatással arra, hogy milyen lesz a külföldi eladók reakciója az árfolyamváltozásra. Ha az eladó nem csökkenti a külföldi devizában kifejezett árakat, akkor a leértékelés miatt a hazai piacon bekövetkező drágulás hatására visszaesik a kereslet, ami csökkenti az importot külföldi devizában kifejezve. Ha

---

<sup>20</sup> Ne feledjük, a hazai valutát fejezzük ki a külföldi valuta egységében, ezt a konvenciót követjük mindig.

azonban az importárak csökkennek a piac megtartása érdekében, akkor importvolumen változatlan is maradhat.<sup>21</sup>

A leértékelésnek a folyó fizetési mérlegre gyakorolt hatását ezek szerint az export és az import keresletének árrugalmassága együttesen fogja meghatározni. A *Marshall-Lerner feltétel* szerint, amennyiben az export- és az importtermékek árrugalmasságának összege 1-nél nagyobb, akkor a külső egyensúly javul, amennyiben 1-nél kisebb, akkor romlik.<sup>22</sup>

Miközben így rövid távon jó eséllyel várható a leértékelés pozitív hatása, *hosszú távon* az abszorpciós és a monetáris hatások azt gyengítik, sőt teljesen ellensúlyozhatják. Az elaszticitási feltétel, mint rövid távú modell, nem számol ugyanis a jövedelem és az árszínvonal változásának hatásaival.

Az *abszorpciós feltétel* szerint a leértékelés hosszú távon akkor javítja a külkereskedelmi egyenleget, ha a nemzeti jövedelem jobban nő ennek hatására, mint a belföldi felhasználás.<sup>23</sup> Emlékeztetőnek, a reálgazdasági megközelítésben a külső deficit úgy értelmezhető, hogy a belföldi felhasználás<sup>24</sup> meghaladja a jövedelmet.

Hogyan változik a hazai felhasználás a valuta leértékelése után? Amennyiben az elaszticitási feltételek fennállnak, és a nettó export növekszik, az növeli a GDP-t is azonos értékben. Természetesen a növekvő jövedelem hatására növekedni fog majd a belső felhasználás is, a fogyasztás, a beruházás és a kormányzati kiadások. Az egyik kulcskérdés az, hogy ez milyen mértékű lesz, azaz a többletjövedelem mekkora részét költik majd el a hazai szektorok. A másik fontos tényező pedig ennek a többletköltségnek mekkora lesz az importhányada. Természetesen a pluszbevétel egy részét áruimportra költik majd. Minél nagyobb ennek a részaránya, annál inkább rontja majd vissza a folyó fizetési mérleget, azaz annál kisebb lesz a valutaleértékelés hosszú távú hatása a külső egyenleg javulására.

A következő kérdés az, hogy a valuta leértékelése milyen hatással lesz az inflációra. Kis, nyitott országok esetében ez a hatás várhatóan számottevő lesz, mivel az importárak növekedése – az importkereslet rugalmasságának tárgyalása során említett érvek alapján – erőteljesen begyűrűzik a hazai inflációba. A hazai árszínvonal emelkedése azonban a leértékelésnek a reálárfolyamra gyakorolt kezdeti hatását folyamatosan erodálja. A többletinfláció a reálárfolyam felértékelődéséhez vezet, és ezen keresztül a külső egyensúlyra hosszú távon, a rövid távon tapasztalttal ellentétben, negatív hatást gyakorol majd. A *monetáris feltétel* szerint tehát a leértékelésnek a folyó fizetési mérlegre gyakorolt pozitív hatása csak akkor marad tartós, ha infláció növekedése nem erősíti vissza a reálárfolyamot a leértékelés előtti értékére.

Összefoglalva a megállapításainkat, bár a hazai valuta leértékelése vagy leértékelődését eredményező gazdaságpolitika egy gyakran alkalmazott eszköz a gazdaság külső egyensúlyának visszaszerzésére és fundamentálisan megalapozott hatásmechanizmus révén működik, de nem tekinthető automatikusan, minden helyzetben alkalmazható megoldásnak. Az elaszticitási feltételek nem teljesülése esetén a várt eredmények nem következnek be, valamint számolni kell azzal is, hogy a hosszú távú hatások sokszor már középtávon improduktívvá tehetnek egy ezzel operáló gazdaságpolitikai lépést.

---

<sup>21</sup> Tarafás, I. 2008. Napjaink monetáris politikájának alapjai. Typotex

<sup>22</sup> A kereslet árrugalmasságának vizsgálata mellett ugyanakkor nem tekinthetünk el a kínálati oldal helyzetétől sem, amikor az export és az import lehetséges változását latolgatjuk az árfolyamváltozás hatására. Fontos így megjegyezni, hogy a Marshall-Lerner elaszticitási mutató 1-nél nagyobb értéke nem minden esetben várható egy gazdaságban.

<sup>23</sup> Kóczyán Balázs – Koroknai Péter, 2017. Fizetési mérleg, MNB Oktatási füzetek 12.

<sup>24</sup> domestic absorption (DA)

## 2.2. A külső egyensúly helyreállítása rögzített árfolyam mellett

De a mi helyzet akkor, ha az árfolyam rögzített, nincs lehetőség a leértékelésre és ezen keresztül a külső egyensúly visszaszerzésére. Tudjuk, hogy a hazai és külföldi termékek iránti relatív kereslet a reálárfolyamtól függ, aminek a változása két tényező, a nominális árfolyam és az árszínvonalak relatív változásától függ. Azaz rögzített árfolyam esetén is van lehetőség hosszú távon a kívánt hatás kiváltására. Ennek az a feltétele, hogy a hazai infláció tartósan a külföldi infláció alatt maradjon, amivel a reálárfolyam leértékelése ebben az esetben is elérhető. Ezt a folyamatot hívjuk **belső leértékelésnek**. Jellemzően ez egy kényszerű alkalmazkodás formájában megy végbe, amikor a külső finanszírozás leállása fenyeget, ezért a belső felhasználásnak legalább olyan mértékben kell csökkennie, hogy a külső egyensúly helyreálljon. A belső felhasználás csökkentése ekkor fiskális restrikciónal érhető el. Ez viszont a munkanélküliség növekedésével, a kibocsátás visszaesésével jár. A hazai kiadások csökkenése pedig az árakat is visszafogja. Azonban csak egy elhúzódó és jelentős makrogazdasági veszteséggel járó folyamat eredménye lesz, amíg az árak alkalmazkodása el nem éri azt a mértéket, aminek révén a külső kereslet majd olyan mértékben megnő, hogy a gazdaság belső egyensúlya is helyreálljon. Ez egy éveig tartó, a jólét jelentős csökkenésével járó folyamat.

Az egyensúly ilyen módon, egyéb opció hiányában való visszaszerzésének az ára olyan mértékű veszteséggel is járhat, ami kontraproduktívá teszi ezt a gazdaságpolitikai választást vagy kényszert. Legutóbb Görögország esetében láthattuk ezt Európában, akik 2010-es államcsőd után kényszerültek erre. A görög adósságkimentés fejében a Trojka (IMF, EU Bizottság, EKB) által megszabott program a vártnál jóval nagyobb gazdasági visszaesssel járt. A belső leértékelés több mint 3 évig tartó deflációt eredményezett, Görögország GDP-je pedig 2019-ben, a pandémiát megelőzően, alig haladta meg a pénzügyi válság előtti, 2007-es volumen háromnegyedét. Azaz a jólét alakulását tekintve a görögök esetében nem elvesztett évtizedről, hanem évtizedekről beszélhetünk. Ez alapján elhibázottnak értékelhetjük a végrehajtott stabilizációs programot.

## 2.3. Gazdaságpolitikai választás rögzített és lebegő árfolyamrendszer között

A rögzített árfolyamrendszer további következménye az autonóm vagy hatásos monetáris politika hiánya. Tegyük fel, hogy a belső egyensúly javítása érdekében a monetáris politika lazításba kezd, csökkenti a kamatozatokat, növeli a pénzkínálatot, ami a belső keresletet ösztönzi, ezzel növelve a foglalkoztatást és kibocsátást. Ebben az esetben a monetáris politikai döntés eredményeképpen a valutának le kellene értékelődnie, azaz az új egyensúlyi árfolyam (amely mellett a deviza és a pénzpiac együttes egyensúlya fennáll) el fog térni a valós (rögzített) árfolyamtól.

Ennek hatására tőkeáramlás indul meg ki az országból. Ennek az oka az, hogy az azonos eszközök (például betétek) várható hozama külföldön és belföldön eltérő lesz, azaz nem teljesül a kamatparitás. Tőkeáramlás esetén a hazai valutából túlkínálat alakul ki a devizapiacon, azaz a valuta leértékelődési nyomás alá kerül. A rögzített árfolyam fenntartása a jegybank kötelezettsége, aki ilyenkor devizapiaci intervencióval akadályozza meg a leértékelődést. Azaz a jegybank a devizatartalékok piacra dobásával vásárolni fogja a rögzített árfolyamon a hazai valutát a jegybank. A devizapiaci intervenció révén azonban a hazai pénzkínálat nem marad változatlan. A hazai valuta vásárlása a jegybank által megvásárolt mennyiséggel csökkenti a pénzkínálatot. A pénzkínálat szűkülése a piacon a kamatok emelkedésével jár együtt. Azaz a devizapiaci intervenciónak monetáris szigorítással egyenértékű hatása lesz. Az intervencióra addig van szükség, amíg az egyensúlyi árfolyam vissza nem tér a hivatalosan rögzített

árfolyamhoz. A tőkepiaci reakció és a kényszerű intervenció együttesen a kezdeti jegybanki monetáris lazítást így eltünteti.<sup>25</sup>

A monetáris politika rögzített árfolyam melletti hatástalanságára a fentiek alapján látott jelenséget és ennek gazdaságpolitikai következményét általánosan *monetáris trilemmának* nevezzük. Ennek egyik megfogalmazása szerint egyszerre nem teljesülhet a rögzített árfolyam, a szabad tőkeáramlás és az autonóm monetáris politika hármasa. Máshogy kifejezve, a döntéshozóknak választani kell melyik két cél preferálják, ami egyúttal meghatározza az alkalmazott árfolyamrezsimet.

1. Ennek megfelelően az egyik gazdaságpolitikai választás, hogy az árfolyam rögzített lesz, de ekkor a tőkeáramlás előnyeivel csak úgy élhet az ország, ha lemond az önálló vagy hatásos monetáris politikáról. Ebben az esetben a monetáris kondíciókkal döntően a rögzítéshez választott kulcsvaluta monetáris politikájához kell igazodnia a jegybanknak.
2. Elvileg lehetséges lenne az a választás is, hogy tőkekorlátozások révén a monetáris politika önállósága megtartható legyen rögzített árfolyam mellett is. Ebben az esetben ugyanis a kulcsvaluta országtól eltérő monetáris kondíciók esetén nem következik be tőkeáramlás, ami a valutára le- vagy felértékelő nyomást gyakorolna, tehát devizapiaci intervencióra sem lesz szükség a jegybank részéről. Így a gazdaság irányítására a monetáris politika továbbra is hatásos eszköz maradhat. A mai globalizált világgazdaságban ez azonban csak elvi lehetőség szintjén létező választási lehetőség. Tőkekorlátozások mellett ugyanis az ország lemond a gazdaság modernizálásához, a konvergenciához szükséges külföldi tőkéről, gyakorlatilag kimarad a globális értékláncokba való bekapcsolódásról, vagyis a gazdasági növekedés egyik fő hajtóerejéről.
3. Ebből kifolyólag, a valójában létező másik választási lehetőség az árfolyamrögzítés feladása. Lebegő árfolyam esetén szabad tőkeáramlás mellett is hatásosan alkalmazható a monetáris politika, ami az árfolyamkockázat hátrányai mellett ugyanakkor gazdasági stabilitási előnyöket is kínál az országnak.

A gazdaságpolitikai döntéshozók számára, az árfolyampolitikáról való választás kérdésében, a lebegő árfolyamrendszer előnyösnek bizonyul az árfolyam rögzítésével szemben a gazdasági stabilitást és a stabilizációs politika lehetőségeit tekintve. Ennek egyik eleme, hogy külső, aszimmetrikus sokk esetén a gazdasági visszaesést és külső egyensúly romlást az árfolyam leértékelődése tompíthatja, azaz kisebbek lesznek a reálgazdasági veszteségek. A lebegő árfolyam így automatikus stabilizátorként hat a külső egyensúly fenntartására. Az egyensúly visszaszerzését célzó stabilizációs politika mozgásteret is sokkal szélesebb, mivel a monetáris politikát is hatásosan tudja erre alkalmazni. Ez azt jelenti, hogy a makrogazdasági célok közötti prioritás szabadabban alakítható, nem kell adott esetben a külső egyensúlyi célnak alárendelni, feláldozni a belső egyensúlyt. A monetáris politika autonóm használatával – amennyiben szükséges – a vezető országokétól eltérő, a hazai gazdaság számára megfelelőbb monetáris kondíciók alakíthatók ki.

Talán elsőre furcsán hangzik, de a lebegő árfolyam a valuta elleni támadás formájában jelentkező árfolyam-spekulációk elleni védekezésben is hasznos eszköz. Rögzített árfolyam esetén minden gazdasági változás felveti a kétséget, hogy a rögzített árfolyamérték hogyan viszonyul az egyensúlyi árfolyamhoz, fundamentálisan továbbra is megfelelő-e a rögzítés értéke a jövőre nézve, van-e szükség makrogazdasági korrekcióra. Ha a piaci szereplők

---

<sup>25</sup> Ellenkező esetben, amikor monetáris szigorítással éppen a kereslet visszafogását szeretné elérni a jegybank, pont az ellenkező irányú folyamatok zajlanak le.

várakozásai túlságosan abba az irányba csoportosulnak, hogy a rögzített árfolyamon a valuta túlértékelt, akkor elkerülhetetlenül beindul a spekuláció a valuta ellen, amire így leértékelési nyomás fog nehezedni. Ekkor a központi banknak kell devizapiaci intervencióval fenntartani a valuta árfolyamát a rögzített értéken. Megfelelő gazdaságpolitikai korrekció hiányában, mennél inkább egyirányúvá válik a piaci szereplők várakozása a leértékelésre, annál inkább marad egyedül a jegybank a valuta védelmében. Ahogy azt már többször láttuk a piacon, még a legnagyobb jegybankok sem képesek ellenállni a valuta ellen a piacon hirtelen és nagyvolumenben bekövetkező spekulációnak, amikor például egy váratlan hír miatt minden befektetői várakozás egyirányúvá válik.<sup>26</sup>

Amennyiben az árfolyam szabadon lebeg, a spekuláció folyamatos a piacon, a szereplők várakozásai alakítják az árfolyam mindenkori értékét. Ekkor is bekövetkezhet hirtelen elmozdulás az árfolyamban, amikor például a befektetők – váratlan események, hírek hatására – tömegesen leértékelődésre számítanak. A valutapiacra ezért jelentős túlkínálat alakul ki, és a hazai valuta a spekuláció eredményeként gyorsan leértékelődik. De ahogy az árfolyam egyre gyengül, úgy egyre több piaci szereplő kezd úgy gondolni, hogy a valuta a fundamentumokhoz képest alulértékelté vált, ezért már vásárolni kezdik azt. Így a leértékelődés az ellenkező irányú spekulációnak is teret nyit. Azaz a piaci erők fel-le mozgatják a valutát a fundamentálisan fair értéke körül. Amennyiben a makrogazdasági céljai elérése érdekében hasznosnak tartja, a jegybank is interveniálhat a piacon, de ez jellemzően rejtve marad a szereplők előtt. Lebegő árfolyamrendszer mellett tehát nem válik egyirányúvá a spekuláció, a jegybank számíthat a piaci erőkre, így a valuta elleni spekulatív támadások lehetősége jelentősen csökken.

Ez a monetáris politika autonómiáját is erősíti és a költségek csökkentését is lehetővé teszi. Rögzített árfolyamrendszer esetén éppen a valuta árfolyamának a fixen tartása miatt is fontos a devizatartalékok magas szintje. Miután ilyen célú intervencióra lebegő árfolyamrendszerben nincsen szükség, így a nemzetközi tartalékokat is elegendő kisebb volumenben felhalmozni. Ez azért előnyös, mert a devizatartalékok nagy mennyiségben való tartása költséges lehet egy kis, nyitott gazdaság számára. Ahogy ezt korábban már megtanultuk, a devizatartalékok a központi bank mérlegében, eszközként szerepelnek. A nemzetközi tartalékeszközöket a jegybankok természetesen legjobb minőségű, likvid kamatozó eszközökben, betétekben, rövid lejáratú külföldi államkötvényekben tartják. Az ebből származó kamatbevétel meglehetősen alacsony. Ezzel szemben, a jegybanki mérleg másik oldalán a jegybankpénz áll, amelynek jelentős része a kereskedelmi bankok jegybanknál vezetett tartalékszámájában van. Ha a jegybank nagymennyiségben halmoz fel devizatartalékokat, akkor a kereskedelmi bankok nagy mennyiségű szabad tartalékkal fognak rendelkezni, ami a hitelezés növelésére ösztönzi őket, a piaci kamatok pedig lefele szorítja. Amennyiben ennek következtében a pénzkínálat túlzottan növekszik, akkor az a jegybanki célokat, az árstabilitást és a pénzügyi stabilitást veszélyeztetheti. A központi bank ezért magasabb kamatot ajánl a kereskedelmi bankoknak, illetve a befektetőknek, jegybanki betét vagy kötvény formájában, hogy a többletpénzkínálatot felszívja a jegybank a piacról, sterilizálja a devizatartalékoknak ezt a mellékhatását. Mivel ezen kötelezettségek után a jegybank által fizetett kamatok meghaladják a devizatartalékból származó bevételt, így a különbözeten a jegybank veszteséget szenvedhet el. Ez csökkentheti a

---

<sup>26</sup> Ez történt 1992-ben, amikor az európai árfolyammechanizmusban (ERM) résztvevő több valuta esetében is hasonló esemény játszódott le. Ennek csúcspontja 1992. szeptember 16-a volt, ami fekete szerda néven vonult be az angol gazdaságtörténetbe. Ezen a napon az angol jegybank, a Bank of England, és az angol kormány a font árfolyamrögzítésének a feladására kényszerült, miután a devizapiaci spekuláció olyan volumenűvé vált az angol font leértékelésére, ami teljesen kiürítette a jegybank devizatartalékait.

jegybank profitját, így befizetését a költségvetésbe, vagy akár költségvetési kompenzációt is igényelhet a jegybank felé. Ez az ún. sterilizációs költség, amely főleg kis, nyitott országok esetében számottevő mértékre is rúghat.

Lényeges szempontok szólnak tehát a lebegő árfolyamrendszer mellett. Ugyanakkor a mérleg másik oldalán is számos érvet tudunk felsorakoztatni. Bár a valuta elleni spekulatív támadások kockázata csökken lebegő árfolyam esetén, de ez nem jelenti azt, hogy ne lenne spekuláció a devizapiacra. Természetesen a valuta árfolyama folyamatos mozgásban van, és tartósan eltérhet a külső és belső egyensúlyhoz tartozó optimális vagy célértékétől. A devizapiaci spekuláció és az árfolyam volatilitása nem hagyja érintetlenül a hazai a pénz- és tőkepiacot, sem, ingadozáshoz vezet azokon is. Ez különösen a kevésbé fejlett pénzügyi piacokkal rendelkező kis, nyitott gazdaságokban lehet nagyon káros, mert a túlzott ingadozás veszélyezteti a pénzügyi stabilitást. A pénzügyi instabilitás pedig a reálgazdaságot is nagymértékben hátráltatja. Magyarország esetében is már többször tapasztalhattuk, hogy a valuta árfolyamának túlzott volatilitása önmagában a sokkok és az instabilitás forrásává válhat.

A rögzített árfolyam legnagyobb előnye éppen abból fakad, hogy az árfolyam-bizonytalanságot jórészt eliminálja. Nyilván ebben a gazdaságpolitika hitelességének kiemelt jelentősége van, amely azt jelenti, hogy a döntéshozók a rögzítés fundamentális fenntarthatósága érdekében nem vonakodnak a szükséges makropolitikai korrekciót végrehajtani, amennyiben az egyensúlyi árfolyam érdemben és tartósan eltávolodik a rögzített értéktől. A rögzítés előnyei ilyenkor abban jelentkeznek, hogy lecsökkentik az árfolyam-ingadozás kockázati felárát, ami lebegő árfolyam esetén terhet jelent a nemzetközi kereskedelem és befektetések számára is. A nemzetközi kereskedelemben ez ugyanis alacsonyabb forgalmat és magasabb árakat jelent. A tőkepiacra az árfolyambizonytalanság kockázati többlete beépül a finanszírozási költségekbe, amely így magasabb lesz. A magasabb finanszírozási költségek miatt a beruházások volumene alacsonyabb lesz. Ez a kockázat tehát jelentősen visszafogja a gazdasági növekedést, rögzített árfolyam esetében viszont ennek csökkentése, megszüntetése a megnyerhető előny.

