

# Pénzügytan alapjai

Demeter László

**SZÉCHENYI** 2020



MAGYARORSZÁG  
KORMÁNYA

Európai Unió  
Európai Szociális  
Alap



**BEFEKTETÉS A JÖVŐBE**

## MÉDLAINFORMATIKAI KIADVÁNYOK

# Pénzügytan alapjai

Demeter László



Líceum Kiadó  
Eger, 2015



Hungarian Online University – Ágazati informatikai együttműködés létrehozása az új típusú e-learning alapú képzések hazai és nemzetközi elterjesztésére

TÁMOP-4.1.1.C-12/KONYV-2012-0003

Nemzeti Fejlesztési Ügynökség  
www.ujszechenyiterv.gov.hu  
06 40 638 638



A projekt az Európai Unió támogatásával, az Európai Szociális Alap társfinanszírozásával valósul meg.

*Lektorálta:*

Hollóné dr. Kacsó Erzsébet

*Szerkesztette: Demeter László*

ISBN 978-615-5509-60-5

Felelős kiadó: dr. Kis-Tóth Lajos

Készült: az Eszterházy Károly Főiskola nyomdájában, Egerben

Vezető: Kérészy László

Műszaki szerkesztő: Nagy Sándorné

## Tartalom

<b>1.</b>	<b>Bevezetés</b>	<b>9</b>
1.1	<b>Célkitűzések, kompetenciák a tantárgy teljesítésének feltételei</b>	<b>9</b>
1.1.1	Célkitűzés	9
1.1.2	Kompetenciák	10
1.1.3	A tantárgy teljesítésének feltételei	11
1.2	<b>A kurzus tartalma</b>	<b>11</b>
1.3	<b>Tanulási tanácsok, tudnivalók</b>	<b>12</b>
<b>2.</b>	<b>Pénzügyi közvetítés, pénzügyi piacok</b>	<b>13</b>
2.1	<b>Célkitűzések és kompetenciák</b>	<b>13</b>
2.2	<b>Tananyag</b>	<b>14</b>
2.2.1	A pénzügyi piac fogalma és funkciói	14
2.2.2	A pénzügyi közvetítés működése és intézményei	16
2.2.3	A pénzügyi piacok típusai	19
2.2.4	Az értékpapír fogalma, típusai	21
2.3	<b>Összefoglalás, kérdések</b>	<b>23</b>
2.3.1	Összefoglalás	23
2.3.2	Önellenőrző kérdések	23
2.3.3	Gyakorló tesztek	24
<b>3.</b>	<b>Értékpapírok</b>	<b>27</b>
3.1	<b>Célkitűzések és kompetenciák</b>	<b>27</b>
3.2	<b>Tananyag</b>	<b>28</b>
3.2.1	A részvény	28
3.2.2	A kötvény	31
3.2.3	A befektetési jegy	37
3.2.4	A jelzáloglevél	43
3.2.5	A letéti jegy	44
3.2.6	A kockázati tőkealap-jegy	44
3.2.7	A közraktárjegy	44
3.2.8	A kárpótlási jegy	45
3.2.9	A váltó és a csekk	45
3.2.10	A certifikát	45
3.3	<b>Összefoglalás, kérdések</b>	<b>46</b>
3.3.1	Összefoglalás	46
3.3.2	Önellenőrző kérdések	46
3.3.3	Gyakorló tesztek	47

<b>4.</b>	<b><i>Tőzsdei alapismeretek</i></b>	<b>50</b>
4.1	<b>Célkitűzések és kompetenciák</b>	<b>50</b>
4.2	<b>Tananyag</b>	<b>51</b>
4.2.1	A tőzsde története, fejlődése	52
4.2.2	Az ügyletek típusai	54
4.2.3	A tőzsdei megbízás folyamata	63
4.2.4	A tőzsdei indexek	64
4.3	<b>Összefoglalás, kérdések</b>	<b>66</b>
4.3.1	Összefoglalás	66
4.3.2	Önellenőrző kérdések	66
4.3.3	Gyakorló tesztek	67
<b>5.</b>	<b><i>Pénz, pénzteremtés</i></b>	<b>70</b>
5.1	<b>Célkitűzések és kompetenciák</b>	<b>70</b>
5.2	<b>Tananyag</b>	<b>71</b>
5.2.1	A pénz fogalma	71
5.2.2	Pénz kínálat és pénzkereslet	74
5.2.3	Az infláció	75
5.3	<b>Összefoglalás, kérdések</b>	<b>80</b>
5.3.1	Összefoglalás	80
5.3.2	Önellenőrző kérdések	80
5.3.3	Gyakorló tesztek	80
<b>6.</b>	<b><i>Monetáris politika és eszköztára</i></b>	<b>84</b>
6.1	<b>Célkitűzések és kompetenciák</b>	<b>84</b>
6.2	<b>Tananyag</b>	<b>85</b>
6.2.1	A monetáris politika	85
6.2.2	A Magyar Nemzeti Bank (MNB) működése	90
6.2.3	A MNB stratégiája és eszközei	94
6.3	<b>Összefoglalás, kérdések</b>	<b>99</b>
6.3.1	Összefoglalás	99
6.3.2	Önellenőrző kérdések	100
6.3.3	Gyakorló tesztek	100
<b>7.</b>	<b><i>Bankrendszer és intézményei</i></b>	<b>103</b>
7.1	<b>Célkitűzések és kompetenciák</b>	<b>103</b>
7.2	<b>Tananyag</b>	<b>104</b>
7.2.1	A pénzügyi intézményi rendszer Magyarországon	104
7.2.2	Felügyeleti kontroll	106