A fix és a lebegő árfolyamrendszer mellett és ellen szóló érvek áttekintése alapján nem meglepő, hogy nincs egyértelmű javaslat az országok számára, hogy melyiket alkalmazzák, és a gyakorlatban is számos eltérő árfolyampolitikai rezsimit látunk működni. Hozzá kell tenni, hogy maga a választás sem csak arra két opcióra szűkül le, hogy egy ország rögzítse a valutáját egy kulcsvalutához, vagy hagyja a valutáját a piaci erők által szabadon lebegni. Ténylegesen számos hibrid, köztes árfolyamrendszer létezik és sok ország ezekben látja az előnyök és hátrányok közötti optimalizálás legjobb lehetőségét. Az alkalmazott árfolyamrendszerek közötti választásban egy országnak elsősorban azt érdemes figyelembe vennie, hogy a gazdasági struktúrája, nyitottsága, beleértve nemzetközi integrációját is, pénzügyi piacának fejlettsége és végül, de nem utolsósorban gazdaságpolitikájának hitelessége alapján milyen árfolyamrendszer mellett várható leginkább az ismertetett előnyök érvényesülése, illetve a hátrányok minimalizálása. Tekintsük át az alábbiakban a fontosabb szempontokat.

- Kis, nyitott országok esetében, minél specializáltabb a gazdaság, az export minél koncentráltabban a gazdaság egy szűk köréből tevődik össze, annál nagyobb veszélyt jelenthet az árfolyam volatilitása, amely jelentős jövedelmi ingadozást eredményez az exportágazatokban, így a makroegyensúlytalanság forrása lehet.
- Minél erőteljesebb a gazdaság nemzetközi gazdasági integrációja a kulcsvaluta gazdaságával, ami alatt az árupiaci integráció mellett a tényezőpiacok (munka, tőke)

integráltságát és mobilitását értjük, annál nagyobb az árfolyam rögzítéssel elérhető előny és annál kisebbek annak várható gazdasági stabilitási veszteségei.

- A rögzített árfolyamrendszer mellett voksoló közgazdászok visszatérő érve szerint a kis, nyitott országok számára az autonóm monetáris politika valójában csak illúzió, mivel a világgazdasági függésük erőteljes. A világ vezető országainak gazdaságpolitikai és monetáris döntései jóval szabadabbak. Egy vezető ország jegybankjának kamatdöntése érdemi befolyást gyakorol a kis, nyitott országok külső és belső egyensúlyára, ezért – szabad tőkeáramlás mellett – az azokhoz való gazdaságpolitikai alkalmazkodás lebegő árfolyamrendszer esetében is kényszerűvé válik. Fordítva viszont nem áll fent ez az alkalmazkodási kényszer. Ezért a tartós fiskális vagy monetáris fáziseltérés a vezető országoktól jelentős tőkeáramlást indukál, amelyek kikényszerítik a makrogazdasági korrekciót a kis, nyitott országokban. A valuta leértékelődése továbbá gyors és erőteljes inflációs hatással jár számukra, azaz a reálárfolyamban nem marad tartós a leértékelés kedvező hatása.
- A pénzügyi piacok fejletlensége esetén a lebegő árfolyamrendszer választása jelentős piaci volatilitással, ebből eredően számottevőbb pénzügyi stabilitási kockázattal jár együtt. A felzárkózó, kis, nyitott országok pénz- és tőkepiacai kevésbé fejlettek, méretük kicsi és likviditásuk alacsonyabb, következésképpen ingatagabbak. Ezért is nagymértékben függenek a külföld monetáris politikájától, az eltérés attól jelentős kilengéseket okoz a kis, nyitott országok pénzügyi piacain, azaz stabilitási kockázatot jelent. A lebegő árfolyam mellett érvelők ezzel szemben éppen azt szokták felhozni, hogy az árfolyamváltozás maga fontos információt hordoz a gazdaságpolitikai döntéshozók számára, indikátorként hívva fel a figyelmet a gazdasági problémákra.

### 3. Globalizált tőkepiacok és nemzetközi banktevékenység

#### 3.1. A bankok működésének globális tendenciái

A mai globalizált világban a pénzügyi közvetítés sokszínűsége jellemzi a pénz-, hitel- és tőkepiacokat. Mindennapi pénzügyeinket ezen piacok különböző professzionális szereplőinek a közreműködésével végezzük. Számlát vezetünk, hitelt veszünk fel bankunktól, megtakarításainkat befektetési alapokban, nyugdíjpénztárakban tartjuk, értékpapírokat vásárolunk brókercégektől, számláinkat pedig egy Fintech megoldáson keresztül fizetjük.

Ennek, a gazdaság minden elemét átszövő, jellemzően az országhatárokon szabadon átnyúló pénzügyi rendszernek a központjában azonban továbbra is a **bankok** állnak. Más pénzügyi közvetítőktől való megkülönböztetésük érdekében, ezeket precízen **kereskedelmi bankok**nak nevezik. Hasonlóan azonban az egyébként elterjedt megoldástól és a köznyelvben használatoshoz, a továbbiakban is egyszerűen banknak hívjuk a kereskedelmi bankokat. Más, tőlük eltérő olyan pénzügyi intézményeket, amelyek nevében a bank szó szerepel, viszont teljes elnevezésükön fogjuk szerepeltetni (mint pl. a befektetési bank).

A bankok tehát a pénzügyi piacok kulcsszereplői jelenleg. Kizárólag a bankok azok a pénzügyi intézmények, amelyek mind a három alapvető banki tevékenységet üzletszerűen, engedély alapján végezhetik. Ezek a banki alaptevékenységek a következők:

- betétgyűjtés
- hitelnújtás
- számlavezetés

Azon kívül, hogy együttesen ez a három tevékenység kizárólag a bankok által végezhető, alapvetően az különbözteti meg őket más pénzügyi közvetítőktől, hogy a bankok képesek pénzteremtésre, míg az egyéb pénzügyi közvetítők pénzújraelosztók. A bankok **indirekt pénzügyi közvetítők**. Ez azt jelenti, hogy a bankok saját magukra szóló követelést hoznak létre és gyűjtenek, és saját döntésük alapján, a saját kockázataikra hiteleznek, illetve vásárolnak pénzügyi eszközöket. A betétesek pedig a bank kockázatát viselik.

Ezek azok a jellegzetességek, amelyek alapján a bankok alapvetően különböznek más pénzügyi intézményekétől a jegybankkal való kapcsolatuk, illetve a szabályozásukat illetően. A bankok a központi bank tartalékkötelezettség szabályozásának a hatálya alá tartoznak, egyúttal jegybankképes ügyfelek, akik a jegybank monetáris műveleteit igénybe vehetik. A bankokra továbbá az ún. prudenciális szabályozás vonatkozik, amely elsősorban a tőke- és likviditási megfelelőségükre állít fel szabályokat.

Az elmúlt évtizedekben (a Bretton Woods-i rendszer felbomlását követően) a bankok tevékenysége jelentős változásokon ment át, a hagyományos banktevékenységen kívüli szolgáltatások és a határon átnyúló banktevékenység súlya folyamatosan nő a banküzletekben. Ennek eredményeképpen ma már változatos pénzügyi szolgáltatásokat élvezhetünk a bankunknál.

Ezt a változást négy fő tendencia jellemezte:

- a dezintermediáció;
- a nagy és komplex bankcsoportok (LCBGs) létrejötte és előretörése;
- a nagykereskedelmi banküzletek (wholesale banking) terjedése;
- a nemzetközi banktevékenység (offshore banking) dominánssá válása.

A **dezintermediáció** egy erőteljesen ható tendencia, amely azt eredményezi, hogy a banki, indirekt finanszírozás részesedése a teljes pénzügyi közvetítésen belül csökkenő. Az USA-ban a pénzügyi közvetítésen belül korábban is az értékpapír alapú, **direkt pénzügyi közvetítési** forma volt az első helyen. Napjainkra ez világszerte is egyre nagyobb súlyúvá vált. Bár a legtöbb országban továbbra is vezető részesedésű a banki közvetítés, globálisan a direkt/indirekt finanszírozás aránya már az 50-50%-hoz közelít.

A direkt finanszírozás **értékpapírosítás**on keresztül valósul meg, közvetlenül kapcsolódva a pénzügyi piacokhoz. A hitelfelvevők, finanszírozást keresők értékpapírokat bocsátanak ki a piacokon, a befektetők a kibocsátók és/vagy a megvásárolt értékpapírok kockázatát vállalják. A direkt, közvetlen finanszírozás során az ezzel foglalkozó pénzügyi közvetítők kapcsolják össze a piacon a kibocsátókat és a befektetőket.

Ugyan a pénzügyi közvetítés egésze jelentősen nőtt, de ezen belül a nem banki közvetítés gyorsabb ütemben gyarapodott. Éppen ezért – ahogy lehetővé vált – sok bank bővítette üzleti modelljét és egyre inkább összpontosít az alapvető banktevékenységeken kívüli pénzügyi szolgáltatásokra. Ez a tevékenységbővítés leginkább összeolvadások és felvásárlások (M&A) révén történt, amelyek eredményeképpen **nagy és komplex bankcsoportok** jöttek létre, amelyek ma már pénzügyi „plázákként” működnek, ahol a hagyományos banki szolgáltatások mellett a pénzügyi termékek széles palettáját kínálják az ügyfelek részére. Ezeket a komplex bankcsoportokat jelentős mérlegfőösszeg és a nem hagyományos kereskedelmi banki tevékenységek (pl.: befektetési banki tevékenység és letétkezelési szolgáltatások) nagy súlya jellemzi. Ennek a pénzügyi intézményi formának az előretörésében szerepet játszott az is, hogy a 2007-2008-as pénzügyi válságot követően számos nagy befektetési bank komplex

banksoporttá alakult át. Ennek oka az volt, hogy a hagyományos befektetési banki modell hiányosságaira brutálisan mutatott rá a pénzügyi válság.<sup>27</sup>

A bankszektorban – főként a válság előtti évtizedben – a nagykereskedelmi banküzletek előretörése, súlyuknak a kihelyezésekben és forrásszerzésben való érdemi növekedése is megfigyelhető volt. Ezek a nagyvolumenű pénzügyi ügyletek más bankokkal és nem banki pénzügyi közvetítőkkel döntően a pénzpiacon kötöttek. Ennek eredményeképpen a betétgyűjtésről és a hagyományos hitelezésről a hangsúly részben (akár nagyobb részben is), a bankközi piacokon, tőkepiacokon megszerezhető forrásokra és az oda történő kihelyezésekre került.

Végül, de nem utolsó sorban a bankok tevékenységén belül egyre nagyobb részarányúvá, főként a nagy és komplex banksoportok esetében meghatározóvá vált a nemzetközi tevékenység súlya. A dereguláció és liberalizáció eredményeképpen egyrészt megnyílt az út a határon átnyúló banktevékenység előtt, másrészt a verseny globálissá válása és erősödése a nemzetközi terjeszkedést ösztönözte. Nem csupán a banki tranzakciók nemzetközi válásáról beszélünk. Egy bank több formában tud a határokon átnyúlóan működni, fiókinézet vagy leányvállalat alapítása révén tud más országban is tevékenykedni. Jellemzővé vált, hogy a banktevékenység és a nem banki pénzügyi szolgáltatások is, a tevékenység típusa szerint pénzügyi központokba fókuszálódnak, ahol számos bank saját vállalkozással jelen van. Ilyen pénzügyi központ Európában pl. Frankfurt, London, illetve a vagyionkezelési területen Luxemburg. A nemzetközi banktevékenység erősödésével az eurodollar és eurovaluták piaca is gyors növekedésen ment át. Az eurovaluták kifejezés a nem hazai fizetőeszközben vezetett, azaz deviza számlákon levő pénzt, betéteket jelenti. Az eurodollar tehát nem az USA-ban, hanem a világ más részén a bankok által az ügyfelek devizaszámláin nyilvántartott dollárt takarja. A finanszírozás és kihelyezés nemzetközivé válása, a szereplők erőteljes nemzetközi összefonódása nemcsak a pénzügyi stabilitás biztosítása elé állított nehezebb kihívásokat, de a monetáris politika szempontjából is új helyzetet teremtett a jegybankok számára.

### 3.2. Az árnyékbankrendszer

Az általános definíció szerint<sup>28</sup> a pénzügyi közvetítésnek azt a rendszerét, amely a hagyományos bankrendszeren kívüli szereplőket és tevékenységeket foglalja magában nevezzük **árnyékbankrendszernek**. Ennek megfelelően az értékpapírosításban és direkt pénzügyi közvetítésben résztvevő nem banki pénzügyi szereplők azok, akiket árnyékbanknak szokás nevezni. Ez az elnevezés azonban több szempontból is megtévesztő. Egyrészt ezek a pénzügyi közvetítők jellemzően szakosodnak a piaci közvetítés egyes típusaira vagy szegmenseire. Az egyáltalán nem igaz, hogy külön-külön bankszerűen működjenek, a többségük tevékenysége nem is hasonlít arra. Az igaz, hogy pénzügyi közvetítést végeznek, amelynek ugyanúgy vannak bankszerű pénzügyi stabilitási kockázatai. Másrészt az árnyékbank kifejezés előítéletes hangzású, arra utal, hogy valamilyen szabályozatlan, esetleg nem teljesen legális tevékenységről lenne szó. Ezzel ellentétben ezek a szereplők a tőkepiac lényegi részét alkotják, az értékpapírpiacon finanszírozás rendszerének a részét képezik. Működésük engedélyhez kötött, a bankokéhoz hasonlóan folyamatos felügyelet alatt állnak, a szabályozásuk azonban a bankokétól különbözik és az egyes szereplőké is jelentősen eltér, attól függően, hogy milyen tevékenységet folytatnak. A szabályozottság mértékében is nagy különbségek vannak az egyes területek, szereplők között. Éppen ezen okok miatt 2018-ban az árnyékbankrendszer kifejezés a hivatalos használatban **nem banki pénzügyi közvetítésre**

<sup>27</sup> A nagy tradíciókkal rendelkező legnagyobb amerikai befektetési bankok többsége vagy csődbe ment vagy az elől menekülve beolvadt egy felvásárló bankba.

<sup>28</sup> Financial Stability Board alapján elterjedt definíció (FSB, 2011)

változott (elkerülendő a félrevezető hangzást). A jegyzetben a továbbiakban ugyanakkor szinonimaként használjuk mindkét kifejezést.

Az árnyékbankrendszer közvetítői szerepe az, hogy különböző kockázatú és időtávú pénzügyi eszközökhöz forrást biztosítsanak oly módon, hogy mobilizálják a megtakarításokat, illetve úgy, hogy elsősorban rövid lejáratú, pénzügyi forrásokat vonnak be saját finanszírozásukba. A nem banki pénzügyi közvetítők a forrásaikat bankoktól, befektetési szolgáltatóktól (befektetési bankoktól), más pénzügyi közvetítőktől (például likviditási és pénzügyi alapoktól), végső befektetőktől (például nyugdíjpénztáraktól, lakosságtól) szerzik. Egyes szereplők a megszerzett forrásokat jelentős tőkeáttétel mellett magasabb hozamú, jellemzően hosszabb időtávú és kockázatosabb befektetésekbe helyezik el. Ugyanakkor számos olyan nem banki pénzügyi közvetítő is van, amelyek nem, vagy csak korlátozottan használhatnak tőkeáttételt a működésük során. Már említésre került, hogy az árnyékbankok nem jegybankképes ügyfelek, azaz forrásoldalon kizárólag a piacra utaltak, azaz nem fordulhatnak likviditásért a jegybankhoz, nem vehetik igénybe annak, a bankok számára rendelkezésre álló monetáris politikai eszközeit.

Az elmúlt évtizedek tendenciája nemcsak az árnyékbankrendszer abszolút és a pénzügyi közvetítésen belüli részarányának gyors növekedéséhez vezetett, hanem a bankok és nem banki pénzügyi közvetítők közötti kapcsolatokat is átformálta, a szereplőket pókháló-szerűen összekötötte. Az összekapcsolódás többrétegű. A tőkepiac fejlődése, a globalizáció és a dezintermediáció a banki és nem banki közvetítők tevékenysége és termékeik közötti határokat összemosta, elhomályosította a különbségeket. Ma már egy bankon belül a megtakarításokért egymással versenyző termékek széles palettáját találhatók, miközben az ügyfelek nagy részének a számára az ezek közötti lényegi különbség nem, vagy alig érthető (pl. egy bankkártyával összekötött betét vagy pénzügyi befektetési jegy közötti eltérés).

Ebben az összekapcsolódási folyamatban szerepet játszott a pénzügyi piacok deregulációja is<sup>29</sup> Ma a bankok és pénzügyi szektor egyéb szereplőinek kölcsönös egymásrataltsága, függősége erőteljes. Ez kiterjed a kihelyezésekre, forrásszerzésre és termékekre egyaránt. A különböző szegmensekben működő szereplők közötti összefonódás tulajdonosi, illetve stratégiai partnerség szintjén is jellemző. Mindeközben az árnyékbankrendszer széles értelemben mért súlya az euróövezetben a Covid pandémia előtt már elérte a 40%-ot a teljes pénzügyi közvetítésen belül, globálisan pedig közel a pénzügyi közvetítés közel felét teszi ki (48,2%).<sup>30</sup>

A hagyományos bankok és árnyékbankok közötti, fentiekben részletesen tárgyalt különbségeket az alábbi táblázat foglalja össze.

---

<sup>29</sup> Az USA-ban pl. 1999-ben törölték el az 1932-es Glass-Steagall törvényt, amely a banki és más pénzügyi közvetítők közötti összefonódást akadályozta meg.

<sup>30</sup> EKB, illetve FSB adatok alapján

<b>Bankok (kereskedelmi bankok)</b>	<b>Nem banki pénzügyi közvetítők (árnyékbankok)</b>
Kizárólag a bankok azok a pénzügyi intézmények, amelyek mind a három alapvető banki tevékenységet üzletszerűen, engedély alapján végezhetik: 1) betétgyűjtés; 2) hitelnyújtás; 3) számlavezetés.  De sok bank az alapvető banktevékenységen kívüli egyéb, nem banki pénzügyi közvetítési szolgáltatást is végez	A hosszú lejáratú pénzügyi eszközökhöz biztosítanak finanszírozást, befektetőktől gyűjtve forrást.  A pénzügyi közvetítők jellemzően szakosodnak a piaci közvetítés egyes típusaira vagy szegmenseire.
Csak a bankok képesek pénzteremtésre.	A nem banki pénzügyi közvetítők pénzüjraelosztók.
A központi bankok tartalékkötelezettség szabályozásának hatálya alá tartoznak.	Nem tartoznak a tartalékkötelezettség szabályozás alá.
Jegybankképes ügyfelek, a jegybank monetáris műveleteit igénybe vehetik.	Általánosan nem jegybankképes ügyfelek és nem vehetik igénybe jegybank monetáris műveleteit.
A bankokra prudenciális szabályozás vonatkozik, amely elsősorban a bankok tőke- és likviditási megfelelőségére állít fel szabályokat.  A bankok tőkeáttétele jelentős, de korlátozott.	Noha tevékenységüknek megfelelően szabályozott a működésük és a pénzügyi felügyeleti hatóság ellenőrzi őket, nem vonatkoznak rájuk olyan prudenciális szabályok, mint a bankokra.  A tőkeáttételre vonatkozó szabályozásuk változó. Egyes nem banki pénzügyi közvetítők nagy tőkeáttétellel is működhetnek (törvényi korlát nélkül). Ugyanakkor olyan is van, amely nem használhat tőkeáttételt.
<b>Indirekt pénzügyi közvetítést</b> (közvetett, indirekt finanszírozást) folytatnak. A bankok saját magukra szóló követelést hoznak létre és gyűjtenek, saját döntésük alapján, a saját kockázatukra hiteleznek, illetve vásárolnak pénzügyi eszközöket. A betétesek a bank kockázatát viselik.	<b>Direkt pénzügyi közvetítést</b> (közvetlen, direkt finanszírozást) folytatnak. A nem banki pénzügyi közvetítők nem betéteket, hanem befektetőktől gyűjtenek forrásokat, a befektetők javára eljárva hiteleznek és vásárolnak pénzügyi eszközöket. A befektetők a befektetett eszközök kockázatát viselik

### 3.3. Nem banki pénzügyi közvetítés a tőkepiacokon

Az árnyékbankrendszer tagjai tevékenységüket tekintve változatos szerepet töltenek a direkt finanszírozásban, és valójában együtt alkotnak komplex pénzügyi közvetítői rendszert. Ennek a rendszernek a kiemelt szereplői a széleskörű befektetési szolgáltatásokat nyújtó befektetési társaságok. Az elnevezésük különböző: az USA-ban befektetési bank (Investment bank) az EU-ban befektetési társaság (Investment firm), esetenként befektetési szolgáltatóként is hivatkoznak rájuk. A továbbiakban a **befektetési társaság / befektetési bank** kifejezéseket használjuk azonos értelemben.

Ezek a cégek az ügyfelek széles körének, a magánszemélyeknek, más pénzügyi közvetítőknek (beleértve a bankokat), nem pénzügyi vállalatoknak, sőt az államnak is nyújtanak befektetési szolgáltatásokat. Ezek főbb köre az alábbiakból áll:

- Az egyik alapvető tevékenységük a tőkepiaci ügyletek végzése. Különböző értékpapírokra és egyéb pénzügyi instrumentumokra hajtanak végre adás-vételt. Ezt tehetik megbízás alapján, azaz az ügyfelek nevében és javára eljárva, vagy saját számlára, saját kereskedésként.

- Piaci kulcsszerepüket emellett a *forgalomba-hozatali tevékenységük* adja. Néhány kivételtől eltekintve, értékpapírokat nyilvánosan forgalomba hozni kizárólag erre engedéllyel rendelkező *forgalmazó* részvételével lehet, azaz az értékpapír *kibocsátójának* tehát erre jogosult, ezzel foglalkozó befektetési bankot/társaságot kell megbízni ezzel. Ennek során a befektetők számára szóló kötelező tájékoztató elkészítése, az értékpapírok piaci elhelyezése, értékesítése a forgalmazó feladata. A befektetők az értékpapír kibocsátásról készült kötelező és részletes tájékoztató alapján mérhetik fel a befektetés várható hozamát és kockázatait, ismerhetik meg a forgalomba-hozatal során az értékesítés szabályait, és ezek alapján döntenek az adott értékpapír kibocsátás során való megvásárlásáról. Ezt a kötelező tájékoztatót a kibocsátó mellett a forgalmazó is aláírja, akinek e felelőssége a kibocsátóéval egyetemleges. A forgalmazó a kibocsátó felé kötelezettséget is vállalhat az értékpapírok meghatározott mennyiségének lejegyzésére, megvásárlására a forgalomba-hozatal során. Jellemzően az értékpapírok bevezetése után továbbá piacvezetői tevékenységet is vállal.
- A tőkepiaci ügyletek végzéséhez kapcsolódik a befektetési hitelezés, illetve az értékpapír kölcsönzés az ügyfelek részére. Előbbi alapvetően értékpapír-fedezet melletti hitelnyújtást jelent, utóbbi short pozíciók kialakítását teszi lehetővé, azaz ezek révén az ügyfélnek lehetősége lesz tőkeáttételes befektetési pozíciót kialakítani. A mögöttes forrásszerzés a befektetési társaságra hárul. Mivel itt nincs betétgyűjtés, jellemzően piaci, rövid lejáratú kölcsönforrások bevonásával van erre lehetőség, ami a befektetési társaság tőkeáttételét is növeli.
- A befektetési bankok egyéb befektetési szolgáltatásokat is nyújtanak. Ide tartozik a befektetési tanácsadás, ideértve elsősorban a felvásárlási és cégösszeolvadási ügyletekre vonatkozó tanácsadást. Intézmények, vagyonosabb magánszemélyek számára elérhető a portfólió-kezelés, illetve a letétkezelés. A befektetési társaságok jellemzően részt vesznek továbbá a kereskedési rendszerek működtetésében is, akár tulajdonosként.

Ahogy már korábban az összehasonlításból láttuk, a befektetési bankok a tőkeáttételüket saját belátásuk szerint alakítják, nincs olyan jellegű prudenciális szabályozási korlát, mint amilyen a kereskedelmi bankokra él. Mivel az ügyfelek tevékenysége is hatással van a tőkeáttételükre, a megfelelő kockázatkezelésnek ezért a bankokéhoz hasonlóan kiemelt jelentősége van. A problémát azonban az jelenti, hogy a befektetési társaságok forrásszerzésükben – a bankokkal ellentétben – kizárólag a piacra utaltak. A 2007-2008-as pénzügyi válságot követően ezért az elkülönült befektetési banki modell az USA-ban például visszaszorult, a legnagyobbak közül több befektetési bank komplex bankcsoporttá alakult át.

A nem banki pénzügyi közvetítés másik fontos szereplője, a *befektetési alapkezelők*, akik a tőkepiac professzionális vagyongazdálkodó szervezetei. A befektetési alapkezelők fő termékei a *befektetési alapok*, amelyek kollektív befektetési lehetőséget kínálnak az ügyfeleknek. A befektetési alapok palettája nagyon széles, az alapkezelő minden egyes alap esetében az előre, az ún. kezelési szabályzatban rögzítetteknek megfelelően fekteti be az alap pénzt. A befektetők a nyilvánosan forgalomba hozott befektetési jegyeket megvásárolva tudnak részesedést szerezni az alapkezelő által létrehozott alapokból, a hozamot pedig a befektetési jegyek visszaváltással tudják realizálni. A vásárlás és visszaváltás az egy befektetési jegyre jutó nettó eszközértéken történik (ez a befektetési jegy nyilvános és mindenki számára érvényes napi árfolyama). Szavazati jogot vagy beleszólást az alap működésébe ugyanakkor a befektetők nem szereznek, az alapok működtetése, a vagyongazdálkodás az alapkezelő feladata. Az alap vagyona, a portfóliójában levő értékpapírok és pénzeszközök ugyanakkor az alapkezelőtől független pénzügyi intézménynél, a letétkezelőnél van elhelyezve, aki a saját vagyonától elkülönítetten tartja azokat.

Az egyes alapok nemcsak a befektetési területük szerint különbözhetnek, hanem aszerint is, hogy milyen befektetői csoport számára elérhetőek. A hagyományos befektetési alapok minden befektető számára elérhetőek, működésük sztenderd szabályokon, alapul és befektetéseiket kizárólag tőkeáttétel nélkül végezhetik. Az USA-ban mutual fund, Európában UCITS<sup>31</sup> néven ismertek. Az alapkezelők által kezelt vagyon nagyobb része ezekben a szabályozott alapokban található.<sup>32</sup> A hagyományos befektetési alapok mellett intézmények számára is végeznek portfólió-kezelést az alapkezelők, így például a nyugdíjpénztárak, biztosítók, állami vagyonalapok jelentős részének. Ezáltal az intézményi vagyon döntő része a befektetési alapkezelők döntéseinek megfelelően van befektetve.

A direkt pénzügyi közvetítésben résztvevők közül érdemes még megemlíteni a biztosítókat, amelyek egyrészt egyes biztosításokkal kombinált befektetési termékkel (mint pl. az ún. unit-linked termékek) vannak jelen a piacon. Másrészt egyes biztosítók az adósságtípusú értékpapírok nem teljesítésére szakosodnak, illetve az ilyen jellegű adósságbiztosításba komplex szolgáltatásokat nyújtó biztosítók is bekapcsolódnak. A 2007-2008-as pénzügyi válság során az amerikai óriás biztosító, az AIG pénzügyi problémáit ez a terület okozta, amely miatt a céget a szövetségi kormányzatnak kellett végül kimentenie. Hasonlóan az adósság papírok biztosításához, a hitelképességet erősítik a hitelgarancia intézmények. Ezek jellemzően állami kézben levő pénzügyi intézmények, amelyek a kis- és középvállalkozások hitelhez való hozzáférését segíti elő olyan banki hiteltermékekkel, amelyek mögött az intézmény saját garanciája is erősíti a hitelfelvevő hitelképességét.

Számos további szereplőt tudunk még megemlíteni. A nyugdíjpénztárak a lakossági megtakarításokat gyűjtik össze, az általuk kezelt vagyon mérete és a hosszú időhorizont miatt fontos végbefektetőként ismertek. Az egyéb nem monetáris betétgyűjtők (savings banks, postal savings) jellemzően egyszerűen elérhető betéti termékek lakossági értékesítésére szakosodott pénzügyi intézmények, sok esetben az állami postával együttműködve. A jelzálog finanszírozók (mortgage banks) az ingatlanhitelek refinanszírozását végzik, a hitelszövetkezetek (credit unions) jellemzően adott régió/ágazat szereplőinek nyújtanak elérhető forrásokat, továbbá vannak speciális területek finanszírozását szolgáló közvetítők, mint például a kereskedelem finanszírozására szakosodott pénzügyi intézetek (merchant banks).

Piaci szerepük és hírük alapján még egy árnyékbanki szereplőről, a *hedge fund*-okról (fedezeti alapok) érdemes beszélni. Mivel valójában nincs széles körben használt magyar kifejezés rájuk, ezért a továbbiakban a hedge fund megnevezést használjuk itt a jegyzetben. A hedge fund-okat kissé misztikus homály takarja, sokan azt gondolják róluk, hogy a piaci instabilitásért elsősorban okolható szereplői az árnyékbankrendszernek. Valójában a hedge fund is egy befektetési alap, de a befektetési politika és az átláthatóság szempontjából sokkal szabadabban működik, mint a hagyományos, szabályozott befektetési alapok. Befektetési stratégiájukat tekintve a hedge fund-ok rendkívül változatosak lehetnek, de alapvetően jellemző rájuk a tőkeáttételes működés, azaz a befektetéseiket jelentős részben hitelből valósítják meg. Míg erre vonatkozó szabály nem gátolja őket ebben, a befektetői körüket tekintve erőteljesen korlátozottak. Vagyis az behatárolt, hogy ki lehet befektető egy hedge fund esetében, mennyi lehet a befektetők maximális száma és a befektetés minimális összege. Jogi struktúrájukat tekintve egyfajta betéti társaságként vannak felépítve, és vonzóak a vagyonos magánszemélyek számára, akik a profitból részesednek, míg az ügyvezető partnerek a profitrészesedés mellett kezelési díjat kapnak, jellemzően alap- és sikerdíj formájában. A hedge fund piac mérete az elmúlt években növekedett, de az általuk kezelt vagyon még csak töredéke a hagyományos

---

<sup>31</sup> Undertakings Collective Investment in Transferable Securities

<sup>32</sup> Az EFEMA adatai alapján 2023. 3.negyedévének végén több mint 64 ezer milliárd euró értékben.

alapokban elhelyezettnek (kb. annak 6-7%-a). Mivel azonban tőkeáttételt is tudnak használni a befektetések során és diverzifikációs szabályok sem korlátozzák őket, így jelentős szereplővé tudnak válni az általuk preferált egyes piacokon.

A piacokhoz, illetve a fentiekben tárgyalt pénzügyi közvetítőkhöz egyéb szereplők is kapcsolódnak speciális tevékenységekkel. A hatósági szereplők mellett nem szabad elfelejteni, hogy a szabályszerű működést piaci szereplők is felügyelik. Fontos szerepük van ebben például a könyvvizsgálóknak, de meg lehet említeni, hogy a letétkezelőknek is van ilyen feladatuk és kötelezettségük a tevékenységük során.

A pénzügyi közvetítőkhöz kapcsolódó szereplők egy másik csoportját az információ szolgáltatásban szerepet betöltő intézmények alkotják. Ide tartoznak a befektetési tanácsadók, a pénzügyi szektoron belüli szakértők, akik piaccal és értékpapírokkal kapcsolatos elemzéseket és befektetési tanácsot nyújtanak.

Ezek közül a **hitelminősítőket** kell kiemelni fontosságuk, piacon betöltött szerepük miatt. A hitelminősítő piaca rendkívül koncentrált. A három nagy nemzetközi hitelminősítő intézmény a teljes piac 95%-át fedi le, mindhárom magánkézben levő vállalkozás. Ez a három intézmény az, amelynek a minősítéseit a szabályozó, felügyeleti hatóságok elfogadják és természetesen a piaci elfogadottságuk is általános. Ez a három cég a következő:

- Moody's Investors Service (Moody's);
- Standard & Poor's (S&P);
- Fitch Ratings;

A hitelminősítő cégek a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok és kötelezettségek, azok kibocsátóinak hitelképességét értékelik, vagyis azt, hogy képes lesz-e az adott kibocsátó az értékpapírban foglalt adósság kötelezettségét időben teljesíteni, mekkora a nemteljesítés valószínűsége. A minősítéseket kategóriákba sorolják, amelyek a hitelkockázat eltérő szintjét jelzik. A piaci konvenció szerint ezek két fő osztályba vannak csoportosítva: befektetésre ajánlott, illetve spekulatív besorolásúba. Magát a minősítést rendszeresen felülvizsgálja a hitelminősítő cég, tehát a minősítés mindig az aktuális helyzetet tükrözi.

A minősítési rendszert a leginkább elterjed jelölési forma szerint<sup>33</sup> az alábbi táblázatban lehet áttekinteni, ahol fentről lefele haladva csökkenő a minősítés értéke a legjobbtól a legrosszabb minősítésig. Az egyes minősítéseket továbbá +/- jelekkel is bővítik, tovább árnyalva a minősítést, utalva az adott minősítési kategórián belüli relatív helyzetre. A legjobb minősítés ezeknek megfelelően az AAA, míg a még befektetésre ajánlott legalsó minősítés a BBB:

Befektetésre ajánlott	AAA
	AA
	A
	BBB
Spekulatív	BB
	B
	CCC
	CC
	C
	D

*A hitelminősítés alapkategóriái*

Az évek alatt kikristályosodott üzleti modell szerint a minősítésért a kibocsátó fizet, maga a minősítés pedig mindenki számára szabadon és ingyen elérhető. Miért is fontosak ezek az

<sup>33</sup> Ez az S&P és Fitch által is használt jelölési rendszer, amely a médiában és a szakmában leginkább emlegetett forma. Megjegyzendő, hogy a Moody's által használt jelölések viszont eltérőek a táblázatban találhatóaktól.

intézmények és a tevékenységük, a hitelminősítés, amit végeznek? Ez egy olyan információs szolgáltatás a pénzügyi közvetítők, befektetők és hatóságok számára, amit azok nem tudnának hatékonyan elvégezni. A vagyonkezelők a hitelminősítést használják a portfóliók kezelési szabályzatában a befektetési profil és szabályok meghatározására. Mivel a kockázatnak egyfajta mérője, ezért a minősítés természetesen indikáció is az adott adósságpapírtól elvárt hozamra. Egy gyengébb minősítésű értékpapírt csak magasabb kamatok mellett lehet a befektetők számára értékesíteni. A hitelminősítés döntő szerepet játszik a prudenciális szabályozásban is, mivel a hitelkockázatot egy független intézet méri. A bankok tőkemegfelelésének számítása során a portfóliójukban levő adósságpapírok hitelminősítését használják a kockázat meghatározására. Gyakorlatilag így az adott értékpapír kockázatáról nélkülözhetetlen információt hordoz a szereplők számára a hitelminősítés. Ezért hitelminősítés nélkül lehetetlen nyilvánosan forgalomba hozni ma egy adósságpapírt. Ez pedig automatikusan megteremti a keresletet a hitelminősítők szolgáltatására.

Mivel azonban csak a széles körben elismert hitelminősítéseket fogadják el a tőkepiaci résztvevők és a szabályozók is, ezért a hitelminősítő intézetek piaca oligopol lett. A verseny csorbulása csak az egyik eleme a hitelminősítőkkal szembeni kritikáknak. Az üzleti modellel szemben is merültek fel kétségek. Az ellenérvek szerint a probléma az, hogy a hitelminősítő intézetek bevétele a kibocsátók befizetéseiből származik, így a hitelminősítő cégek profitérdeke érdekkonfliktushoz vezethet. A 2007-2008-as pénzügyi válságban játszott szerepüket illetően a hitelminősítő intézeteket kritizálták, hogy túl kedvező minősítést adtak a jelzálogkötvényeknek és CDO-knak a válságot megelőzően. A kritikák szerint a hitelminősítők bevételeinek nagy része származott ebből a felfutó piaci szegmensből, és a kedvező minősítések népszerűvé tették őket az ügyfelek körében, ami által több üzletet tudtak szerezni. Valójában igaz, hogy a válság alatt jelzálogkötvények és CDO papírok tízezreinek a minősítését kellett hirtelen és nagymértékben csökkentenie a hitelminősítőknak. A kritikák szerint a hibához módszertani problémák, nem kielégítő adatok használata is hozzájárult. Mindenesetre a válság alatt történtek a hitelminősítések megbízhatóságába vetett korlátlan bizalmat jelentősen gyengítette, a piaci szerkezet azonban máig változatlan, a három nagy hitelminősítő továbbra is uralkodó pozícióval bír a piacon.

Legújabbban az ún. **FinTech** vállalatok kapcsolódtak be a pénzügyi közvetítés rendszerébe. A FinTech egy összefoglaló kifejezés pénzügyi technológiai innovációkra, amelyek mélyreható hatással lehetnek a globális pénzügyi rendszerre.<sup>34</sup> A FinTech vállalatok pedig a pénzügyi innovációkat, megoldásokat, adott esetben termékeket és szolgáltatásokat kínáló vállalatok, szereplők összességét takarja. Míg kezdetben számos ilyen vállalat valójában csak kívülről kapcsolódott bele a pénzügyi közvetítésbe, ma már az integrációjuk sokkal erőteljesebbé és széleskörűvé vált. Az általuk kínált szolgáltatások között ma már egyaránt megtaláljuk az innovatív fizetési megoldásokat, az online pénzügyi termékek fejlesztését és értékesítését, a tőzsdei kereskedéshez való hozzáférést, a közösségi felületeken való forrásgyűjtést (crowdfunding) vagy a vállalatoknak kínált komplex rendszereket. Ide tartozik továbbá az elmúlt évtized legnagyobb hatású FinTech innovációja, a kriptovaluták és a decentralizált kriptográfiai alapon működő nyilvántartás (blockchain) létrehozása és elterjesztése. Egyelőre nehezen belátható még hogy milyen mértékben, de a FinTech egyértelműen a pénzügyi közvetítés átalakulásához vezető, fontos tényező a napjainkban.

---

<sup>34</sup> Lásd pl. <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/financial-innovation-and-structural-change/fintech/>

## 4. Az euróövezet pénzügyi kormányzása és az euróválság

### 4.1. A 2007-2008-as pénzügyi válság hatása az euróövezetre

Már 2007-ben világossá vált, hogy az USA jelzálogpapír piacain kibontakozó válság nem lokális probléma, hanem globális hatással bíró jelenség. Nemcsak a mérgezetté váló értékpapírok terítése volt globális, hanem az aktív nemzetközi banktevékenységek köszönhetően az eszközfedezetű hitelek értékpapírosításában résztvevő pénzügyi cégek és az értékpapírok mögött álló hiteleket keletkeztető bankoknak a finanszírozása is. Az érintett piacokon az amerikaiak mellett az európai bankok és pénzügyi intézmények is jelentős szerepet tölthettek be. A válságot megelőző amerikai hitelboom külső finanszírozásában az európai pénzintézetek aktívan részt vettek. A tőlük érkező finanszírozás jelentős hányada áramlott a nem-szuverén értékpapírokba és amerikai pénzügyi intézmények kötelezettségeibe.

Nem meglepő ezért, hogy 2007-ben az USA-ban keletkező piaci problémák egyidejűleg Európában is éreztették hatásukat, a veszteség számottevő része jelentkezett Európában. Az IMF (2010)<sup>35</sup> becslése szerint a válsághoz kapcsolódó banki veszteség leírások és céltartalék képzések együttesen 2.200 mrd USD összegre tehetők, aminek mintegy 30%-a az euróövezet bankjainál jelentkezett.

A bankrendszer tagjai nemcsak finanszírozóként kapcsolódnak a tőkepiaci szereplőkhöz, hanem saját forrásszerzésükben is jelentősen a szektorra utáltak. Az elszenvedett veszteségek mellett ezért egyidejűleg finanszírozási gondokkal szembesültek. Az ugrásszerűen megnövekvő likviditási igény mellett a pénzpiac is részben lefagyott a szereplők egymással szembeni és az ügyletek mögötti fedezetekkel kapcsolatos bizalmatlanságának növekedése miatt. A piaci volumen visszaesett, mennyiségileg elégtelenné vált, árait tekintve jelentősen drágult és volatilis lett. Ez likviditási válsághoz vezetett, ami a jegybankok azonnali beavatkozását igényelte. A likviditás hiánya és a forráselapadás nemcsak a pénzügyi közvetítők csődjével fenyegetett, hanem hitelösszeomlással, a hitelezés váratlan és drasztikus leállításával is, ami a reálgazdaság súlyos visszaesését okozza.

A válság hatására azonban az eurózóna pénzpiacain is elszakadtak a kamatok az EKB által meghatározott monetáris kondícióktól. A piacok töredezetté váltak, a likviditáskezelés lehetősége a szokásos csatornákon keresztül erőteljesen beszűkült. A fedezet és partner kockázat növekedése mellett, a forrásszerzés jövőbeli bizonytalansága, a likviditást terhelő kifizetések növekedése, továbbá a válság okozta veszteségek fedezésének szükségessége miatt a bankok szabad tartalékok iránti igénye ugrásszerűen megnőtt.