7.2.3	A pénzügyi intézmények működését támogató intézmények	107
7.2.4	Hitelintézeti alapok és kockázatok	112
7.2.5	A hitelintézetek prudens működésének szabályozása	113
<b>7.3</b>	<b>Összefoglalás, kérdések</b>	<b>117</b>
7.3.1	Összefoglalás	117
7.3.2	Önellenőrző kérdések	117
7.3.3	Gyakorló tesztek	118
<b>8.</b>	<b><i>Bankügyletek</i></b>	<b>121</b>
<b>8.1</b>	<b>Célkitűzések és kompetenciák</b>	<b>121</b>
<b>8.2</b>	<b>Tananyag</b>	<b>122</b>
8.2.1	Passzív bankügyletek	122
8.2.2	Aktív bankügyletek	126
8.2.3	Semleges bankügyletek	134
<b>8.3</b>	<b>Összefoglalás, kérdések</b>	<b>138</b>
8.3.1	Összefoglalás	138
8.3.2	Önellenőrző kérdések	139
8.3.3	Gyakorló tesztek	139
<b>9.</b>	<b><i>Nemzetközi pénzügyek</i></b>	<b>144</b>
<b>9.1</b>	<b>Célkitűzések és kompetenciák</b>	<b>144</b>
<b>9.2</b>	<b>Tananyag</b>	<b>145</b>
9.2.1	A fizetési mérleg	145
9.2.2	Valuta, deviza, árfolyamok	148
9.2.3	A nemzetközi pénzügyi rendszer története	151
9.2.4	Nemzetközi pénzügyi intézmények	153
<b>9.3</b>	<b>Összefoglalás, kérdések</b>	<b>156</b>
9.3.1	Összefoglalás	156
9.3.2	Önellenőrző kérdések	156
9.3.3	Gyakorló tesztek	156
<b>10.</b>	<b><i>Gazdasági és pénzügyi integráció Európában</i></b>	<b>159</b>
<b>10.1</b>	<b>Célkitűzések és kompetenciák</b>	<b>159</b>
<b>10.2</b>	<b>Tananyag</b>	<b>160</b>
10.2.1	A gazdasági integráció és típusai	160
10.2.2	Az európai gazdasági integráció története	161
10.2.3	A gazdasági és monetáris unió működése	170
<b>10.3</b>	<b>Összefoglalás, kérdések</b>	<b>175</b>
10.3.1	Összefoglalás	175

10.3.2	Önellenőrző kérdések	176
10.3.3	Gyakorló tesztek	176
<b>11.</b>	<b>Gazdaságpolitika, pénzügyi politika</b>	<b>180</b>
11.1	Célkitűzések és kompetenciák	180
11.2	Tananyag	181
11.2.1	A gazdaságpolitika fogalma	181
11.2.2	Költségvetési (fiskális) politika	182
11.2.3	Monetáris politika	185
11.2.4	Devizapolitika	185
11.3	Összefoglalás, kérdések	192
11.3.1	Összefoglalás	192
11.3.2	Önellenőrző kérdések	192
11.3.3	Gyakorló tesztek	192
<b>12.</b>	<b>Közpénzügyi alapok</b>	<b>196</b>
12.1	Célkitűzések és kompetenciák	196
12.2	Tananyag	197
12.2.1	Az államháztartás rendszere	197
12.2.2	Az államháztartás bevételei	199
12.2.3	Az államháztartás kiadásai	201
12.2.4	Az államháztartás egyenlege és az államadósság	202
12.3	Összefoglalás, kérdések	207
12.3.1	Összefoglalás	207
12.3.2	Önellenőrző kérdések	207
12.3.3	Gyakorló tesztek	208
<b>13.</b>	<b>Összefoglalás</b>	<b>212</b>
13.1	Tartalmi összefoglalás	212
13.2	Zárás	213
<b>14.</b>	<b>Kiegészítések</b>	<b>215</b>
14.1	Irodalomjegyzék	215
14.2	Médiaelemek összesítése	220
14.2.1	Táblázatjegyzék	220
14.2.2	Ábrajegyzék	220
14.2.3	Külső URL hivatkozások	223