Mivel monetáris rendszere a kezdetektől érintett volt, az Európai Központi Bank (EKB) már 2007-től tett lépéseket a likviditási problémák kezelésére. Az EKB válságkezelése ugyanakkor több szempontból különbözött más vezető jegybankokétól. Míg más jegybankok jelentős eszközvásárlás révén vittek végbe mennyiségi lazítást, az EKB a bankszektorban kölcsönformában nyújtott bőséges likviditással növelte a jegybanki mérleget. Ezt – megkülönböztetően az előbbi formától – indirekt vagy endogén mennyiségi lazításnak nevezte (lásd pl. Smaghi, 2009). Az EKB stratégiája az volt, hogy eltérően más jegybankoktól, nem csökkentette zéró szintre a kamatokat, hanem arra törekedett, hogy pénzpiacon csökkentse a felárat. Bár több lépcsőben és jelentősen csökkentette a jegybanki kamatokat, azokat az EKB azon a szinten tartotta, amelyet az alapvető árstabilitási célja eléréséhez a legmegfelelőbbnek tartott. Ugyanakkor az eszköztárán nemkonvencionális módosításokat hajtott végre és rendkívüli mennyiségben alkalmazta azokat. Ennek célja az volt, hogy saját eszközeivel a

---

<sup>35</sup> Ennek a résznek a hivatkozásait lásd a jegyzet teljes verziójában: Pál Tamás: Az Európai Központi Bank küzdelme az euróválság ellen: egy mindenkiért, mindenki egyért? (in: Gazdaságpolitika a 21. században, szerk.: Dombi Ákos, ELTE Eötvös Kiadó, 2019, 125-145. old.).

diszfunkcionális piacokat helyettesíteni tudja mindaddig, amíg azok nem állnak helyre, a pénzügyi piacokon a jegybanki kamatoktól való eltérést kezelje, javítsa a banki likviditást és enyhítse a forrásszerzés nehézségeit. Azaz a nemkonvencionális eszközöket nem a konvencionális kamatpolitika helyettesítőjeként, hanem annak kiegészítőjeként, a monetáris transzmisszió zavarának kezelésére használta.

A jegybank saját értékelése szerint (EKB, 2011) ezek a megtett lépések elérték a céljaikat, a monetáris transzmisszió zavarait sikerült kezelni, hatásosan csökkentették a bankközi piac feszültségeit. A pozitívumok elismerése mellett meg kell jegyezni, hogy a válság előtti helyzet nem állt teljesen helyre. A bankközi piacon a felárak jelentősen mérséklődtek, de nem tértek vissza a válság előtti szintre, azaz maradtak likviditási feszültségek és a kockázati felárak sem tűntek el teljesen. A hitelezés visszaesése ugyanakkor mérsékelt maradt. Egy rövid időszakban továbbá az euróövezetben minimálisan csökkentek az árak, a súlyosabb deflációt azonban elkerülte az unió. Mindezeket az eredményeket az EKB úgy érte el, hogy jelentős eszközvásárlást nem hajtott végre. Fontos azonban ehhez hozzátenni azt, hogy az amerikai és az angol mennyiségi lazítás tovagyrúzó hatásainak Európa is haszonélvezője volt, tehát az eredményekben más jegybankok lépései is közvetetten szerepet játszottak.

#### 4.2. Az euróválság kialakulása

2010-től, Görögország súlyos államadósság és deficit helyzetének felszínre kerülésével és kritikussá válásával az eurózónában azonban megújult erővel és formában lángolt fel ismét a pénzügyi krízis, amelynek egyik gyújtópontjában a szuverén adósságproblémák voltak. A 2007-2008-as válság reálgazdaságra gyakorolt negatív hatása, a kormányzati anticiklikus kiadások, valamint a kényszerű állami bankmentések miatt az államadósság az eurózána valamennyi országában nőtt. A görög adósságfinanszírozás ellehetetlenülése különösen a magas adósságállománnyal (illetőleg annak rendkívüli növekedését mutató), jelentős államháztartási hiánnyal, gyenge bankrendszerrel küszködő ún. GIIPS országokra<sup>36</sup> bizonyult fertőzőnek. A piaci félelem egyik fő mozgatórugója az volt, hogy a görög esethez hasonlóan a szuverén fizetéseképtelenség bekövetkezhet-e ezekben az országokban is.

Ezek az országok két, egymással szorosan összefüggő problémával: a bankrendszer gyengeségével és az államadósság finanszírozási nehézségeivel szembesültek. A magas, illetve a válság következtében gyorsan növekvő államadósságuk miatt piaci megítélésük a görög adósságválság kitörése után egyre romlott. Ezzel együtt emelkedtek az állampapírhozamaik, azaz kormányzataik finanszírozási költségei. A bankrendszer gyengesége és a szuverén kockázat emelkedése szorosan összekapcsolódott. Egyrészt a végrehajtott bankmentések költségei növelték a már eleve magas államadósságot, másrészt a bankrendszer mögött álló implicit garancia, az állami védvonalat terhelő lehetséges jövőbeli költségek miatti félelem táplálta a szuverén kockázat növekedését. Az államkötvényhozamok emelkedése ugyanakkor a bankok mérlegét gyengítette a portfóliójukban levő állampapírok értékvesztése miatt. Az állampapírok a banki likviditáskezelésben is kiemelkedő szerepet játszanak, mint a pénzügyi ügyletek mögöttes fedezetei, így azok romlása a banki finanszírozási nehézségeket növelte.

Ez a negatív, kettős visszacsatolás 2011-től jelentkezett erőteljesen az euróövezetben, az érintett perifériális országok szuverén adóssághelyzetének romlásával (Acharya et al., 2014). Más európai országokéval összevetve, a GIIPS országokban a bankrendszer hazai állampapír kitettsége is nagyobb volt, ami jobban felerősítette a bankrendszer és hazai szuverén adósság közötti negatív kapcsolatot ezen országok esetében (Altavilla et al., 2017). Az EKB igazgatóságának akkori tagjaként José Manuel González-Páramo (2011) szintén a bankrendszer és államadósság közötti kettős problémát emelte ki az euróövezeti válsághoz vezető

---

<sup>36</sup> Görögország mellett Olaszországra, Írországra, Portugáliára és Spanyolországra.

tényezőként. Egyrészt a 2007-2008-as pénzügyi válság miatt meggyengült banki mérlegek még nem álltak helyre, amikor a görög adósságválság kitört. Másrészt, az egyes országok államháztartásának helyzetét erre az időre már megterhelték a bankmentések költségei. Viszont felhívta a figyelmet annak a jelentőségére, hogy a pénzügyi válság a bankszektorba vetett bizalmat megrendítette. Emiatt a bankrendszer sérülékenysége a mérlegek javulása ellenére továbbra is fennálló probléma volt, olyan tényező, ami a bankrendszer és az államfinanszírozás kölcsönös negatív kapcsolódását tovább mélyítette.

A válságnak ezt a 2010-től jelentkező új, európai szakaszát a szakirodalomban és a köznyelvben is gyakran euróválság kifejezéssel emlegetik. Fontos azonban rávilágítani arra, hogy ezalatt nem a szokásos valutaválságot kell érteni. Nem arról van szó, hogy fundamentális és/vagy spekulációs okokból az euró árfolyamának hirtelen és nagymértékű zuhanása fenyegetett közvetlen veszélyként, nem az euróövezetből való jelentős tőkekiáramlással, tőkemeneküléssel kellett szembenézni. Ezzel szemben a finanszírozási problémák az euróövezeten belül jelentkeztek, és nem kevésbé súlyosan, mint egy szokásos valutaválság problémája, az euróövezet egyben maradása kérdőjeleződött meg. Konkrétan az, hogy egyes perifériás országok euróövezetből való kényszerű kilépésétől való piaci félelem önbeteljesítő jóslatként valósággá válhat-e, és ez akár a közös valuta, az euró megszűnését is okozhatja-e.

A GIIPS országok külső finanszírozásában jelentős változás következett be az euróválság időszakában. A 2007-2008-as válságot megelőzően az érintett perifériális országok folyó fizetési mérlege deficitese volt és jelentős külső tartozást halmoztak fel. Ezt az eurózónán belüli bőséges tőkeáramlás tette lehetővé. Miközben az euróövezet egésze a világ többi részével szemben fenntartotta a külső egyensúlyt, a válságot megelőző években az euróövezetben a folyó fizetési többletet felhalmozó országokból áramlottak források a GIIPS országokba, (Baldwin és Giavazzi, 2015). A 2007-2008-as pénzügyi válságot követően azonban a kockázati megítélés gyökeresen megváltozott, amely ennek a finanszírozásnak hirtelen leállításához és a pénzáramlás irányának megfordulásához vezetett. Merler és Pisani-Ferry (2012) is azt találta, hogy a válságot megelőző években a GIIPS országokba jelentős magántőke beáramlás volt megfigyelhető, amit a válság után masszív, hirtelen bekövetkező tőkekiáramlás követett. A külső finanszírozásban három ilyen leállási szakaszt azonosítottak: az elsőt a válság kirobbanásához, a másodikat 2010-ben a görög adósságproblémák jelentkezéséhez, a harmadikat pedig 2011-től pedig a fertőzés Olaszországra és Spanyolországra való tovaterjedéséhez kapcsolódóan.

Levonható tehát az a következtetés, hogy:

- 1) a költségvetési deficit és államadósság problémák;
- 2) a bankszektor finanszírozási nehézségei és rossz tőkehelyzete; ennek a két tényezőnek egymást negatívan befolyásoló, rontó összekapcsolódása mellett,
- 3) a válság előtt felhalmozott külfölddel szembeni tartozások, majd a válságot követően a külső finanszírozás hirtelen bekövetkező leállása és annak fertőzésszerű terjedése az egyes GIIPS országokra volt még az az ok, amely az euróválság kialakulásához vezetett.

Baldwin és Giavazzi (2015) ennek az utóbbi tényezőnek a fontosságát emelik ki, amikor amellet érvelnek, hogy nem az államadósság, hanem a külső adósság probléma volt a kritikus tényező az euróválság kialakulásában, amit jól mutat, hogy nem minden magas államadóssággal rendelkező ország (pl. Belgium) került bajba, illetve a GIIPS országok között voltak a válság előtt alacsonyabb államadóssággal bíró országok is (Írország, Spanyolország). A hasonló vonások mellett azonban különbségek is voltak a nehéz helyzetbe került országok között. Portugália és Görögország esetében az államadósság problémák, Írország és Spanyolország esetében a hitelből finanszírozott ingatlanbuborék és a bankkimentések költségigénye ugyanígy kritikus elemnek tekinthető. Jelentős eltérések voltak továbbá a külső

finanszírozási függésben, az államháztartás állapotában, a versenyképesség alakulásában vagy épp a hazai befektetők viselkedésében.

A helyzet romlásával újra jelentkeztek a korábban tapasztalt pénzügyi feszültségek, amelyek kihatottak az eurózóna teljes bankrendszerére. Mindezek miatt az államadósság és deficit, a bankok helyzete, valamint a külső adósság és finanszírozás hármából pusztán egy tényező önmagában nem magyarázza az euróválság kialakulását. Ezért annak sikeres kezelése sem volt lehetséges mindössze egy faktorra való koncentrációval.

Az euróválság időszakában azonosíthatóan megjelentek továbbá egyes országok euróövezetből való esetleges kilépésétől való, ún. redenominációs piaci félelmek, vagyis annak a kockázata, hogy egy ország feladja az eurót, s a továbbiakban újra saját valutát használ. Az EKB-nak tehát komolyan kellett vennie ezt a fenyegetést is.

#### **4.3. Válságkezelés és az euróövezet pénzügyi kormányzásának intézményi reformja**

Kezdetben komoly problémát jelentett, hogy sem az Európai Unióban, sem az euróövezeten belül korábban nem létezett az az intézményrendszer, amely a tárgyalt válságjelenségek megelőzésére és kezelésére hivatott vagy alkalmas lett volna. Hiányoztak a közös kockázatviselés olyan szupranacionális intézményei, amelyek egy közös valuta és egységes monetáris rendszer esetén kellene ahhoz, hogy az állami védvonalak mögötti garanciát kellő erővel tudják biztosítani. Ide tartozik a bankrendszer iránti bizalmat fenntartó betétbiztosítás és bankszanálás, továbbá az ezek mögött álló implicit állami garancia területe, valamint a szuverén adósságválság kezelése. Közös végső hitelnyújtó hiányában kezdetben a tagállamoknak döntően maguknak kellett ezeket problémákat menedzselniük, miközben az ebben kiemelt szerepű saját jegybanki politika sem állt rendelkezésükre.

Az is erősen kérdéses volt, hogy egy válságkezelés során mire terjed ki az EKB mandátuma. Az euróövezet nem egyetlen ország, hanem több önálló állam közössége. A jegybanki politikának országok közötti redisztribúciós hatásai ilyen tekintetben kritikus elemet képeznek. Az, hogy intézkedéseivel egyes tagállamok rossz makropolitikai döntéseit korrigálja nem igazán védhető. Így az EKB lehetséges válságkezelő eszközeit illetően a jegybanki állampapír vásárlás megítélése sem volt egységes abban a tekintetben, hogy ellentmond-e az uniós szabályozásnak, amely a monetáris finanszírozást tiltja.

Az euróválság fenyegetése mellett ugyan a vonatkozó uniós intézményrendszer kialakítása is felgyorsult, de a válság mélyülése, az euróövezet egységességének kérdésessé válása hathatós és gyors intézkedéseket követelt. Ezért a rövid távú válságkezelés oroszlánrésze az EKB-ra hárult. Mivel az euróválság lényegesen más kihívásokat támasztott, ezért jegybanki válságkezelés szemléletének is változnia kellett, a hangsúlyt az euróövezet töredezettségének csökkentésére kellett helyezni. Ebben, a válság intenzitásának erősödése mellett, az EKB vezetésében bekövetkező változásoknak is szerepük volt, különösen 2011 végén Mario Draghi jegybankelnöki kinevezésének, akinek az irányításával az EKB-nak sikerült döntő fordulatot elérnie az euróválság megfékezésében.

A jegybank intézkedéseinek egyik része a banki likviditás- és forrásszerzés tartós biztosítására irányult. A jegybank több olyan likviditásnyújtó lépést alkalmazott ismételt, amelyekkel már sikeresen kezelte a pénzügyi problémákat 2008-ban, de a helyzet rendeződésével időközben már megszűntetett. A krízis további súlyosbodása miatt 2011 végén és 2012 elején különösen hosszú, 3 éves időszakra hirdetett meg két likviditásnyújtó tendert, amelyeken több mint 1000 milliárd euró értékben nyújtott finanszírozást kereskedelmi bankok széles körének. A két tender egyrészt igen hosszú időtávra biztosított olcsó forrást az igénybe vevő bankoknak, hatásosan és tartósan enyhítve így a finanszírozási gondokon, másrészt a GIIPS országok adatait vizsgálva megállapítható, hogy különösen Olaszország és Spanyolország bankjai nagy

mennyiségben jutottak forráshoz ezeken a tendereken, azaz a problémával súlyosan érintett országokban enyhítette a banki problémákat. A tendereket kamatcsökkentés és egyéb kiegészítő lépések is kísérték. Ezeken belül a monetáris műveletekhez elfogadható fedezetek körének bővítését érdemes kiemelni, ami fontos volt abban, hogy a bankok ténylegesen igénybe tudják venni a jegybanki likviditásnyújtó eszközöket.

Az EKB intézkedéseinek másik csoportja a szuverén adósságválsággal érintett országokban a diszfunkcionális állampapírpiacon helyreállítását célozta. A görög válság kirobbanásának hatására a GIIPS országok állampapírhozamai meredek emelkedésnek indultak. 2010 májusában ezért az EKB eszközvásárlási programot, az SMP-t (Securities Markets Programme) indította el, amelynek keretében 2012 februárig névértéken 218 milliárdnyi, GIIPS országok által kibocsátott állampapírt vásárolt meg. A program célja az volt, hogy az ezeken piacokon kialakult magas kockázati prémiumokat leszorítsa, a volatilitást csökkentse, a monetáris transzmisszióra gyakorolt negatív hatásokat elhárítsa. Az SMP-t, azonos célokkal, 2012 szeptemberében egy másik eszközvásárlási program, az OMT (Outright Monetary Transactions) váltotta, amivel, összeg és időkorlát nélkül, 1-3 év közötti állampapír vásárlást helyezett kilátásba az EKB. Az OMT keretében azonban nem került sor jegybanki tranzakcióra. Ettől függetlenül a korábbi lépéseknél is sikeresebben enyhítette az eurórendszeren belüli feszültségeket: csökkentette a tagállamok állampapír hozamai közötti különbségeket és az euróövezet pénzpiacainak a töredezettségét. Az eredményesség két dologgal magyarázható. Egyrészt az EKB nyilvánvalóvá tette, hogy elkötelezett abban, hogy megállítsa az euróválság további eróziós hatását a monetáris folyamatokra, rendelkezik ehhez megfelelő eszközzel és kész is alkalmazni azt. Másrészt az OMT meghirdetésére már az időközben létrejött, a közös európai válságkezeléshez pénzügyi alapot teremtő intézmény (ESM/ESFS)<sup>37</sup> működésével összhangban került sor. Az OMT keretében csak olyan államok értékpapírjainak jegybanki megvásárlására volt lehetőség, amelyek az ESM/ESFS megfelelő programjaiba bekerültek. Így a két válságkezelő lépés egymást erősítően összekapcsolódik.

Ennek abban is van jelentősége, hogy ezáltal csökkenthető a monetáris finanszírozáshoz kapcsolódó kockázat, vagyis ne inszolvens országok értékpapírjait vásárolja az EKB. A magas európai államadósságráták és egyes államok költségvetési fegyelmezetlensége mellett így is vita alakult ki róla, sőt bíróságra került annak az ügye, hogy egyáltalán jogszerű-e az EKB állampapír vásárlása. Ez is közrejátszott abban, hogy az OMT program során valójában nem vásárolt állampapírokat az EKB. Ennek ellenére az a tény, hogy végül sikerült úrrá lenni az euróválságon, a jövőre nézve két tanulságot hordozott. Egyrészt megmutatta, hogy az állampapír vásárlás egy olyan eszköz, amellyel az EKB képes a piacra sikeresen hatni, másrészt azt, hogy a monetáris politikán kívüli válságkezelő intézményekre, illetve gazdaságpolitikai lépésekre is szükség van.

Ahogy már említésre került, az Európai Uniót azért is tudta a válság lebénítani, mivel intézményrendszere felkészületlen, alkalmatlan és hiányos volt olyan mértékű és jellegű problémák kezelésére, amit a 2007-2008-as pénzügyi, majd az azt követő euróövezeti válság jelentett. Ezek a problémák jelölték tehát ki az intézményi reform szükséges fő irányait:

- a tagállamok mögötti közös végső hitelnnyújtó szerep biztosítása;
- a bankrendszer és az államháztartás finanszírozási nehézségei közötti negatív visszahatások eliminálása;
- a bankrendszer válsággal szembeni ellenálló képességének javítása;
- a tagországokban kialakuló makro egyensúlytalanság megelőzése és korrekciója.

---

<sup>37</sup> Az Európai Stabilizációs Mechanizmus (European Stability Mechanism – ESM), illetve az Európai Pénzügyi Stabilitási Eszköz (European Financial Stability Facility – EFSF).

A tagállamok mögötti végső hitelnyújtó szerepet betölteni képes, közös kockázatviselésen alapuló intézmény az **Európai Stabilitási Mechanizmus (ESM)**, amely a 2010 májusában létrehozott EFSF-t váltotta. Ez a szupranacionális intézmény egy közös európai pénzügyi alap, amely végső hitelezői szerepet tölt be olyan euróövezetbeli, pénzügyi nehézségekkel küzdő országok számára, amelyek nem képesek finanszírozni magukat a piacokon. Az ESM a tagországok kormányainak a makrogazdasági kiigazítási programok megvalósításához biztosíthat forrásokat kölcsönök vagy adósságpapírok vásárlásával.<sup>38</sup> Másrészt akár a tagállamoknak nyújtott kölcsön formájában, akár közös bankszanálás keretében közvetlenül is részt tud vállalni a bankmentések költségeiben. Tehát nemcsak a tagországok mögött áll végső hitelnyújtó képességével, hanem a bankrendszer és államháztartás közötti negatív visszacsatolás ellen is véd. Az alap tőkéjét a tagországok befizetései adják, de saját hitelfelvételi lehetőséggel bír, így teljes finanszírozási képessége jelenleg összesen mintegy 700 milliárd euróra rúg, azaz számottevő pénzügyi erőt biztosít. Az euróválság időszakában végrehajtott programok során a GIIPS országokba irányuló kihelyezések 295 mrd eurót tettek ki.