## 1. BEVEZETÉS

### 1.1 CÉLKITŰZÉSEK, KOMPETENCIÁK A TANTÁRGY TELJESÍTÉSÉNEK FELTÉTELEI

#### 1.1.1 Célkitűzés

A pénzügyi bevezető (alapozó) kurzus célja az alapvető pénzügyi fogalmak és összefüggések, a leggyakoribb eljárások megismertetése a hallgatókkal, hozzájárulva a pénzügyi folyamatok megértéséhez, elemzéséhez, a rendszerszemléletű gondolkodás elsajátításához. A téma rendkívül komplex: a pénzügyi piacok működésétől, a bankrendszeren, a nemzetközi pénzügyeken át, a gazdaságpolitika és az állam pénzgazdálkodásig terjed, éppen ezért az egyes területek a képzés jellegétől függően külön kötelező, vagy esetleg választható tanegységek is lehetnek. A tanegység megalapozza a pénzügyek mélyebb tanulmányozását és hozzájárul más szakmai anyagok pénzügyi vonatkozásainak felismeréséhez, elsajátításához is, erősítve a hallgató áttekintő és következtetési képességét.

A Pénzügytan alapjai tanegység keretében a hallgató megismeri és elsajátítja

- a pénzügyi alapfogalmakat és a speciális szakmai szókincset;
- a pénzügy piacok működését, annak funkcióit, a közvetítés folyamatának fő típusait;
- az értékpapír fogalmát, és az egyes értékpapírok jellemzőit;
- a tőzsde világával kapcsolatos alapfogalmakat, az ügyletek típusait, és a tőzsdei ügyletkötés folyamatának főbb lépéseit;
- a pénzteremtés módozatait, az infláció fogalmát és a mérési eszköztárának elemeit;
- a monetáris politika működésének és eszközeinek elméleti alapjait és hazai gyakorlatát;
- a bankrendszer intézményeit és az őket támogató szervezeteket;
- a hitelintézeti ügyleteket, a fizetési rendszerek működésének alapelveit;
- a nemzetközi pénzügyek alapösszefüggéseit és a nemzetközi pénzügyi rendszer fejlődésének aspektusait;
- az gazdasági és pénzügyi integráció európai folyamatának lépéseit, annak jelenlegi működését;
- a gazdaságpolitika alapfogalmait, fő területeit;

- az államháztartás és alrendszerei működésének jellemzőit.

### **1.1.2 Kompetenciák**

A Pénzügytan alapjai tanegység képzési céljainak eléréshez tematikusan különböző kompetenciák elsajátítása szükséges. A hallgató:

- ismerje és pontosan használni is tudja a pénzügyi alapfogalmakat;
- ismerje a pénzügy piacok funkcióit, a közvetítés folyamatát;
- legyen képes bemutatni az egyes értékpapírok, kiemelten a részvény, a kötvény és a befektetési jegy jellemzőit;
- sajátítsa el a tőzsdei alapfogalmakat, az ügyletek egyes típusainak jellemzőit;
- legyen képes egy tőzsdei ügyletkötés folyamatának főbb lépéseit bemutatni;
- ismerje a jegybanki pénzteremtés módozatait, és a kereskedelmi bankok aktív, passzív és multiplikatív számlapénz teremtésének folyamatát;
- az infláció fogalmát és a mérésre szolgáló főbb hazai árindexeket;
- sajátítsa el a monetáris politika alapfogalmait, eszközeinek jellemzőit;
- ismerje a közvetlen inflációs célkövetés rendszerének jellemzőit és alapelveit, illetve a Magy Nemzeti Bank eszköztárának főbb elemeit;
- legyen képes értelmezni és jellemezni a pénzügyi intézmények típusait, a felügyelet, a szanálási alap, a hitelinformációs rendszer és a betétbiztosítás és befektető-védelem funkcióit, jellemzőit;
- ismerje a prudens működés szabályozásának fő nemzetközi és hazai elemeit;
- sajátítsa el a bankügyletek jellemzőit; a betétgyűjtés sajátosságait, illetve a hitelek típusait és a hitelezés folyamatát;
- ismerje a fizetési módok főbb csoportjait és típusait, a hazai fizetési rendszer fő elemeit;
- sajátítsa el a nemzetközi pénzügyek alapösszefüggéseit, történetének szakaszait és jelenlegi intézményeinek jellemzőit;
- ismerje a gazdasági és pénzügyi integráció európai folyamatát, az egységes monetáris politika működését;
- sajátítsa el a gazdaságpolitika alapfogalmait;

- ismerje az államháztartás alrendszerének működését, az államháztartás bevételeinek és kiadásainak főbb csoportjait, az államháztartás egyenlegének és az államadósságnak alapfogalmait;

### **1.1.3 A tantárgy teljesítésének feltételei**

A Pénzügytan alapjai tanegység teljesítésének feltétele, hogy a hallgató:

- ismeri a pénzügyi alapfogalmakat;
- átlátja a pénzügyi közvetítés folyamatát;
- tudja az egyes értékpapírok jellemzőit;
- ismeri a tőzsdei alapfogalmakat, az ügyletek egyes típusait, a tőzsdei ügyletkötés folyamatának főbb lépéseit, illetve a meghatározó tőzsdei indexeket;
- átlátja a jegybank és a kereskedelmi bankok pénzteremtés folyamatát;
- érti az infláció fogalmát és a mérésre szolgáló árindexek közötti különbségeket;
- ismeri a monetáris politika alapfogalmait, célkitűzéseit és eszköztára elemeinek jellemzőit;
- érti a közvetlen inflációs célkövetés rendszerének működését;
- ismeri a pénzügyi intézményrendszer fő elemeit;
- átlátja a hitelintézetek gazdálkodásának alapelveit és kockázatait, a prudens működés szabályozásának elemeit;
- ismeri a bankügyletek jellemzőit;
- érti a nemzetközi pénzügyi alapfogalmakat;
- ismeri az európai gazdasági és pénzügyi integráció legfontosabb történéseit, jelen működésének jellemzőit;
- érti a gazdaságpolitika és részterületeinek alapfogalmait;
- átlátja az államháztartás alrendszerének működését;
- ismeri az államháztartás bevételeinek és kiadásainak módzatait, egyenlegének mérési lehetőségeit.

## **1.2 A KURZUS TARTALMA**

A tananyag négy, egymásra jól építkező modulból áll. Az első modul a pénzügyi piacok működését mutatja be, kitérve a közvetítés folyamatára, a közvetítés eszközeinek, az értékpapíroknak a vizsgálatára, és a tőzsde működésére. A második modul keretében a pénz fogalmának és terem-

tésének vizsgálatát követően a jegybank és a bankrendszer tevékenysége áll a középpontban. A harmadik modul a nemzetközi pénzügyi rendszer alapfogalmait és fejlődését mutatja be, kiemelve az európai gazdasági és pénzügyi integráció folyamatát. A negyedik modul pedig a gazdaságpolitika alapjaival, és kiemelten a fiskális és a devizapolitika működésével foglalkozik.

A tananyag végén található kiegészítés részben a forrásmunkák (irodalmak), valamint az ábrák, táblázatok és médiaelemek (hang, animáció és videó) összesítése van feltüntetve. Az utolsó fejezetben a tananyag elsajátítását segítő tesztek kaptak helyet, melyekkel felmérhető, hogy mennyire sikerült elsajátítani a pénzügyi alapismereteket.

### **1.3 TANULÁSI TANÁCSOK, TUDNIVALÓK**

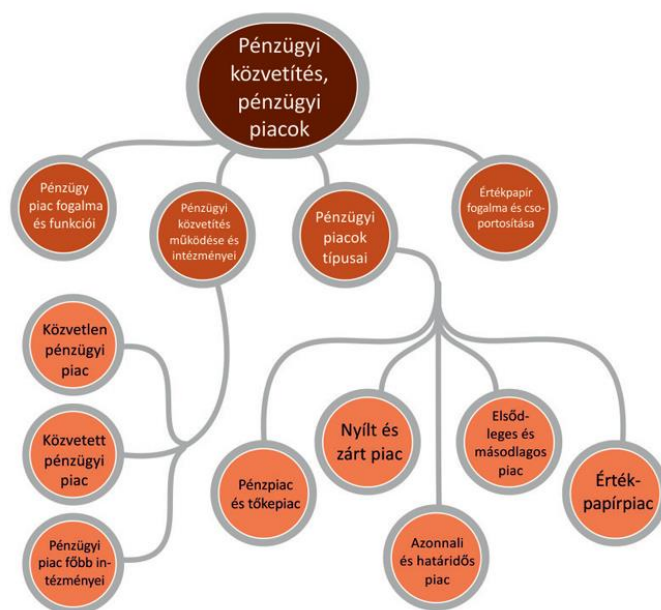
A leckék elején gondolattérkép segíti a tananyagban való eligazodást és megkönnyíti átlátni a strukturált módszertani eszköztárakat. A fejezetek végén önellenőrző kérdések és gyakorló feladatok vannak, melyek hozzájárulnak a tananyag hatékony elsajátításához és a tárgy sikeres teljesítéséhez.