A válságot követően a bankrendszer felügyelete globálisan jelentős átalakuláson ment végbe a bázeli szabályok<sup>39</sup> megújításával, ami természetesen az Európai Unióban is végbement. A válság után ezek a szabályok nem kizárólag, de elsősorban a banki tőkére, likviditásra vonatkozóan gyökeresen megváltoztak, szigorodtak annak érdekében, hogy a bankrendszer ellenállóbbá váljon a hasonló válságokkal szemben. Ezt egészítette ki a makroprudenciális szabályozás és intézményrendszerének a kialakítása, amely nem az egyedi pénzügyi intézményekkel, hanem pénzügyi rendszer egészét veszélyeztető folyamatokkal foglalkozik és saját, a mikroprudenciális felügyeletétől és a monetáris hatóságétól is eltérő eszközrendszerrel bír.

Az új előírások adaptációján túl Európában a **Bankunió** létrehozása volt a reform központi eleme. A Bankunió az eurózónás országok számára kötelező, a többi EU tag saját döntés alapján csatlakozhat hozzá. A Bankunió 3 elemből áll. Az első lépés az Egységes Felügyeleti Mechanizmus, az SSM (Single Supervisory Mechanism) létrehozása volt, amely keretében a bankfelügyelet az EKB irányítása alá került, egységes szabályokkal. Ez volt az alapja annak, hogy második elemként létrejőjön az Egységes Bankszanálás Mechanizmusa, az SRM (Single Resolution Mechanism). Ennek lényege, hogy a bajba került bankok esetén, azok szanálására egy független közös hatóság, az Egységes Szanálási Testület (Single Resolution Board) irányításával, döntésével fog sor kerülni a jövőben. Magyarán, ha egy bank szanálásra szorul, akkor ez a közös európai intézmény lesz jogosult dönteni annak mikéntjéről,<sup>40</sup> beleértve közösségi források nagyvolumenű felhasználását is, amennyiben az szükségessé válik. Ezáltal egy bankesőd esetén a kimentés terhei lekerülnek az adott tagállam válláról, azonban a felügyelet irányítása sem maradhat nemzeti szinten. Ezzel elkerülhető az a kockázat, hogy egy rossz tagállami szabályozás és felügyeletből adódó probléma esetén a többi államot terhelje annak rendezésének a költsége. A Bankunió harmadik pillére a közös betétbiztosítási alap, ami a bankokkal szembeni betéti bizalomvesztésből fakadó kockázatokat tudja csökkenteni. Ez a harmadik pillér létrehozása egyelőre nem valósult meg a tagállamok közötti egyetértés hiányában. A Bankunió tehát egyszerre több célt szolgál: a bankrendszer megerősítése mellett,

---

<sup>38</sup> A kiigazítási programot el kell fogadtatni a Bizottsággal (illetve a Trojkával, amennyiben az IMF is részt vesz a hitelezésben).

<sup>39</sup> A bankfelügyelet nemzetközi koordinációja a bázeli szabályokon keresztül érvényesül.

<sup>40</sup> A bank átstrukturálásáról, egyes banki tevékenységek helyreállításáról, leállításáról vagy átruházásáról, eszközök eladásáról, a veszteségek felosztásáról belső feltőkésítéssel (a hitelezők bemártásával – bail in), illetve a bank közösségi forrásból való feltőkésítéséről (bail out).

az államháztartás és bankrendszer közötti financiaális függés oldását és tagállamok mögötti közös pénzügyi erő biztosítását egyaránt.

2010 után megújult az Európai Unió gazdaságpolitikai koordinációja az ún. európai szemeszter révén. Ez egyrészt a fegyelmezett költségvetési politikát és stabil államháztartás fenntartását célzó Stabilitás és Növekedés Paktum megerősítéséből állt, másrészt létrejött emellett egy új EU szintű gazdasági kormányzási folyamat, a **Makrogazdasági Egyensúlytalansági Eljárás (MIP)**.<sup>41</sup> Ennek célja az, hogy időben azonosítsa és kiigazítsa a tagországokban azokat makrogazdasági folyamatokat, amelyek a tagország és akár az eurórendszer egészének gazdasági stabilitását veszélyeztethetik (nem keverendő össze a felügyeleti reform során létrejött makroprudenciális szabályozással, amely a pénzügyi rendszerrel foglalkozik). Az MIP a külső egyensúly és versenyképesség alakulására, a belső egyensúlytalanságot jelző indikátorokra és a foglalkoztatás alakulására helyezi a hangsúlyt. Erre a három területre vizsgált makromutatókból országonként egy eredménytábla (MIP scoreboard) alakul ki, amely az egyes indikátorokhoz limitértékeket, illetve sávot jelöl ki, amelynek átlépése egyensúlyi problémát jelezhet. Amennyiben az eredménytábla alapján (Alert Mechanism report) valószínűsíthető egy adott ország esetében az egyensúlytalanság fennállása, akkor részletes vizsgálat (In-depth review) elemzi a makrogazdasági egyensúlyi helyzetet. Ha ez a vizsgálat túlzott egyensúlytalanságot állapít meg, akkor ez esetben az érintett ország kormányának a Bizottsággal elfogadott kiigazítást kell megvalósítania az ún. túlzott egyensúlytalansági eljárásban. Ennek elmulasztása esetén pénzügyi büntetés, mint lehetséges szankció szabható ki az adott országgal szemben.

A pénzügyi kormányzás intézményrendszere tehát jelentősen megerősödött a fenti elemekkel a 2007-2008-as, majd az ezt követő euróválság hatására. Mind az EKB-t mind pedig az Európai Uniót számos kritika érte a válságkezelés során. Való igaz, hogy az intézményrendszer hiánya, az EU felkészületlensége sokat számított a válság elmélyülésében. Azonban látni kell, hogy az euróválságot nem az EKB lépései vagy az EU megfelelő intézményeinek hiánya okozták, a gazdasági kormányzás területén sokkal inkább tehető felelőssé ezért a tagországok szintjén elhibázott gazdaságpolitika, ami a makroegyensúlytalanság kritikus mértékéhez vezetett.

Az intézményrendszer felépülése ugyanakkor a tagországok közötti politikai koordinációt igénylő, hosszú folyamat, amit egyrészt nem lehet befejezettnek tekinteni, másrészt a válságkezelésben eddig betöltött szerepét is óvatosan érdemes értékelni. Az azóta eltelt időben a fenti intézmények részben már bizonyították a tőlük várt szerepüket (pl. a COVID19 pandémia során), azonban általános az a vélemény, hogy a pénzügyi-gazdasági kormányzás intézményeinek további fejlesztésére és nagyobb kockázatmegosztásra van szükség az euróvezetben ahhoz, hogy az euróválság ne újulhasson ki. Az intézményrendszer ilyen irányú tovább építésére felmerült javaslatok politikai realitása azonban az érdekeket tekintve megosztott unióban egyelőre kérdéses.

---

<sup>41</sup> Macroeconomic Imbalance Procedure

### III. Tőzsdei vállalatok számvitele tárgy témakörei

#### 1. Tárgyi eszközökhöz kapcsolódó IFRS standardok átfogó bemutatása

##### 1.1. Besorolási és értékelési módszerek

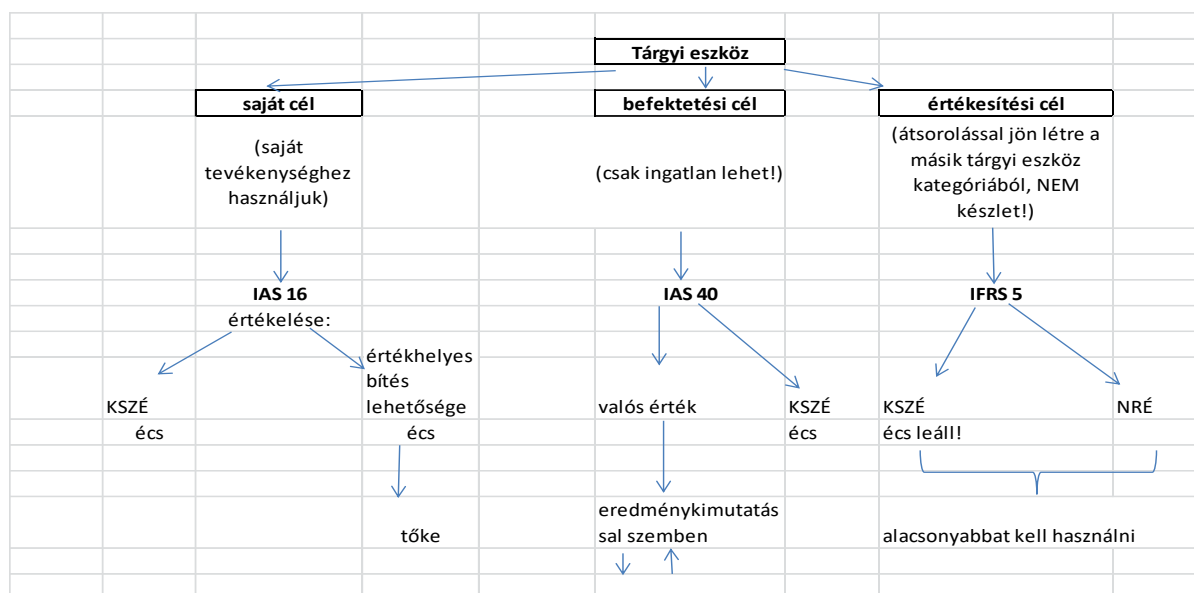
###### A tárgyi eszközökhöz kapcsolódó standardok:

IAS 16- Ingatlanok, gépek, berendezések,

IAS 36- Eszközök értékvesztése

IAS 40- Befektetési célú ingatlanok

IFRS 5- Értékesítésre tartott befektetett eszközök és megszűnő tevékenységek



#### IAS 16 Ingatlanok, gépek és berendezések

*A standard nem vonatkozik:*

- mezőgazdasági tevékenységgel kapcsolatos biológiai eszközök kitermelésére,
- ásványi jogok, ásványok, kőolaj, földgáz, stb. nem megújuló természeti erőforrás kutatására és kitermelésére.

Az IAS 16 a **saját használatú ingatlanokhoz, gépekhez kapcsolódik.**

##### Megjelenítés

Eszközök között akkor kell kimutatni egy adott tételét, ha:

- valószínű, hogy az eszközhöz társuló jövőbeli gazdasági hasznok fognak a gazdálkodóhoz befolyjni,
- és az eszköznek a gazdálkodónál jelentkező bekerülési értéke megbízhatóan mérhető.

Ha előbbieknél megfelel, akkor elsődlegesen **bekerülési értékén kell értékelni.**

### **Bekerülési érték:**

Az eszköz megszerzéséért kifizetett pénzeszköz, vagy a megszerzéséért adott egyéb ellenérték valós értéke a megszerzés vagy létrehozás időpontjában.

Bekerülési érték elemei:

- vételár,
- importvám és vissza nem igényelhető adók,
- kereskedelmi engedmény, árengedmény,
- közvetlenül kapcsolódó költségelemek:
- telephely előkészítés ktg-e,
- kezdeti szállítási és anyagmozgatási ktg-ek,
- beszerelés ktg-e
- szakértői díj,
- eszköz szétszerelése, elszállítása, másik helyszínen való összerakásának becsült költsége olyan mértékig, amennyire az céltartalékként kimutatásra kerül az IAS 37 alapján.

Kötelező sorai nincsenek csak mintát ad a standard arra vonatkozóan, hogy mit kell ide besorolni, pl. földterület, hajó, repülő, stb.

### **Későbbi ráfordítások:**

- aktiválható, ha a felújítás megnövelt gazdasági hasznokat eredményez a jövőben:
- üzem módosítása során növekszik annak hasznos élettartama, beleértve a kapacitás növekedést is,
- gépi alkatrészek feljavítása a kibocsátott termékek lényeges minőségi javítása érdekében,
- új gyártási folyamat bevezetése, lehetővé téve a korábban becsült működési költségek csökkenését.

**Későbbi költségek:** javítás és karbantartási költségek → felmerüléskor költség,

Részegységek cseréje: régi kivezetésre kerül, új növelő tétel.

Rendszeres, alapvető átvizsgálás: az eszköz KSZÉ-ét növeli.

### **Értékcsökkenés**

Értékcsökkenthető összeg: az eszköz bekerülési értéke, vagy egyéb, a bekerülési értéket helyettesítő összeg a beszámolóban, csökkentve annak maradványértékével.

Hasznos élettartam:

- az az időszak, amely alatt a gazdálkodó várhatóan használni fog egy eszközt, vagy
- azoknak a termékeknek vagy hasonló teljesítmény egységeknek a száma, amelyeket az eszköz révén a gazdálkodó várhatóan kinyerhet.

Maradványérték:

- az a nettó összeg, amelyet a gazdálkodó az eszközért (annak hasznos élettartama végén) a várható elidegenítési költségek után kap.

Elszámolása:

a hasznos élettartam alatt a bekerülési érték csökkentve a maradványértékkel. A hasznos élettartamot felül lehet vizsgálni.

Értékcsökkenési módszerek:

- lineáris módszer,
- degresszív módszer: évek száma és mértani sor módszere,
- teljesítményarányos módszer.

Tárgyi eszköz écs-je a használatra készség napjával indul (nem pedig az aktiválással/üzembe helyezéssel).

### Átértékelés

Ha az eszköz valós értéke lényegesen eltér a KSZÉ-től, akkor további átértékelésre van szükség:

- ingatlanok, gépek, berendezések adott tételének átértékelésekor az egész csoportot, amelyhez az eszköz tartozik, át kell értékelni.
- Ha átértékelés után a KSZÉ növekszik → **saját tőkében növekszik az értékelési tartalék**
- Ha átértékelés után KSZÉ csökken → **saját tőkében csökken az értékelési tartalék, de csak a korábbi pozitív átértékelési különbözet összegéig.**

Átértékelt eszköz értékcsökkenése, módszerek:

1. halmozott écs-t újraszámítják az eszköz bruttó értékével arányosan,
2. halmozott écs-t kivezetik a könyvekből a bruttó értékkel szemben, és a nettó értéket módosítják az átértékelt összegre.

### Tárgyi eszköz kivezetése

Értékesítéskor:

- nettó módon
- a nyereség nem lehet bevétel

### Közzététel pl.:

- értékelési eljárások
- használt écs módszer,
- tárgyi eszköz mozgástábla

### Átértékelési közzétételi követelmények pl.:

- átértékelés alapja,
- átértékelés fordulónapja,
- bevontak-e független értékelőt.

## **IAS 40 - Befektetési célú ingatlanok**

Olyan ingatlan, amelyet bérbeadási, tőkenövelési, vagy mindkét céllal tartanak, s nem pedig azért, hogy:

- áruk és szolgáltatások előállításával, illetve nyújtásával kapcsolatosan vagy igazgatási célokra használják, vagy
- a szokásos üzletmenet keretében értékesítsék.  
(azaz kizárólag befektetési célú ingatlan sorolható ide)

Pl:

- földterület, amely jövőbeli hasznosítása még nem eldöntött,
- harmadik felek részére épített, fejlesztett ingatlan,
- pénzügyi lízingbe adott ingatlan,
- szokásos üzletmenet keretében eladásra szánt ingatlanok.

### **Megjelenítés:**

- valószínűsíthető, hogy a befektetési célú ingatlanhoz társuló jövőbeli gazdasági hasznos befolyanak, és
- a befektetési célú ingatlan bekerülési értéke megbízhatóan mérhető.

### **Értékelés:**

Javasolt: valós értéken (écs ekkor nincs):

- az összes ilyen ingatlant valós értéken kell értékelni,
- a valós értékben bekövetkező változásokat az időszak **eredménykimutatásában kell megjeleníteni.**

Alternatív eljárás: bekerülési értéken (écsvel):

- az összes ilyen ingatlant bekerülési értéken kell értékelni,
- IAS 16 szerinti halmozott écsvel és halmozott értékvesztéssel csökkentett bekerülési értéken.

### **Megoszthatóság vizsgálata:**

- ha az egyes ingatlanok megoszthatók, vagyis külön is értékesíthetők, bérbe adhatók,
- az egyes részek elkülönítetten nem adhatók el, az ingatlan befektetési célú, ha csak egy jelentéktelen részt tartanak saját használatra.

## **IFRS 5 Értékesítési célú eszközök és megszűnő tevékenységek**

Vonatkozik minden:

- befektetett eszközre,
- eszközeladási csoportra.

Kivéve:

- halasztott adó
- dolgozói juttatások,
- pénzügyi instrumentum
- befektetési célú ingatlan,
- mezőgazdasági eszközök,
- biztosítási szerződések.

### **Átsorolással jön létre másik tárgyi eszköz kategóriából, NEM készlet!**

Eszközeladási csoport: Eszközök és közvetlenül kapcsolódó kötelezettségek, amelyek kivételre kerülnek egy csoportban egy tranzakció során.

#### **Értékesítésre tartott:**

- ha a KSZÉ inkább értékesítés révén, mintsem folyamatos működés során fog megtérülni
- kritériumai:
- azonnal eladható jelenlegi állapotában,
- értékesítése nagyon valószínű

Értékesítése nagyon valószínű, ha:

- ügyvezetés elkötelezett és van működő terv a vevő felkutatására
- ÉS olyan áron van meghirdetve, amely racionális valós érték,
- ÉS várhatóan 1 éven belül megtörténik az értékesítés,
- ÉS nem utal semmi arra, hogy visszamondják az értékesítést.

Ha az értékesítés több, mint 1 év, de olyan események miatt, amely a vezetés ellenőrzése alatt áll, és a vezetés még mindig elkötelezett, akkor itt maradhat.

#### **Értékesítésre tartott értékelése:**

- KSZÉ
- vagy értékesítési költséggel csökkentett valós érték közül az ALACSONYABB.

Értékvesztés elszámolható, de értékcsökkenés NINCS.

Ha megváltozik az értékelési terv, visszaminősíthető az alábbiak valamelyikére:

- átsorolás előtti KSZÉ módosítva értékcsökkenéssel, átértékeléssel, (amit elszámoltak volna, ha nem értékesítésre tartott eszközként lett volna kimutatva)
- megtérülő érték az értékesítésről szóló döntés megváltoztatásának időpontjában.

#### **Közzététel:**

- többi eszköztől és kötelezettségtől elkülönítetten, külön soron kell szerepeltetni az értékesítésre tartott eszközöket és a hozzá tartozó kötelezettségeket, bruttó módon
- átsoroláskor és utólagos értékeléskor elszámolt értékvesztéseket és visszairásokat be kell mutatni.
- Az eladásra szánt eszközök átértékeléséből származó eredményt – ha nem megszűnő tevékenységről van szó- a folyamatos tevékenységek eredményei között kell bemutatni.

## 1.2. Magyar és IFRS szabályok eltérései

- HAS-ban a minősített eszközök tartalma nem szabályozott → IAS 16 hatóköre alá tartozó speciális témakörök (értékesítésre tartott eszközök, befektetési célú ingatlanok, biológiai eszközök, ásványkincsek feltárása) nagy részére a HAS nem tartalmaz különleges szabályokat, ezek is tárgyi eszköznek minősülnek
- az aktiválási ráta a HAS-ban nem szabályozott
- az aktiválandó összeg nem ugyanaz (HAS-ban képzés, betanítás költsége aktiválandó/ költségek aktiválása az üzembe helyezésig lehetséges)
- HAS nem ismeri a befektetési célú ingatlanok fogalmát → tárgyi eszköz

## 1.3. Értékvesztés elszámolásának vizsgálata és szabálya

### IAS 36- Eszközök értékvesztése

#### Nem vonatkozik:

- készletekre (IAS 2)
- beruházási szerződésekből származó követelésekre, (IAS 11)
- halasztott adó követelésre (IAS 12)
- munkavállalói juttatásokból származó eszközökre, (IAS 19)
- pénzügyi instrumentumokra, (IAS 39)
- befektetési ingatlanokra (IAS 40)
- mezőgazdasági eszközökre (IAS 41)

#### Értékvesztés azonosítása:

**Határozott élettartamú** immateriális javak- információ az értékvesztésre lehet:

- külső:
  - piaci érték jelentős csökkenése,
  - negatív változások a technológiai, gazdasági, jogi környezetben,
  - piaci kamatlábak, megtérülő ráták növekedése
  - beszámolási egység piaci értéke <KSZÉ-e
- belső
  - avulás, fizikai rongálódás,
  - tevékenység megszüntetése,
  - eszköz teljesítménye az elvárt szint alatt van, a jövőbeli nyereség kedvezőtlenebb a tervezettnél.

A mérlegfordulónapon kell felmérni.

Értékvesztést kell elszámolni, ha az eszköz KSZÉ > a megtérülő értéknél.

**Meghatározhatatlan élettartamú** immateriális javak:

évente számolunk értékvesztés fennállását.