## 2. PÉNZÜGYI KÖZVETÍTÉS, PÉNZÜGYI PIACOK

### 2.1 CÉLKITŰZÉSEK ÉS KOMPETENCIÁK

A pénzügyi piacok tevékenysége minden gazdasági szereplőre hatással van, zavarok esetén – ahogy azt történt 2008 őszén is – igen erős következményeket kifejtve a gazdaság működésére. Egy olajozottan működő pénzügyi piac tehát elengedhetetlen feltétele egy jól működő gazdaságnak. A pénzügyi piac komplexitása révén folyamatosan hatással van a pénzügyi döntésekre, a kiemelkedően sok eladó és vevő által generált szándékokat és tranzakciókat sokszor egy-egy információba (pl. árfolyam) sűrítve.

A lecke célja, hogy bemutassa a pénzügyi piacok működését, annak funkcióit, a közvetítés folyamatának két fő típusát, és a pénzügyi piac főbb intézményeit. A hallgató tudja csoportosítani és jellemezni a pénzügyi piacot különböző szempontok alapján. Ismerje az értékpapír fogalmát, és tudja csoportosítani és jellemezni azt különböző ismérvek szerint.



1. ábra: Pénzügyi közvetítés, pénzügyi piacok lecke struktúrája

forrás: saját szerkesztés

## 2.2 TANANYAG

### 2.2.1 A pénzügyi piac fogalma és funkciói

A **pénzügyi piac** fogalma nehezen és rendkívül komplexen definiálható: a pénz és az arra szóló követelések, azaz a pénzügyi instrumentumok cseréjének helyszíne, a csere közvetítésében szerepet játszó szereplők, pénzügyi eszközök, mechanizmusok, valamint törvények, szabályozók és szokásjogok összessége. Működésének lényegét leginkább az **elsődleges feladata** alapján jellemezhetjük, ami a gazdaságban keletkező szabad pénzeszközök eljuttatását jelenti annak felhasználóihoz.

A gazdasági szereplőket pénzügyi helyzetük alapján a pénzügyi piac működése szempontjából két csoportra oszthatjuk:

- a **megtakarítók** adott időszakra vonatkozó bevételei meghaladják az időszak kiadásait, azaz többlettel (más néven szufficittel) rendelkeznek;
- a **felhasználók** adott időszakra vonatkozó bevételei kisebbek az időszak kiadásainál, azaz hiánnyal (más néven deficittel) rendelkeznek.

Egy deficités szereplő előtt az egyensúlyra (bevétel egyenlő a kiadásokkal) törekedvén három lehetőség adódik:

- csökkenti a kiadásait;
- egy korábbi, szufficites időszakban megvásárolt kötelezettségvállalást pénzért értékesíti; illetve
- pénzt szereznek kötelezettségvállalás eladásával (pl. kölcsönt vesz fel).

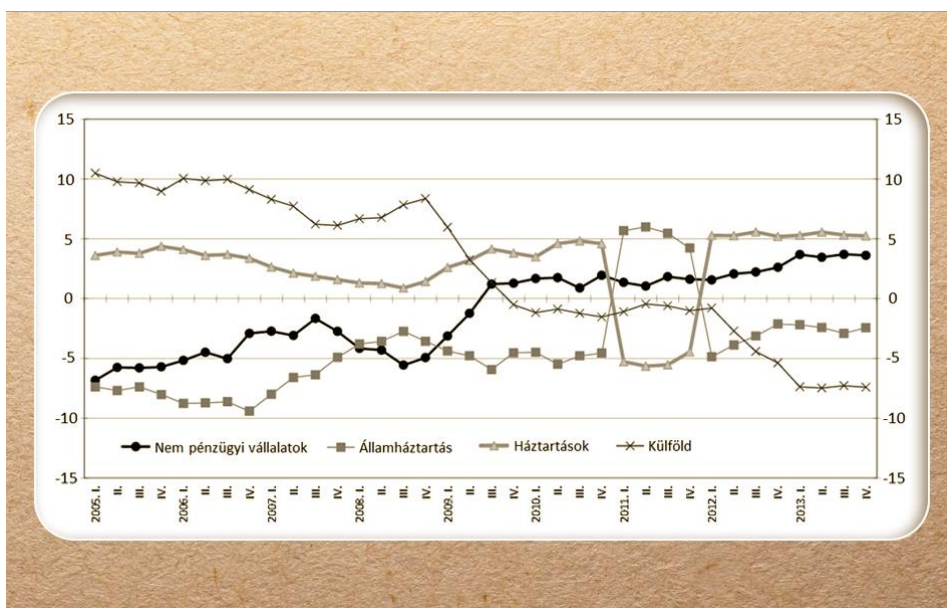
Egy szufficites, könnyebb helyzetben lévő gazdasági szereplő előtt az egyensúly eléréshez szintén három lehetőség adódik:

- növeli a kiadásait (mint legegyszerűbb lehetőség);
- egy korábbi, deficités időszakban kibocsátott kötelezettségvállalását pénzért visszavásárolja; illetve
- pénzét kölcsönadja egy deficités szereplőnek valamilyen kötelezettségvállalás vásárlásával (pl. kölcsön ad).

A pénzügyi piacoknak fontos funkciója tehát a megtakarítók és a felhasználók között végbemenő pénzügyi közvetítés. Ugyanakkor, egy, a gazdasági rendszert leíró négy szereplős (vállalatok, háztartások, állam és külföld) makrogazdasági modell működése tekintetében a pénzügyi piacok nem csak a négy jövedelemtulajdonosi csoport pozitív és negatív jövedelemegyenlegei közötti átcsoportosításban játszanak kulcsszerepet, hanem egy csoport szereplői között is. (pl. egy magánszemély (háztar-

tás) bankbetétjét (megtakarítását) felhasználva finanszírozhatják egy másik magánszemély hitelfelvételét.)

Általánosságban a háztartások összességében szufficites szereplők, az államok pénzügyi helyzete nagyrészt deficités, a vállalkozások egyenlege pedig működésükből fakadólag (a gazdasági helyzet függvényében) deficités. Aggregált szinten ugyanakkor a főbb gazdasági szereplők jövedelemegyenlegeinek összege definíciószerűen zérus: azaz egy szereplő deficitjét más szereplő(k) megtakarítása(i) kell, hogy finanszírozza. Ahogy az ábra is mutatja, a 2000-es évek közepén a vállalatok és az állam deficitjét a háztartások viszonylag csekély megtakarítása miatt külföld finanszírozta.



2. ábra: A fő gazdasági szektorok jövedelemegyenlegének alakulása a GDP százalékában<sup>1</sup>

forrás: MNB, 2014, 4. o.

A közvetítések ugyanakkor fontos jellemzője az időbeliség is: a megtakarító jelenben rendelkezésre álló pénzt cserélné jövőbeni pénzre; illetve a felhasználó pedig jövőbeni pénzt (pl. egy beruházásból képződő

<sup>1</sup> Az áttekinthetőség érdekében a pénzügyi vállalatok és a háztartásokat segítő nonprofit intézmények (finanszírozási képességük értéke általában nulla közelében mozog) nem szerepelnek az ábrán.

nyereség) cserélne jelenbeli pénzre. Ennek alapján a pénzügyi piac különböző időpontokban megjelenő pénzek cseréjének helyszínéeként is definiálható. (Emiatt fontos a pénzügyi döntések terén a különböző időpontban esedékes pénzáramok összevetése, jelen- és jövőérték számítás segítségével, ami nem képezi jelen alapozó pénzügyi tanegység tartalmát.<sup>2)</sup>

A közvetítésnek összességében hat funkcióját lehet megkülönböztetni<sup>3)</sup>:

- fizetési és elszámolási forgalom bonyolítása, és rendszereinek működtetése (mint legrégebbi funkció);
- a jellemzően kis összegű források összegyűjtése és újrafelosztása;
- erőforrások átcsoportosítása időben és térben a különböző gazdasági szereplők között;
- kockázatkezelés és –megosztás;
- információfeldolgozás és –szolgáltatás a megtakarítók számára;
- ösztönzési problémák áthidalása.

A pénzügyi közvetítésnek történelmileg két fő típusát lehet kiemelni:

- banki alapú rendszerek, amelyek esetén a közvetítésben a bankok szerepe a meghatározó (pl. Németország, Japán);
- piaci alapú rendszerek, amelyek esetén a közvetítésben az intézményi befektetők, az értékpapírpiacok szerepe a meghatározó, (pl. USA, Anglia).

### 2.2.2 A pénzügyi közvetítés működése és intézményei

Amennyiben a megtakarítók és a felhasználók igényei a pénzügyi piacon a főbb paraméterek (pl. lejárat, a kamat stb.) tekintetében megegyeznek, akkor **közvetlen pénzügyi piacról** beszélünk. Ez esetben a megtakarító és a felhasználó közvetlen kapcsolatba kerülnek, a megtakarításért cserébe változatlan formában jár a felhasználó által kibocsátott, jövőbeni pénzt biztosító kötelezvény (elsődleges értékpapír). Az összehasonlításuk elősegítését segíthetik, illetve gyorsíthatják technikai közvetítők, ügynökök (dealerek, brókerek) is.

---

<sup>2</sup> Az időérték alapú számítások további pénzügyi (Vállalati pénzügyek, Pénzügyi számítások stb.) tanegységek részei, de néhány hazai intézményben már a pénzügyi alapokat bemutató tanegységek is magukba foglalják.