#### Megtérülő érték mérése:

→ egyedi eszközre, ha ez nem lehetséges, mert

- az eszköz használati értéke nem becsülhető,
- az eszköz folyamatos használata nem termel más eszközöktől nagy mértékben függetlenül bevételeket

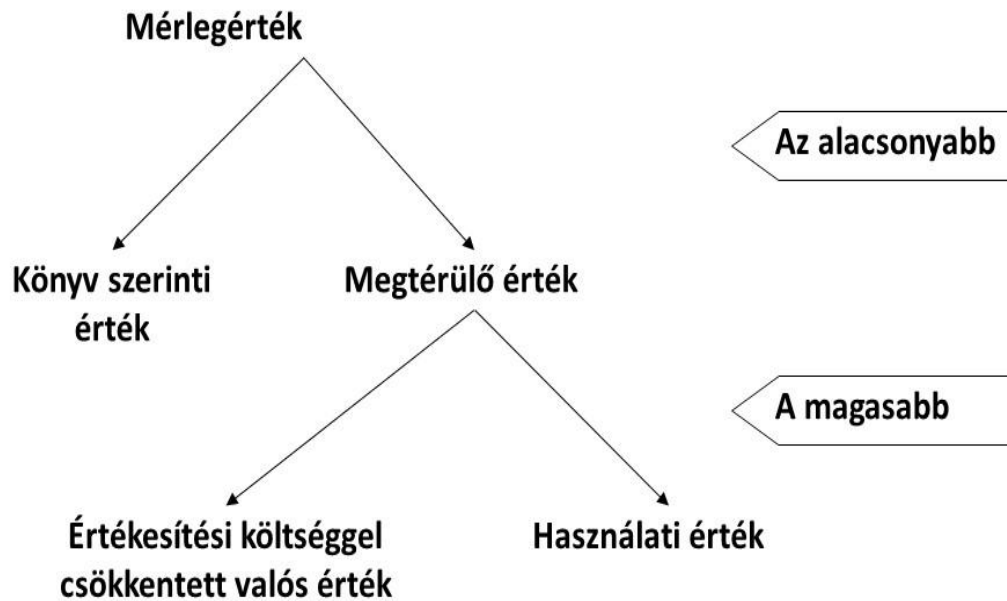
→ akkor pénztermelő egységre.

### ***Pénztermelő egység (CGU):***

Az eszközök azon legkisebb beazonosítható csoportja, amely magában foglalja az eszközt, amely folyamatos használata pénzbevételeket generál, ami nagymértékben független a más eszközökből származó pénzbevételektől.

### **Megtérülő érték:**

az eszköz nettó eladási ára és használati értéke közül a **MAGASABB**IK.



### **Használati érték tartalma:**

Egy eszköz folyamatos használatából, és hasznos élettartama végén történő elidegenítéséből várhatóan keletkező becsült jövőbeli pénzáramok jelenértéke:

- a maradványértéket figyelembe kell venni a pénzáramok számításakor,
- a pénzmozgást nem okozó ráfordítások nem szerepelhetnek a pénzáramok jelenértékének számításakor (pl. écs)
- nem lehet a pénzáramok része az eszköz finanszírozásával kapcsolatos kiadások összege,
- a nyereségadó hatásait figyelmen kívül kell hagyni.

## 2. Beszámolóval kapcsolatos standardok bemutatása

### 2.1 IFRS beszámoló részei, beszámolóképzítés alapelvei

**IAS 1. célja:** hogy az általános célú pénzügyi beszámolók összeállításához (éves beszámolóhoz, ha évi egyszeri alkalomnál többször kíván beszámolni, akkor azt az IAS 34 alapján fogja megtenni) olyan alapok szolgáltatson, amely biztosítja a beszámoló összehasonlíthatóságát mind időben, mind a többi társasághoz képest. Előírja a pénzügyi beszámoló célját is, amely arra hivatott, hogy információt szolgáltatson a vállalkozás pénzügyi helyzetéről, teljesítményéről, cash-flow-járól.

Általános előírásokat tartalmaz a beszámoló összeállítására, részeire, felépítésére vonatkozóan, valamint meghatározza a kötelező minimum tartalmi szerepeltetést.

Beszámoló készítéssel kapcsolatos IFRS standardok:

Standard	Megnevezés
IAS 1	A pénzügyi kimutatások összeállítása
IAS 7	Cash Flow
IAS 8	Számviteli politika változása, alapvető hibák és becslések
IAS 10	Mélegfordulónap utáni események
IAS 24	Kapcsolt vállalkozások közvetetelei
IAS 29	Hiperinflációs gazdaságokban való működés
IAS 34	Közbenes pénzügyi beszámolás
IFRS 1	Az IFRS első alkalmazása
IFRS 4	Biztosítási szerződések
IFRS 8	Szegmens jelentések

#### *A pénzügyi beszámoló részei IAS 1 alapján:*

- mérleg
- eredménykimutatás (átfogó jövedelem kimutatás)
- saját tőke változása
- cash flow
- kiegészítő melléklet

A fentiekén kívül lehetőség van arra is, hogy a vezetés által készített, a pénzügyi teljesítményt, a pénzügyi helyzetet bemutató, támogató jelentések is megjelenjenek a beszámolóban:

- a pénzügyi teljesítményt meghatározó tényezők, hatások, a működési környezet változásai, hatása a vállalatra, valamint a változásokra reagálva a megtett intézkedések ismertetése
- a vállalkozás befektetési és osztalékfizetési politikája
- a finanszírozási források, a kötelezettség és saját tőke megcélzott aránya
- az IFRS szabályai alapján a beszámolóban ki nem mutatott erőforrások
- környezetvédelmi jelentések, stb.

A standard javasolja elkészíteni, de nem teszi kötelezővé:

- a pénzügyi kimutatásokon kívüli tételek bemutatását
- a vállalkozás pénzügyi helyzetéről és teljesítményéről szóló menedzsment jelentés elkészítését
- a vállalkozás gazdasági környezetének, valamint kockázatainak és bizonytalanságainak bemutatását.

### **Alapelvek**

IFRS-eknek való megfelelés kérdéskörével kiemelten foglalkozik a standard, ennek megfelelően a vállalkozásoknak a hű és valós kép eléréséhez a következőket kell teljesítenie:

- számviteli alapelvek teljeskörű alkalmazása
- a számviteli politikát az IAS8 előírásaival összhangban kell elkészíteni és bemutatni a pénzügyi beszámoló részeként
- az információkat úgy kell szerepeltetni, hogy azok lényeges, megbízható, összehasonlítható és érthető információk legyenek
- kiegészítő megjegyzéseket kell közzétenni, ha az IFRS követelményei nem elegendőek ahhoz, hogy a felhasználók megértsék egy gazdasági esemény a vállalkozás pénzügyi és vagyoni helyzetére gyakorolt hatását.
- a beszámolóban közzé kell tenni, hogy a pénzügyi kimutatások az IFRS-ek előírásaival összhangban készültek. → csak akkor teljesül, ha minden standard követelményének megfeleltünk
- ha a standard alkalmazása félrevezető, téves képet nyújtana, a valós kép érdekében el lehet térni az IFRS követelményeitől. →részletes bemutatás, indoklás szükséges

A standard által meghatározott **alapelvek**:

- *vállalkozás folytatásának elve*
- *elhatárolás (összemérés) elve*
- következetesség elve
- lényegesség és összevonás elve
- nettósítás (bruttó elszámolás) elve
- összehasonlíthatóság elve

### **A beszámoló felépítése IAS 1 szerint:**

A pénzügyi kimutatások elemeit egyértelműen azonosítani kell, el kell választani a jelentés más adataitól:

- a beszámoló vállalkozás megnevezése vagy egyéb jellemzők azonosítása
- egyedi vagy konszolidált beszámolóról van szó
- fordulónap, vagy a beszámolási időszak
- a beszámoló pénzneme
- az adatok pontossága (eft, mft)

A standard szerint a pénzügyi kimutatásokat legalább évente egyszer el kell készíteni. (lehet többször is, rendkívüli esemény hatására, pl. ha a pénzügyi év fordulónapja megváltozik)

### ***Mérleggel szembeni előírások:***

A standard előírja az:

- eszközök és kötelezettségek besorolásának, minősítésének kritériumait,
- a mérleg kötelező tartalmi elemeit
- a mérlegben vagy kiegészítő mellékletben feltüntetendő tételeket,
- a mérleg lehetséges formátumait

A mérlegben el kell különíteni a befektetett eszközöket és forgóeszközöket, a rövid, illetve a hosszú lejáratú kötelezettségeket. Lehetőség van likviditási szempontból bemutatni az információt, ha az relevánsabb információt nyújt.

Mérleg esetében előírt minimális sorokat (pl. Ingatlanok, gépek, berendezések; Befektetési célú ingatlanok; Céltartalékok; stb.) tovább lehet részletezni, a standard csak annyit kér, hogy a lényegi összeadások a sorok között legyenek elvégezve (pl. forgóeszközök összesítése)

A mérlegben vagy a kiegészítő információk között feltüntetendő tételek is vannak, ilyen például

- a mérleg sorok továbbrészletezése
- a fordulónap után, de a beszámoló elfogadása, közzététele előtt javasolt vagy jóváhagyott osztalék összege

### ***Eredménykimutatás+egyéb átfogó jövedelem kimutatás=átfogó jövedelem kimutatás:***

*Eredménykimutatás:*

A standard szabályozza

- az eredménykimutatás kötelező tartalmi elemeit,
- eredménykimutatás formáit,
- az eredménykimutatásban vagy a kiegészítő adatok között feltüntetendő tételeket.

Az eredménykimutatás:

- összköltség és forgalmi költség eljárással is készíthető
- adózott eredményig vezeti le a jövedelmet,
- nincsenek eredménykategóriák meghatározva, ezt a vállalkozás saját maga állítja elő

Kötelező elemein (pl. bevételek, pénzügyi ráfordítások, adóráfördítés, kiosztható eredmény) túl tovább részletezhető. Rendkívüli eredmény kimutatása TILOS. A standard szerint nem kell minden információt az eredménykimutatásban szerepeltetni, a vállalkozás megítélése szerint teheti a kiegészítő mellékletbe is.

### ***Egyéb átfogó jövedelem kimutatás***

Minden, nem a tulajdonosokhoz kapcsolódó tőke mozgást az átfogó jövedelem kimutatásban kell kimutatni.

- Értékelési tartalék változásai (IAS 16 és IAS 38)
- Külföldi leányvállalat beszámolójának átváltásából származó különbözet (IAS 21)
- A pénzügyi instrumentumok valós értékeléséből származó különbözet (IFRS 9)
- A cash flow hedge effektív részére jutó nyereségek és veszteségek (IFRS 9)
- Minden átfogó jövedelem elem halasztott adóját külön be kell mutatni

Az átfogó jövedelem elemei közötti átsorolásokat, módosításokat külön be kell mutatni.  
Az átfogó jövedelem halasztott adóját külön be kell mutatni

**Cash Flow:** az IAS 7 standardban kerül részletesen bemutatásra (a vállalkozás pénzeszközeiben és pénzeszköz-egyenértékeseiben bekövetkezett változásokat mutatja be, foglalja össze, különböző kategóriákba sorolva a változásokat kiváltó tételeket)

### ***Saját tőke változása***

A standard foglalkozik:

- a tőkekimutatásban minimálisan közzéteendő információ tartalommal,
- példákat ad a tőkekimutatás elkészítésére
- rögzíti azokat a tételeket, amelyeket a tőkekimutatásban vagy a kiegészítő információk között lehet közzé tenni.

*Tartalmazza:*

- az időszak nettó nyeresége vagy vesztesége és visszatartott nyeresége
- bevételek és ráfordítások azon tételei, amelyek közvetlenül a saját tőkében kerültek elszámolásra (deviza átváltási tartalék, értékelési tartalék)
- az előző időszak teljes eredménye az előbb említett két pont összegeként számítva
- számviteli politika változásának és az alapvető hibák helyesbítésének kumulatív hatása

Be kell mutatni akár a tőkeváltozás táblában, akár a kiegészítő mellékletben az alábbiakat:

- tulajdonosokkal való tőketranzakciók
- a felhalmozott nyereség vagy veszteség értéke az időszak kezdetén és a mérlegfordulónapon, és az időszak alatt bekövetkezett változások
- minden jegyzett tőke kategória KSZÉ-e elkülönítve közzé téve, és a részvény ársíki és a tartalékok időszak elején és végén lévő értéke és a változásai.

***Kiegészítő mellékletben*** közzé kell tenni:

- az IFRS-ek által előírt, a magában a mérlegben, az eredménykimutatásban, a tőkeváltozás kimutatásban és a cash flow kimutatásban be nem mutatott információkat, valamint
- további olyan információkat kell adni, amely magában a mérlegben, az eredménykimutatásban, a saját tőke változás kimutatásban vagy a cash flow kimutatásban nincs bemutatva, de releváns ezek bármelyikének megértéséhez.

A kiegészítő mellékletet rendszerezett módon kell bemutatni. A mérlegben, eredménykimutatásban, saját tőke változás kimutatásban és a cash flow kimutatásban szereplő minden egyes tételnél kereszthivatkozással meg kell adni a kiegészítő mellékletben megtalálható kapcsolódó információkat.

## 2.2. Számviteli politika, számviteli becslés, hibák elszámolásai

A standard hatóköre:

- a számviteli politika megválasztásakor és alkalmazásakor
- a számviteli politika változásainak kezelésekor
- a számviteli becslésekben bekövetkezett változások elszámolásakor
- a korábbi időszakok hibáinak javításakor

### Számviteli politika megválasztása és alkalmazása:

A számviteli politikát úgy kell kialakítani, hogy amennyiben egy standard vagy értelmezés konkrétan vonatkozik egy adott ügyletre, egyéb eseményre vagy feltételre, az adott tételre alkalmazott politikát az adott standard vagy értelmezés alapján kell meghatározni, figyelembe véve a standard végrehajtási útmutatóját.

Ha nincs az adott ügyletre, más eseményre vagy feltételre konkrétan vonatkozó standard vagy értelmezés, a vezetésnek saját megítélése alapján kell olyan számviteli politikát kidolgoznia és alkalmaznia, amely olyan információt eredményez, amely

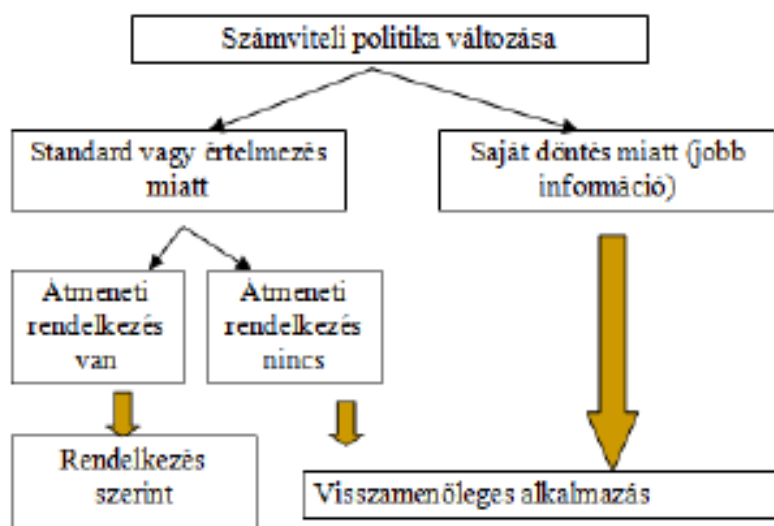
- releváns a felhasználók döntéshozatali igényeinek szempontjából, valamint
- megbízható abban az értelemben, hogy a pénzügyi kimutatások
- hűen tükrözik a vállalkozás pénzügyi helyzetét, pénzügyi teljesítményét és cash flow-it
- az ügyletek, más események és feltételek gazdasági tartalmát tükrözik, nem pusztán jogi formájukat
- semlegesek, óvatosak és minden lényeges vonatkozásban teljesek.

A vezetés figyelembe veheti még az olyan egyéb standardalkotó szervezetek kiadványait is, akik hasonló keretek közt határoznak meg számviteli standardokat, ha nem állnak ellentétben az IFRS szabályozásaival.

A számviteli politikát a kiegészítő mellékletben kell bemutatni.

Számviteli politikában bekövetkezett változásokról akkor beszélünk, ha:

- A változást **törvényi szabályozás vagy a számviteli standardokat** alkotó testület döntése támassa alá,
- A számviteli politika megváltoztatása egy vállalkozás pénzügyi helyzetéről, teljesítményéről és cash flow-járól **relevánsabb és megbízhatóbb információt nyújt.**
- A **vállalkozás egy olyan új IAS standardot adaptál**, amely a korábbtól különböző számviteli politika alkalmazását kívánja meg.
- A vállalkozás az IAS által megengedett számviteli elszámolási módról egy **másik**, az IAS által szintén megengedett **elszámolási módra való áttérésről dönt.**



A visszamenőleges alkalmazást a következőképp kell végrehajtani:

- a hatások megállapítása, mintha az adott elemre már az első pillanattól kezdve az új politikát alkalmazták volna
- nyitóadat átdolgozása
- az összehasonlító adatok megállapítása
- a hatások eredménytartalékkal szembeni elszámolása

Ha a változás végigvezetése kivitelezhetetlen (akkor sem tudja alkalmazni, ha minden tőle ésszerűen elvárható megtett az alkalmazás érdekében), akkor a módosítástól el lehet tekinteni.

Ha egy standard kezdeti alkalmazása hatással van a tárgyidőszakra, vagy korábbi időszakokra, vagy hatással kell lennie rá, de a módosítás összegét kivitelezhetetlen meghatározni, vagy hatással lehet a jövőbeni időszakokra, akkor közzé kell tenni:

- a standard vagy értelmezés címét
- ha alkalmazható azt, hogy a számviteli politika megváltoztatása a standard vagy értelmezés átmeneti rendelkezései szerint történt
- a számviteli politikában bekövetkezett változás jellegét
- ha alkalmazható, az átmeneti rendelkezés leírását
- ha alkalmazható, azon átmeneti rendelkezéseket, amelyek kihatással lehetnek a jövőbeni időszakokra vonatkozóan
- amennyiben kivitelezhető, a módosítás összegét a tárgyidőszakra, valamint minden bemutatott korábbi időszakra vonatkozóan a pénzügyi kimutatások valamennyi érintett sorára és az egy részvényre jutó eredmény alap és hígított értékére vonatkozóan
- amennyiben kivitelezhető, a legkorábbi időszakot megelőző időszakokra eső módosítás összegét
- a visszamenőleges alkalmazás kivitelezhetetlensége esetén azokat a körülményeket, amelyek ehhez a helyzethez vezettek, valamint annak bemutatását, hogy a számviteli politika változása hogyan és mikortól került alkalmazásra.

**Számviteli becslések változásai:** az üzleti tevékenységben rejlő bizonytalanságok következtében a pénzügyi kimutatások számos tétele nem mérhető pontosan, kizárólag becsülni lehet őket. Becslésre van szükség:

- kétes kintlévőségek értékvesztése
- készlet avulásának mérése
- pénzügyi eszközök és kötelezettségek valós értéke
- az érték-csökkenhető eszközök hasznos élettartama, maradványértékük
- garanciális kötelezettségek, stb.

A becslések a pénzügyi kimutatások elkészítésének lényeges része, és nem csorbítja azok megbízhatóságát, hiányuk annál inkább. Becslést szükséges lehet felülvizsgálni, ha a becslés alapját képző körülmények változnak, tapasztalat indokolja. A becslés felülvizsgálata nem minősül hibajavításnak és nem korábbi időszakokra vonatkozik.

A számviteli becslésekben bekövetkező változás hatását a jövőre nézve az alábbi időszakok eredményében kell bemutatni:

- a változás időszakában, ha a változás csak az adott időszakot érinti
- a változás időszakában és a jövőbeni időszakokban, ha a változás mindezeket érinti

Amennyiben egy becslés változása az eszközökben és kötelezettségekben okoz változást, vagy a saját tőke valamely tételére vonatkozik, azt az érintett eszköz, kötelezettség, vagy saját tőke tétel KSZÉ-nek módosításaként kell megjeleníteni a változás bekövetkezésének időszakában.

A tárgyidőszakra kihatással lévő, vagy a jövőbeni időszakokra várhatóan kihatással lévő számviteli becslés változások jellegét és összegét közzé kell tennie, kivéve a jövőbeni időszakokra vonatkozó hatást abban az esetben, ha nem kivitelezhető azt előre megbecsülni. → ezt a tényt közzé kell tenni.

### **Hibák**

Hiba lehet:

- becslési hiba → tárgyidőszakban javítani szükséges, *(pl: céltartalék összegét rosszul becsültem)*
- alapvető hiba → (korábbi évek hibája) javítása visszamenőlegesen *(pl. egyáltalán nem képeztem céltartalékot, pedig kellett volna)*

### **Alapvető hibák**

A tárgyidőszakban felfedezett, olyan jelentőségű hibák, amelyek miatt egy vagy több korábbi időszak pénzügyi kimutatásai már nem tekinthetők megbízhatónak abban a formában, ahogy eredetileg közzé lettek téve.