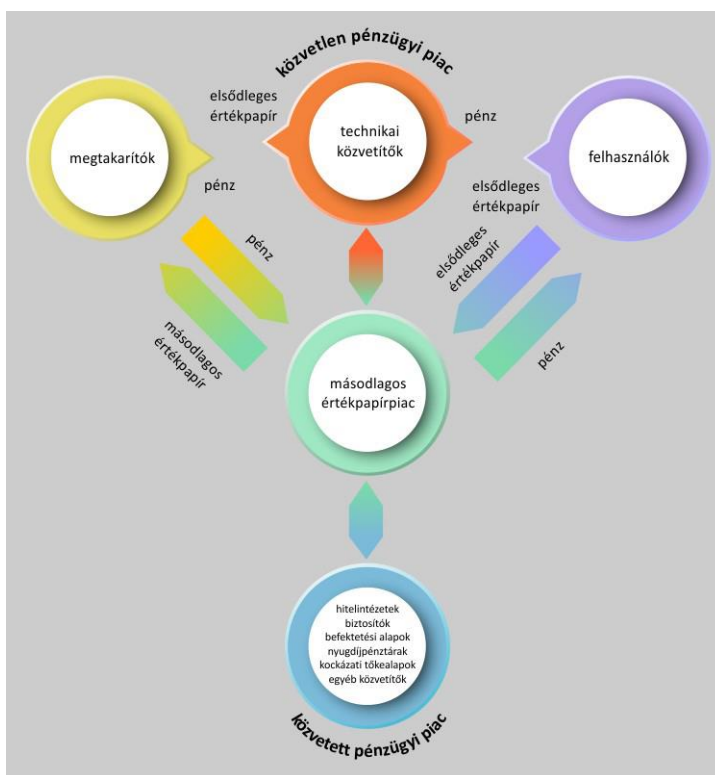
<sup>3</sup> ERDŐS MIHÁLY –MÉRŐ KATALIN: *Pénzügyi közvetítő intézmények – Bankok és intézményi befektetők*. Akadémiai Kiadó, 2010.



A megtakarító szempontjából hatékonyabb közvetítési technika lehetne, hiszen ez esetben a közvetítő intézmények okozta költségek megspórolhatóak lennének. Ennek ellenére közvetlen finanszírozás kevésbé jellemző, az alábbi problémák miatt:

- **névérték eltérése**, azaz a megtakarítások átlagosan alacsonyabb összegek (százvezrek, esetleg milliók), míg a felhasználók által indított beruházások sokkalta nagyobbak (akár több milliárdos projektek), és így egy beruházást több száz, vagy ezer megtakarítóval egyenként megkötött szerződést követően lehetne finanszírozni;
- **lejárat eltérése**, azaz a megtakarítások átlagos futamideje jellemzően rövid, esetleg középtávú, ezzel szemben a felhasználó beruházásai jellemzően hosszú távra szólnak, emiatt pedig azt futamideje alatt többször újra kellene finanszírozni (pl. egy húsz éves beruházást átlagosan két éves futamidejű megtakarítások esetén összesen tízszer);
- **csőd és egyéb kockázatok**, azaz amennyiben a felhasználó nem vagy csak részben teljesít, annak kockázatát a megtakarító vállalja.

A nehézségek mellett a közvetlen finanszírozás csökkentheti a gazdaság hatékonyságát is, hiszen az alacsony összegű, rövidtávú megtakarítások így nem tudnának beruházássá alakulni, kihasználatlanok maradnának.



3. ábra: A pénzügyi közvetítés főbb típusai

forrás: saját szerkesztés

**Közvetett** (vagy más néven közvetítői) **pénzügyi piac** esetén a pénzügyi közvetítők közbenső kereslettel illetve kínálattal lépnek fel: a megtakarításokat először egy közbeeső intézmény összegyűjti másodlagos értékpapírért cserébe, aztán az összegyűjtött forrásokat a felhasználók összegre, lejáratra, kockázatra és likviditásra vonatkozó igényei alapján továbbítja, elsődleges értékpapírért cserébe. Így a közvetítés folyamatában a közvetlen pénzügyi piac problémáira megoldást nyújtanak:

- *összegyűjtik a szétszórt megtakarításokat*, és így képesek akár jelentős összegű forrást is biztosítani a felhasználók igényei alapján;
- *transzformálják a lejáratokat*, azaz a rövid futamidejű megtakarításokból hosszú lejáratú forrásokat biztosítanak (lásd pl. bankok esetén, 15-20 éves lakáshitelek éven belüli betétekkel való finanszírozása);

- *csökkentik a tranzakciós költségeket* azáltal, hogy az információk koncentráálásával (és így egy felhasználónak több száz szerződés helyett csak egyet kell megkötnie);
- *terítik az egyes ügyletek kockázatait*, mert sok megtakarítót állítanak egymással szembe sok felhasználóval.