A lényeges korábbi időszaki hibákat visszamenőlegesen ki kell javítani, az azok feltárása utáni első, közzétételre jóváhagyott pénzügyi kimutatásban:

- azon bemutatott korábbi időszakokra vonatkozó összehasonlító adatok újra megállapításával, amelyekben a hiba felmerült, vagy
- amennyiben a hiba a legkorábbi bemutatott időszak előtt következett be, a legkorábbi bemutatott időszakokra vonatkozóan bemutatott eszközök, kötelezettségek és a saját tőke nyitó egyenlegeinek újra megállapításával.

A korábbi időszaki hibát visszamenőleges újra megállapítással kell kijavítani, kivéve ha kivitelezhetetlen meghatározni a hiba egyes időszakokra vonatkozó hatásait vagy halmozott hatását.

Közzé kell tenni:

- hiba jellegét,
- a beszámolási időszakra, és minden egyes bemutatott korábbi időszakra vonatkozó helyesbítés összegét,
- előző időszakokra vonatkozó helyesbítések összegét,
- a tényt, hogy az összehasonlító infók átdolgozásra kerültek.

### 2.3. Fordulónap utáni események közzétételi szabályai

*A standard célja:* általános alapelvek meghatározása **a mérlegfordulónap után, de még a beszámoló közzététele előtt** történt események közzétételére vonatkozóan.

*Előírja:*

- annak meghatározását, hogy melyik az az időszak, amely időszak alatt történt eseményeket, tranzakciókat a vezetésnek meg kell vizsgálni, hogy hatással, illetve potenciális hatással rendelkeznek-e a beszámolóra vonatkozóan
- meghatározza azokat a körülményeket, amikor egy vállalatnak módosítani kell beszámolóját a fordulónap után történt esemény vagy tranzakció eredményeként.
- meghatározza azokat a közzétételi feladatokat, amelyeket a kiegészítő mellékletben közzé kell tenni a fordulónap után történt esemény, tranzakció eredményeként.

**Mérleg fordulónapja utáni események:** azok a kedvező/kedvezőtlen események, amelyek a fordulónap után történtek, de még a beszámoló közzétételre való jóváhagyása előtt. A standard szerint kétféle fordulónap utáni esemény van:

- azok az események/tranzakciók, amelyek bizonyítékot szolgáltatnak, hogy az esemény már a mérleg fordulónapján is léteztek → hatásukat ki kell mutatni a fordulónapon (*le kell módosítani a 12.31-et*)
- amelyek arra utalnak, hogy a mérleg fordulónapját követően merültek fel → hatásukat nem szabad kimutatni a fordulónapon (*nem kell módosítani a 12.31-et*)

A vállalkozásnak közzé kell tennie azt a napot, amikor a pénzügyi kimutatásokat közzétételre jóváhagyták, és azt, hogy ki a jóváhagyó.

### Osztalék

Ha a vállalkozás a mérlegfordulónap után állapítja meg a fizetendő osztalékot, akkor a vállalkozás nem mutathatja ki ezt az osztalékot kötelezettségként a mérleg fordulónapján. (*Ha a mérlegfordulónap előtt jóváhagyják az osztalékot, akkor viszont tárgyévi osztaléknak minősül. A kifizetés nem feltétel, csak a jóváhagyás.*)

### Vállalkozás folytatásának elve

A vállalkozás nem készítheti el a pénzügyi kimutatásait a vállalkozás folytatását feltételezve, ha a vezetés a mérlegfordulónap után úgy dönt, hogy fel kívánja számolni a vállalkozást, vagy meg kívánja szüntetni a kereskedelmi tevékenységét, vagy ha ennek megtételén kívül nincs más ésszerű lehetősége.

Az IAS 1 standard közzétételi kötelezettséget ír elő

- a pénzügyi kimutatásokat nem a vállalkozás folytatásának elve érvényesülésével

állították össze

- a vezetés tudatában van az eseményekre vagy feltételekre vonatkozó olyan lényeges bizonytalanságoknak, amelyek jelentős kétséget támaszthatnak a vállalkozás az irányú képességét illetően, hogy a vállalkozás folytatása biztosítható-e. Ilyen közlendő események vagy feltételek a mérleg fordulónapja után is felmerülhetnek.

### Közzétételi feladatok

Ha a vállalat a mérleg fordulónapja után olyan körülményekről szerez információkat, amelyek a mérleg fordulónapján már fennálltak, a vállalkozónak az új információ figyelembevételével aktualizálnia kell az e körülményekre vonatkozó közzétételeket.

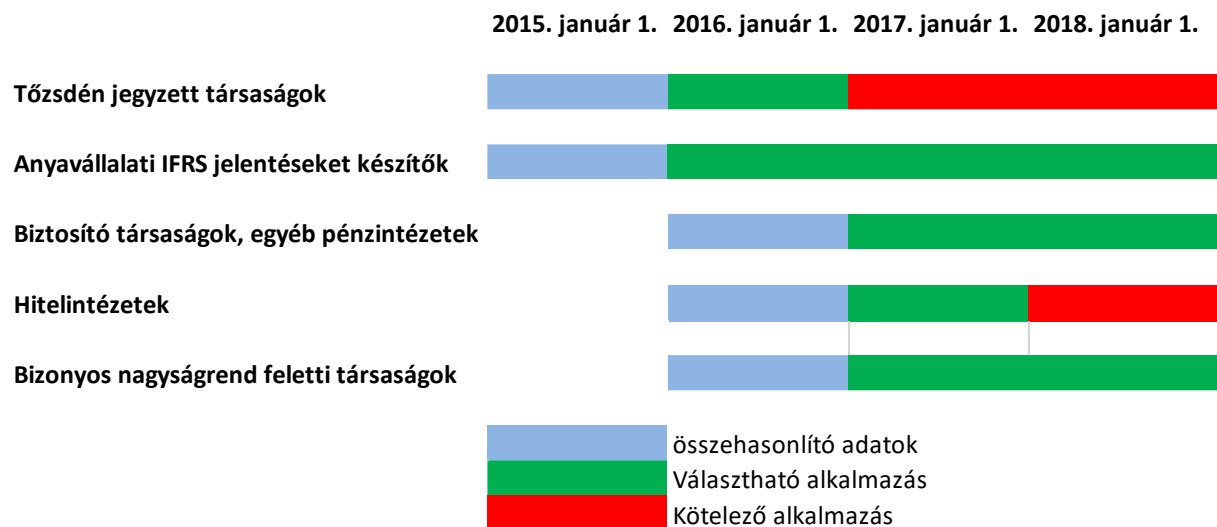
Be kell mutatni:

- hogy melyik időpontot tekintette a közzététel napjának időpontját
- illetve a közzétételre készség állapotának, melyhez képest vizsgálta a fordulónap utáni események fennállását.

Ha a nem módosító események természete jelentős, akkor a beszámolóban be kell mutatni ennek az eseménynek a természetét, várható pénzügyi hatását, illetve ha az nem becsülhető, akkor azt a tényt, hogy nem becsülhető.

→ ha a nem módosító esemény jelentős lehet, akkor a beszámolóban pro forma pénzügyi információkat is el kell helyezni, azaz bemutatni, hogy ha módosították volna ezt a tételt, akkor milyen pénzügyi, jövedelmezőségi számokat mutatnának be.

## 2.4. IFRS alkalmazása Magyarországon



### 3. Az IFRS 16 Lízing standard

#### 3.1. Mi minősül lízingnek?

Az standard 2019. január 1-jével vagy később kezdődő üzleti évek kapcsán alkalmazandó.

Az áttérés kapcsán két alternatívát ajánl fel az IFRS 16 a lízingbevevőknek:

- a teljes retrospektív módszert és
- a módosított retrospektív módszert.

A lízingszerződés kezdetének időpontjában meg kell vizsgálni, hogy az adott szerződés lízingszerződés-e, vagy tartalmaz-e lízinget. Egy szerződés lízingszerződésnek minősül, vagy lízinget tartalmaz akkor, ha olyan szerződés, amely egy meghatározott időszakra vonatkozóan átadja egy mögöttes eszköz használatának a jogát díjfizetés ellenében úgy, hogy a lízingbevevő jogosult az eszköz használatából eredő hasznot beszédni és a használatra vonatkozó döntéseket jogosult meghozni.

A definíció kulcselemei:

- a mögöttes eszköz,
- a gazdasági hasznok beszéde,
- a használat irányítása.

Amennyiben egy szerződésben ez a három elem megtalálható, úgy ez a szerződés lízingszerződés vagy tartalmaz lízing komponens. Ezt minden szerződés módosítás esetén is meg kell vizsgálni.

Amennyiben egy lízingbevevő több lízingkomponens is beazonosít egy szerződésen belül (azaz több mögöttes eszközt is lízingel), illetve a szerződés vegyes, tehát tartalmaz nem lízing elemeket is (pl. karbantartás) a lízing díjat allokálnia kell a relatív egyedi árak összesített egyedi árak arányában az egyes eszközökre, szolgáltatásokra.

Akkor lehetséges több eszköz lízingjét egy lízingnek tekinteni, ha az egyes eszközök (egymás nélkül) közgazdasági értelmében értéktelenek a lízingbevevő számára (azokat nem tudja önmagukban használni) vagy ha az eszközök egymással szoros kapcsolatban állnak, egymás nélkül használhatatlanok.

#### Azonosított mögöttes eszköz

Lízingszerződésről csak akkor beszélhetünk, ha a lízingtárgy pontosan azonosított. Egy eszköz akkor tekinthető azonosítottnak, ha a szerződés explicit módon meghatározza, vagy a felek implicit módon határozták azt meg. Az explicit meghatározás világos, a szerződésben konkrétan behatárolták azt az eszközt, amely a lízing tárgyául szolgál.

Amennyiben a „lízingbeadónak” úgynevezett tartalmi helyettesítési joga van, a mögöttes eszköz nem meghatározott, így nem teljesül a lízing definíciója. A jog akkor tartalmi, ha a lízingbeadó különösebb korlátok nélkül cserélheti a mögöttes eszközt. Akkor, ha nem lehet egyértelmű döntés hozni arról, hogy az adott helyettesítési jog tartalmi-e, akkor azt kell feltételezni, hogy nem az.

#### Eszköz használatából származó gazdasági hasznok

A standard meghatározása szerint a másik szempont a használat kontrolljának meghatározására, vagyis az, hogy a lízingbevevőnek van-e joga annak eldöntésére, hogy az eszközt hogyan és milyen céllal használja.

Amennyiben van erre joga, úgy a kontroll a lízingbevevőnél van. A kontroll jog értékelésekor azt kell eldönteni, hogy melyik szereplőnek van releváns döntési joga az eszköz használatának módjára és céljára vonatkozóan. A relevancia ebben az esetben azt jelenti, hogy

a döntés hatása befolyásolja a használatból eredő gazdasági hasznokat. Ezek a releváns döntési jogok szerződésenként különbözhetnek, az eszköz jellegétől és a szerződés feltételeitől függően.

Ha a lízingbevevő a használat megkezdése előtt, vagy megkezdésekor meghatározta az outputot és ezt a döntését nem változtathatja meg a használat során, akkor nincs kontrollja a használat felett. Ilyen esetben a „lízingbevevő” nem rendelkezik több joggal, mint egy tipikus szolgáltatási szerződésben.

Amennyiben megállapítást nyert, hogy a lízingbevevő kontrollálja az eszköz használatát, meg kell vizsgálni, hogy van-e a joga a lízingbevevőnek a gazdasági hasznok beszedésére.

A gazdasági hasznok eredhetnek az eszköz használatából származó fő outputjából, melléktermékekből vagy egyéb forrásból. Egyéb forrás például a lízingelt eszköz allízingbe adása, amikor a beszedett (al)lízingdíjak testesítik meg a gazdasági hasznokat.

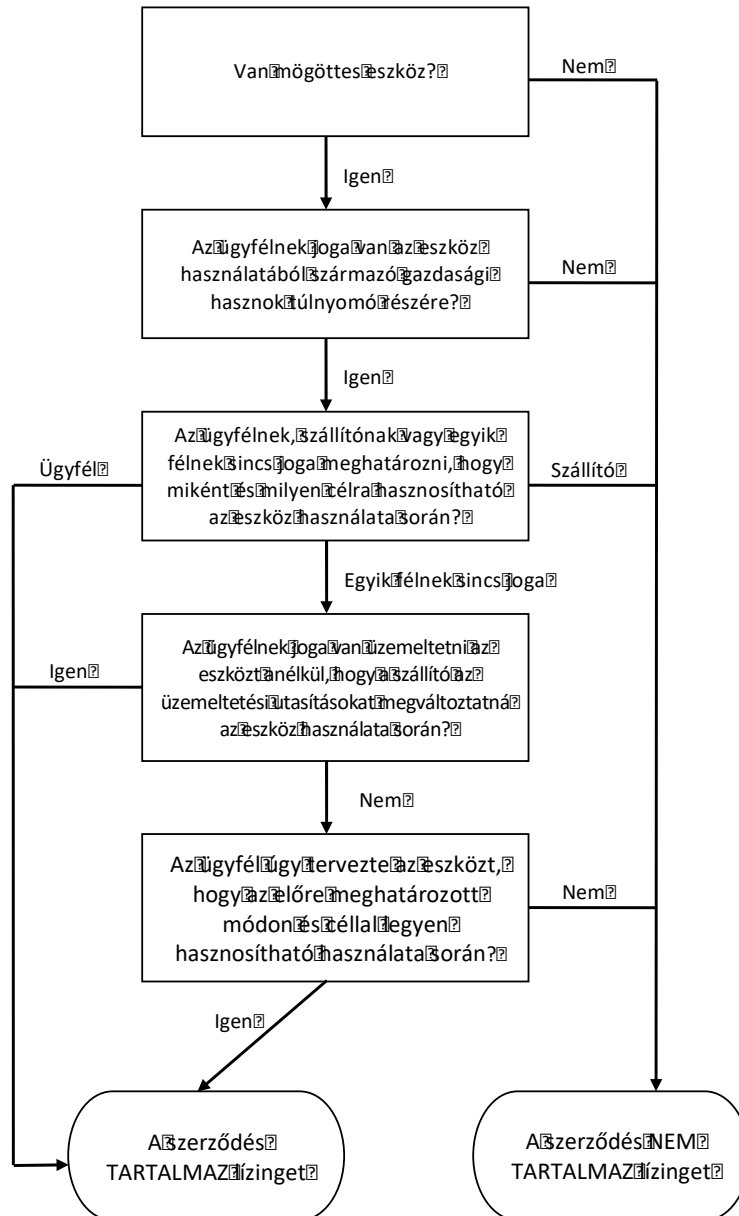
A szerződések tartalmazhatnak olyan feltételeket, amelyek célja a lízingbeadó eszközben lévő érdekeltségének védelme, a személyzet védelme, vagy a lízingbeadó törvényeknek és jogszabályoknak való megfelelésének biztosítás. Ezek az előírások többnyire meghatározzák a lízingbevevő használati jogának tág korlátait, de nem korlátozzák a lízingbevevő használati jogát a meghatározott korláton belül. Egy szerződés például meghatározhatja az eszköz használatának maximális mértékét, a használat helyét és idejét, az alkalmazandó használati gyakorlatot és azt, hogy a használatban bekövetkezett változásról a lízingbeadót értesíteni kell.

A következő folyamatábra mutatja be a szerződés minősítését<sup>42</sup>.

---

<sup>42</sup> IFRS 16.B31

?



### 3.2. Elszámolási szabályok a lízingbevevőnél

A lízingbevevő felveszi a használati jog eszköz értékét a lízingkötelezettséggel szemben.

### 3.3. ROU eszköz bekerülési és követő értékelésének szabályai

#### *Kezdeti megjelenítés és első értékelés*

#### *Használati jog-eszköz (right-of use asset, ROU)*

A lízing kezdeti időpontjában a lízingbevevőnek a kötelezettség megjelenítésével párhuzamosan fel kell vennie a mérlegében a használati jog-eszközt is.

A lízingszerződés megkötésének időpontjában a lízingbevevőnek bekerülési értéken kell felvennie az eszközt a mérlegébe. A bekerülési érték részei a következők:

- a lízing kötelezettség értéke,

- előre megfizetett lízingkifizetések csökkentve a kapott ösztönzők összegével,
- a kezdeti közvetlen (direkt) költségek,
- a leszerelés, eltávolítás és helyreállítás becsült költségei az IAS 37 standard szerint értékelve.

### ***Követő értékelés***

#### ***Használati jog-eszköz (ROU)***

A lízingbevevő az eszközt halmozott értékcsökkenéssel és értékvesztéssel csökkentett bekerülési értéken értékeli. Az eszköz értékét tovább kell módosítani a lízing kötelezettség értékében bekövetkező változásokkal kivéve, ha a könyv szerinti érték már nulla és csökkenteni kellene az értéket.

Amennyiben a használati jog-eszköz megfelel a befektetési célú ingatlanok IAS 40 szerinti definíciójának, abban az esetben a számviteli politikájában meghatározott értékelési elveket kell alkalmaznia erre az eszközre (ROU) is, amely általában valós értéken történő értékelést jelent.

Ha az ingatlanok, gépek, berendezések csoportra az IAS 16 szerinti átértékelési modellt alkalmazza a gazdálkodó, akkor, ha a használati jog-eszköz ezekbe a csoportokba sorolható, erre is alkalmazhatja az átértékelési modellt.

A megjelenített eszköz (ROU) értékcsökkenésére az IAS 16 standardban előírtak vonatkoznak, vagyis az értékcsökkenési módszernek tükröznie kell a használatból eredő gazdasági hasznok felmerülésének ütemét, mely lízing esetében többnyire lineáris leírást eredményez.

Az amortizációt a lízing futamidejének kezdetétől kell elszámolni. Az amortizációs időszak meghatározásánál figyelembe kell venni, hogy az eszköz tulajdonjoga átszáll-e a lízingbevevőre, vagy észszerűen értékelve él-e a vásárlási opcióval. Ha igen, akkor az időszak, amelyre az értékcsökkenést el kell számolni, az eszköz hasznos élettartama. Ha ezek a körülmények nem állnak fenn, akkor a hasznos élettartam és a lízing futamideje közül a rövidebb időszak alatt kell az eszközt értékcsökkenteni.

Az értékcsökkenésre vonatkozóan az IAS 16 standard előírásából következően a lízingbevevő alkalmazhatja a komponensenkénti megjelenítést is.

A használati jog-eszköz könyv szerinti értékének meghatározáskor figyelembe kell venni az eszközre elszámolt halmozott értékvesztéseket is, vagyis a vállalkozásoknak ezekre az eszközökre alkalmazniuk kell az IAS 36 Eszközök értékvesztése standardot. Az értékvesztés elszámolását követően az eszközök értékcsökkenését már az értékvesztett értékre kell elszámolni.

## **3.4. Lízingkötelezettség bekerülési és követő értékelésének szabályai**

### ***Kezdeti megjelenítés és első értékelés***

#### ***Lízing kötelezettség***

A lízingbevevőnek a lízing futamidő kezdetén értékelnie kell a lízing kötelezettséget, amely nem más, mint a jövőben fizetendő lízingdíjak (lízingkifizetések) jelenértéke.

A lízingkifizetéseket diszkontálni kell az implicit kamatlábbal, amennyiben ez meghatározható. Az implicit kamatláb az a kamatláb, amellyel diszkontálva a

- a) lízingdíjakat és
- b) nem garantált maradványérték összegét

eredményül a mögöttes eszköz valós értékének és a lízingbeadónál felmerült közvetlen költségek összegét kapjuk.

Amennyiben nem meghatározható az implicit kamatláb, akkor a járulékos kamatlábat kell használni a diszkontáláshoz. A járulékos kamatláb egyfajta hitelkamatláb, amely a lízingbevevőre vonatkozna, ha a lízing megkötésével megegyező időpontban, hasonló

feltételekkel, hasonló biztosítékkal venne fel hitelt, hasonló értékű eszköz használati jogának megszerzése érdekében, hasonló gazdasági környezetben.

A lízing implicit kamatláb tartalmában belső megtérülő rátaként értelmezhető.

A lízingkötelezettség értéke a következőket tartalmazza a lízing kezdetekor:

- fix kifizetések (ideértve a lényegileg fix kifizetéseket is), csökkentve az ösztönzők összegével,
- azok a változó kifizetések, amelyek egy indextől vagy árfolyamtól függenek,
- a maradványérték garanciája miatt fizetendő díjak várható értéke (maradványérték valós értékének várható változása miatt),
- a vételi opció ára, amennyiben a lízingbevevő kellő bizonyossággal várhatóan le fogja hívni az opciót,
- a lízing felmondása esetén fizetendő díj, abban az esetben, ha a lízing futamidejének számításakor a korai felmondást valószínűsítette a gazdálkodó.

### ***Követő értékelés***

#### *Lízing kötelezettség*

A lízing kötelezettséget követő értékelése során az effektív kamatláb módszerével kell meghatározni. Ez azt jelenti, hogy az egyes kifizetéseket az alkalmazott effektív kamatláb alapján szét kell választani tőketörlesztése és kamatfizetésre. Ahogyan csökken a lízing kötelezettség értéke, úgy növekszik a kifizetésekből a tőketörlesztések aránya.

Amennyiben a lízingkifizetésekből később változás következik be, a lízingbevevőnek újra kell értékelnie a mérlegében megjelenített kötelezettséget. A kötelezettség értékelése a használati jog-eszközzel szemben történik. Előfordulhat olyan eset is, amikor az eszköz könyv szerinti értéke már nulla, és a lízing kötelezettséget csökkenteni kell az átértékelés során. Ilyen esetben az eredmény javára kell elszámolni a módosítás hatását.

A lízingkötelezettséget újra kell értékelni, amennyiben a lízing futamideje megváltozott, vagy a vételi jog lehívásának értékelése megváltozott. Ilyenkor új implicit kamatlábat kell számolni és ezt kell alkalmazni a módosított, várható kifizetések hátralévő összegére, a hátralévő futamidő alatt.

### **3.5. Lízingbeadó elszámolásai**

A lízingbeadó tekintetében a régi – IAS 17-ben szereplő – számviteli elszámolási szabályok lényegében változatlan formában élnek tovább. A számviteli elszámolási szabályok tehát majdhogyan változatlanok.

#### *Kezdeti bekerülés – az ügylet minősítése*

A lízingbeadónak – a lízingbevevővel ellentétben – minősítenie kell az ügyletet aszerint, hogy azok pénzügyi lízingnek, vagy operatív lízingnek számítanak.

Azok a megállapodások, amelyek lényegében minden a tulajdonláshoz kapcsolódó kockázatot és hasznot átadnak az eszköz használójának, pénzügyi lízingként kell értékelni. Azok az ügyletek, amelyek nem adják át az eszköz tulajdonlásából eredő lényegileg összes hasznot és kockázatot operatív lízingként minősítendőek.

A standard az alábbi kritériumok bármelyikének való megfelelés esetén pénzügyi lízingnek minősíti az adott ügyletet a tulajdonjog átszállásától függetlenül:

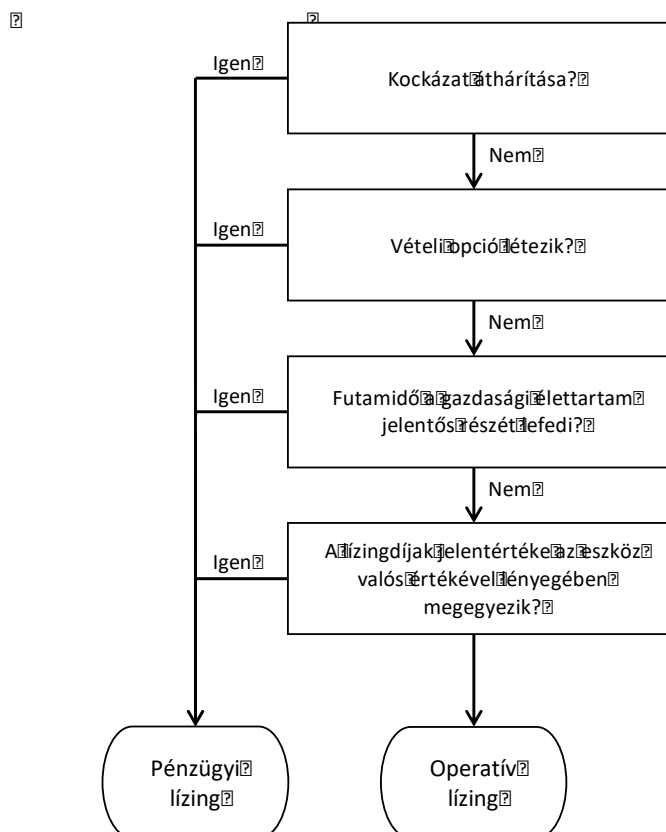
- a lízingügylet futamidejének végén az adott eszköz tulajdonjoga átkerül a lízingbevevőhöz;
- a lízingbevevő számára biztosított egy kedvező vételi opció; vagyis a lehívási ár a lízingszerződés megkötésének időpontjában annyira alacsony az opció gyakorlásának

időpontjában várható valós értékhez képest, hogy a lízingbevevő – a várakozásoknak megfelelően – élni fog a vételi jogával (ettől függetlenül még nem biztos, hogy ezzel ténylegesen élni is fog a lízingbevevő a futamidő végén);

- a lízing futamideje lefedi a lízingelt eszköz gazdasági élettartamának jelentős részét, még akkor is, ha a tulajdonjog nem száll át;
- a jövőbeni lízingtörlesztések jelenértéke a futamidő kezdetén lényegében megegyezik az eszköz valós piaci értékével;
- a lízingügylet tárgya egy olyan eszköz, mely annyira speciális jellegű, hogy lényegében csak a lízingbevevő számára jelent értéket, illetve hasznosítási lehetőséget.

Egyéb kritériumok, melyek szintén a pénzügyi lízingnek való minősítéshez vezethetnek (ezek kiegészítő jellegű kritériumok, az összes körülménnyel együttesen vizsgálандók):

- a lízingszerződés lejárat előtti felmondásából eredő veszteségeket a lízingbevevőnek kell viselni;
- a lízingelt eszköz maradványértéke és a futamidő lejáratkor érvényes valós piaci ár közötti nyereség vagy veszteség a lízingbevevő nyeresége, illetve vesztesége (azt rendeznie kell);
- megtérítenie a lízing futamidejének lejáratkor a lízingbevevőnek lehetősége van arra, hogy folytassa a lízinget, de már egy olyan lízingdíjért, amely jóval alacsonyabb a piacon alkalmazott bérleti díjknál.



Minden olyan lízingügylet, amely nem minősül pénzügyi lízingnek, operatív lízingnek minősítendő.

### *Pénzügyi lízing*

A pénzügyi lízingből fakadó követelést a lízingbeadónak

- kezdeti megjelenítéskor eszközként kell kimutatni,
- majd az alapul fekvő eszköz kivezetésével és az értékesítés eredményének elszámolásával egyidejűleg fel kell vennie követelésként (nettó lízingbefektetés);
- követelés értéke a lízing kezdetén a lízingfizetések diszkontált jelenértéke.

A lízingkövetelés értéke – lebontva az előbb ismertetetteket – a következőket tartalmazza a lízing kezdetekor:

- fix kifizetések (ideértve a lényegileg fix kifizetéseket is), csökkentve az ösztönzők összegével,
- azok a változó kifizetések, amelyek egy indextől vagy árfolyamtól függenek,
- a garantált maradványérték miatt fizetendő díjak várható értéke (maradványérték valós értékének várható változása miatt),
- a vételi opció ára, amennyiben a lízingbevevő kellő bizonyossággal várhatóan le fogja hívni az opciót,
- a lízing felmondása esetén fizetendő díj, abban az esetben, ha a lízing futamidejének számításakor a korai felmondást valószínűsítette a gazdálkodó;
- a lízingbeadó közvetlen költségeit (kivételekkel).

A megjelenített követelés kizárólag a tőke összegét tartalmazhatja, azaz a standard által meghatározott nettó lízingbefektetés összegét, amely már az időértékből származó későbbi kamatokat, egyéb „prémiumokat” nem. Vagyis alaphelyzetben ez a jövőbeli díjfizetések jelenértéke. A járó lízingfizetéseket (a pénzáramokat) a lízingbeadó tőketörlesztésként és pénzügyi bevételként kezeli. A befolyó törlesztés összegét meg kell bontani alapesetben:

- a diszkontált tőketörlesztés összegére,
- a kamatra, valamint
- az eredeti tőketörlesztés és a diszkontált tőketörlesztés különbségére; e két utóbbi elem a tárgyidőszaki eredmény javára, esetleg terhére kerül elszámolásra.

A lízingbeadónál a lízingkövetelés összegét, az időszakok között meg kell bontani rövid és hosszú lejáratú követelésekre. A lízingkövetelés esetén az időszak végi értékeléseknél meg kell vizsgálni, hogy a követelés értékvesztett-e; ha igen, akkor el kell számolni a szükséges csökkentést.

### *Az operatív lízing*

Az operatív lízingek olyan lízingügyletek, amelyek nem pénzügyi lízingnek minősülnek. Az operatív lízingek tehát olyan ügyletek, melyek a fentiekben meghatározott pénzügyi lízing minősítő kritériumainak nem feleltek meg. Egy lízingügyletet mindig az ügylet kezdetekor kell minősíteni. Amennyiben a felek változtatnak a szerződési feltételeken, melynek hatására egy korábbi pénzügyi lízing operatívvá, vagy egy operatív lízing pénzügyivé minősülne, akkor a szerződésmódosítás utáni időtartamra vonatkozóan az ügyletet új szerződésnek kell tekinteni, és annak megfelelően elszámolni.

Az operatív lízinget a lízingbeadónak

- a kapott lízingdíjakat a tárgyidőszaki eredmény javára kell lineárisan elszámolnia a lízing futamidejének megfelelően;
- ha létezik egy olyan megosztási alap, amely valószínűbb képet mutat a lízingelt eszköz hasznának időbeli eloszlására, akkor ezt az alapot kell figyelembe venni.

Mivel operatív lízing esetén az eszközhöz kapcsolódó kockázat és haszon lényegében nem kerül át a lízingbevevőhöz, így az eszköz továbbra is a lízingbeadó mérlegében marad, azaz az értékcsökkenési leírást továbbra is a lízingbeadó jeleníti meg ráfordításként.

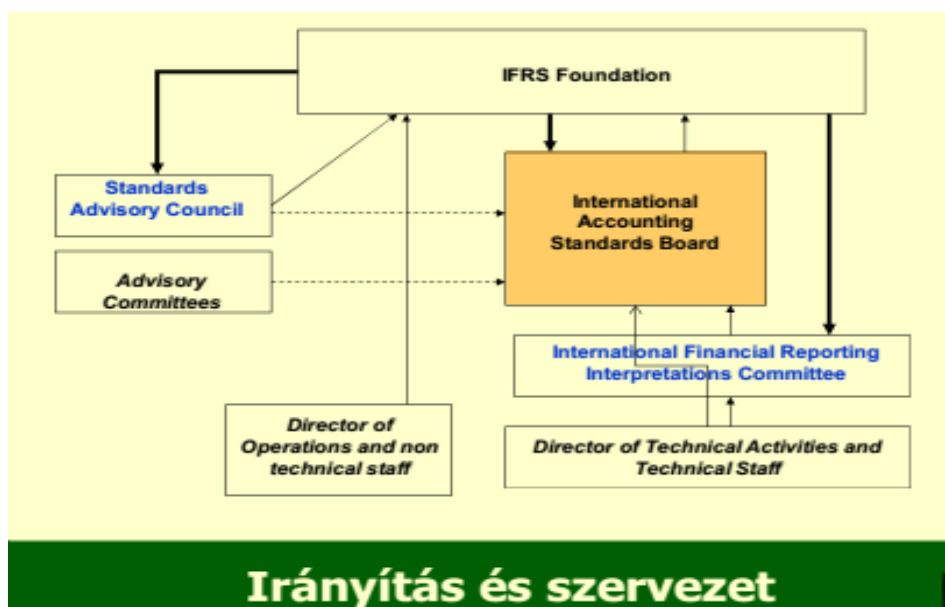
## 4. IFRS kialakulása, szervezeti felépítése

### 4.1. Rendszer felépítése, főbb mérőkövek

A nemzetközi számvitel igénye az 1900-as években felmerült, az addig országonként eltérő számvittel szemben egy egységes számvitel kialakítására. Az egységesítést szorgalmazta az:

- eltérő számviteli elvek egységesítése,
- konszolidációs törekvések nehézségekbe ütköznek,
- tőzsde felügyeleti szabályozások,
- többletköltségek összehasonlíthatóságának problémája miatt,
- befektetői érdekek.

A közös számviteli nyelv igényével 1973-ban létrehozták a jelentősebb standardalkotó szervezeteket: megalakult a Nemzetközi Számviteli Bizottság (IASB), illetve az USA-ban a FASB. Az IASB (székhelye Londonban) nemzetközi szabályrendszer kezdeti célja az alkalmazott legjobb gyakorlat összegyűjtése volt. Az FASB (székhelye Washingtonban) ugyancsak a legjobb számviteli gyakorlatokat kívánta összegyűjteni. Angolszász szervezetként mindkettő standard-okat hozott létre (1978).



**IFRS SME:** kis és középvállalkozások IFRS-e. Mindenki SME, aki nincs tőzsdén. A számukra létrehozott IFRS rövidítettebb verziójú. Jelenleg egyetlen országban sem kötelező alkalmazni.

#### **Standard aktualizálások**

- Éves folyamat, hogy a kevésbé sürgős, de szükségszerű módosításokat átvezessék.
- Minden év második felében adják ki a módosítások nyilvános tervezetét 90 napos visszajelzési időszakra.
- A végleges módosításokat a következő év második negyedében vezetik át és az év július elsejétől vagy az azt követő év január elsejétől lépnek hatályba.

### **Pillérek:**

Az IFRS-ek két kötelező érvényű elemből: a standardokból és az értelmezésekből, továbbá egy általános elveket tartalmazó elemből, a Keretelvekből áll.

Standardok: részletes szabályok az egyes beszámolási témákra

Értelmezések: a standardokhoz kapcsolódó, a gyakorlat által felvetett, standard szintű szabályozást nem igénylő kérdésekre adott válaszok

Keretelvek: a szabályok összhangját megalapozó módon a beszámolási célok, elvek, fogalmak, értékelési lehetőségek, tőkeszámlelet összefoglalása

<i>Keretelvek</i>	<i>Standardok (IAS/IFRS)</i>	<i>Értelmezések (SIC/IFRIC)</i>
A szabályokat megalapozó elvek, fogalmak	Beszámolási témákra részletesen kidolgozott szabályok	A gyakorlat által felvetett, standard szintű szabályozást nem igénylő kérdésekre adott válaszok.

Kiegészítés a tételhez: az IASB (Nemzetköz Számvitel Standard Testület) egy szakmai önszerveződés. Alapítványból van finanszírozva. Különböző tanácsok vannak, akik az új ötleteket, teszteléseket hajtják végre.

SIC: állandó értelmezési bizottság, aki a standardokat próbálja értelmezni (nem minden standardot értelmez, de van amihez többet is kiad, szintén számozásos technikával)

IFRIC: nemzetközi pénzügyi beszámolás értelmező bizottsága, 12 tagból és elnökből áll. A SIC alakult át IFRIC-é.

### **Számozások:**

IAS-el kezdődött a számozás amikor még IASC volt, aztán amikor IASB-vé alakult, IAS-ból IFRS-é vált a számozások megnevezésének eleje. IAS és IFRS van egymás mellett egyidejűleg, ennek oka, hogy nem minden IAS-t töröltek („frissítik”, amely után már nem kapja vissza az IAS nevet, hanem törlik és lesz helyette IFRS)

## **4.2. IFRS alkalmazása a világban és Magyarországon**

Kötelező az IFRS alkalmazása:

- ha a vállalatcsoport részvényeit az EU országainak tőzsdéjére bevezeti
- és a leányvállalatait a teljes konszolidálásba bevonja.
- bankok és pénzügyi intézmények számára.

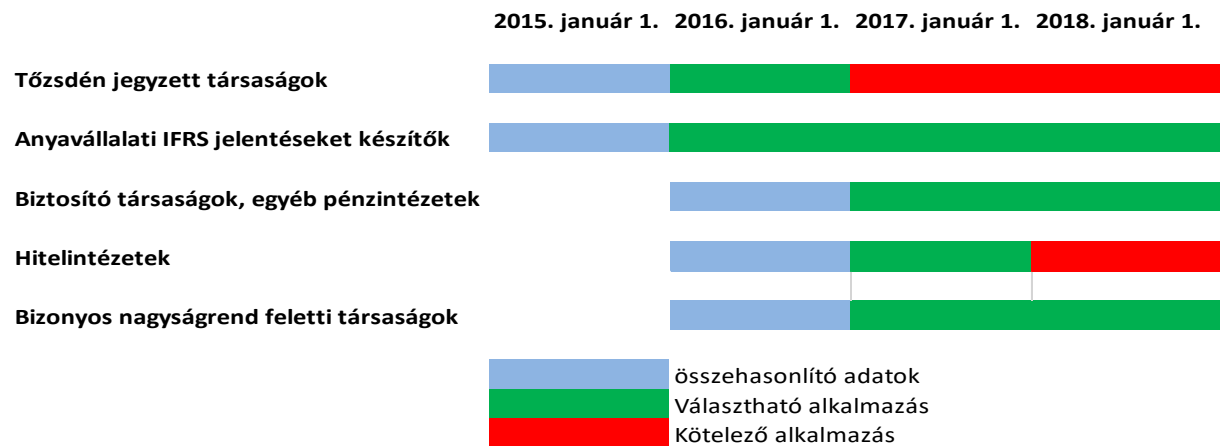
Napjainkban a világon két nagy számviteli rendszer létezik egymás mellett, amelyek többé-kevésbé eltérő szemléletben közelítik meg a beszámolási kötelezettséget:

- USA számviteli szabályozása, a US GAAP
- nemzetközi számviteli (új elnevezése: beszámoló-készítési) standardok és értelmezéseik, az IFRS (régiben IAS)

2001-ben EU javaslat született az IAS alkalmazásáról, illetve megalakult az IASB → a beszámolóra kell koncentrálni, nem pedig számvitel-technikai kérdéseket feszegetni IASB (innen kezdve IFRS-eket kezdett alkotni, nem IAS-eket; IAS=IFRS → az egyenlőség azért áll fenn, mert még nem töröltek el minden IAS-t). Az akkori IASB elnök kilobbizta az EU-nál,

hogyan az európai uniós tőzsdéi cégeknek kötelező legyen az IFRS alkalmazása a konszolidált beszámolókra a tőzsdén (2002-ben az EU javaslatot jóváhagyták, a 1606/2002-es EU rendelettel). Így ezeknél 2005.01.01-től kötelező lett az IFRS alkalmazás, azonban az EU 2007-ig átmeneti mentességet adott azoknak a társaságoknak, ahol a rendelethatályba lépése előtt már más, nemzetközileg elfogadott standardokat használtak.

### Magyarországi alkalmazás egyedi beszámolóra:



A Számviteli tv. 10§-a szerint, aki a 1606/2002/EK rendelet szerinti nemzetközi számviteli standardoknak megfelelően készíti el összevont (konszolidált) éves beszámolóját (magyar nyelven), az eleget tett a számviteli törvény szerinti beszámoló-készítési kötelezettségnek.

### 4.3. Konvergencia program

2000-ben konvergencia projekt: a két szervezet felvette a kapcsolatot egy közös nyelvre törekedve, amely folyamat még nem zárult le (vannak még olyan kérdések, amelyekben nem állapodtak meg).

Az üzleti igények, a 90-es években fellépett pénzügyi botrányok (pl. Arthur Andersen) felerősítette az igényt arra, hogy világszerte egységes szemléletű számviteli beszámolók készüljenek, első sorban a tőzsdén jegyzett vállalkozásokról.

A cégek lobbijának köszönhetően 2007-ben az amerikai tőzsde-felügyelet a külföldi (nem amerikai) értékpapír kibocsátóknak választási lehetőséget adott, hogy a beszámolóikat US GAAP vagy IFRS szerint tehetik közzé.

2009: az amerikai számvitelben alapvető változások történtek a keretjellegű számviteli rendszer könnyebb alkalmazásának érdekében. → érettebb, feldolgozhatóbb szabályozási környezet (IFRS felé közeledés vitathatóvá vált)

2008-ban elindították az US GAAP standardok, iránymutatások, alapelvek újrakodifikálását. (ASC) → áttekinthetőség elősegítése érdekében

#### A kodifikációról:

Az USA-ban számos standard alkotó testület létezik, ezért egyre nehezebben kezelhetővé váltak a standard halmazok, mivel ezek szétszórtan találhatók. 2008-ban a FASB bejelentette az US GAAP struktúra reformját (Accounting Standard Codification), melynek célja egyetlen egységes szerkezetben meghatározni az US GAAP hivatalos irodalmát. A reform nem módosította az US GAAP irodalmában érvényes számviteli elveket, hanem a hierarchiában megtalálható hivatkozásokat rendezte át egyetlen szerkezetbe. → megkönnyíti a hozzáférést,

kutatások pontosságán javít, csökkenti a nem megfelelés kockázatát, naprakész információval szolgál, IFRS konvergenciát támogatja

Mára az IASB egyre hangsúlyosabb folyással rendelkezik, több mint 120 ország feletti hatókörrel bír, hiszen ezen országok tőzsdéin kötelező az IFRS alkalmazása.

*Jövőre vonatkozóan:*

**US GAAP- IFRS kölcsönhatás:** a US GAAP szabályalkotás döntéshozatali folyamatában szerepel a konvergencia, illetve együttműködés tényezője más számviteli rendszerekkel, pl. az IFRS-el.