A közvetítők költségei és nyeresége persze a megtakarítót és a felhasználót terhelik, ennek ellenére a terhek ellentételezik a közvetlen pénzügyi piac során bemutatott konfliktusokat. Ennek ellenére a 2000-es években erősödött a **dezintermediáció**, azaz a pénzügyi közvetítőrendszer kikerülése érdekében a megtakarítók közvetítő igénybe vétele nélkül, közvetlenül helyezik ki megtakarításaikat a felhasználók irányába.

A közvetett finanszírozás esetén a közvetítőknek két nagy csoportját lehet megkülönböztetni:

- a monetáris közvetítők olyan intézmények, amelyek fontos szerepet játszanak a pénzteremtés folyamatában és a pénzforgalom lebonyolításában;
- a nem monetáris közvetítők, amelyek forrásszerzése eltér a bankokétól, továbbá lehetnek bankszerű (pl. jelzálogbank) és nem bank jellegű intézmények (pl. biztosítók, befektetési alapok).

A hazai pénzügyi piac főbb intézményei tevékenységük alapján:

- hitelintézetek (illetve pénzügyi intézmények, bővebben lásd 7. lecke);
- biztosítók, amelyek az előre nem látható, de véletlenszerűen bekövetkező események anyagi követelményei (kárai) elleni védelmet teszik lehetővé;
- befektetési alapok, amelyek egy befektetési alapkezelő által működtetett vagyontömegekként értelmezhetőek (bővebben lásd 3. lecke);
- nyugdíjpénztárak, amelyek lehetőséget teremtenek tagjaik számára, az aktív éveik alatt, annak jövedelméből való előtakarékoskodást a nyugdíjas évekre;
- kockázati tőkealapok, amelyek egy alapkezelő által működtetett vagyontömegekként kisebb vállalkozásokba történő kihelyezést és finanszírozást tesznek lehetővé.

### 2.2.3 A pénzügyi piacok típusai

**A pénzügyi eszközök lejárata és tartalma alapján megkülönböztünk pénzpiacot és tőkepiacot.** A klasszikus felfogás szerint a pénzpiac az éven belüli lejáratú eszközök, míg a tőkepiac az éven túli eszközök cseréjének színhelye. Ugyanakkor az elmúlt évtizedekben megjelent

pénzügyi innovációk következtében ma már más szempontból teszünk különbséget:

- a pénzpiac felhasználói átmeneti likviditáshiányuk feloldására keresnek megoldást, a megtakarítói az átmenetileg többletlikviditással rendelkező szereplők, a közvetítők pedig tipikusan a bankok (legelterjedtebb eszközei a váltók, kincstárjegyek);
- a tőkepiac a hosszú távú beruházások finanszírozását szolgálja (legelterjedtebb eszközei a kötvények, részvények és jelzáloglevelek).

Mivel a pénzpiacon végrehajtott tranzakciók jellemzően nagy összegek mozgását jelentik, ezért azt „nagybani” piacnak is szokás nevezni.

**A kibocsátás alapján megkülönböztetünk nyílt és zárt piacot.** Előbbi esetében a pénzügyi eszközök értékesítése nyilvános kibocsátással történik, azaz a részvétel bárki számára lehetséges (a befektetők köre így előre nem ismert), ugyanakkor a felhasználónak a befektetők folyamatos tájékoztatása és a tartalmi (formai) kellékek követelményei miatt szigorú szabályzati előírásoknak kell megfelelnie. Ezzel szemben a zárt piacon a felhasználó előre meghatározott (jellemzően ismert, célszerűen kiválasztott) megtakarítókkal köt szerződést.

**A piac funkciója alapján megkülönböztetünk elsődleges és másodlagos piacot:**

- előbbinél a pénzügyi termék közvetlenül a felhasználótól, tehát a kibocsátás során kerül a megtakarítóhoz;
- utóbbinál pedig közvetítéssel, azaz olyan befektetőtől, aki korábban jutott hozzá.

A másodlagos piac tehát a már korábban kibocsátott értékpapírok folyamatos adásvételének lehetőségét teremti meg oly módon, hogy csak a befektető személye változik meg, de ez nem érinti a kibocsátót. Alapvető funkciói:

- biztosítsa a megtakarítások likviditását;
- összehangolja a különböző lejáratú megtakarításokat és befektetéseket; illetve
- folyamatosan információt szolgáltatson mind a kibocsátó számára (pl. árfolyam alakulása, forgalom), mind a befektető számára (pl. a papírok brókercégek által történő értékelése).

**Az ügyletek esedékessége alapján azonnali és határidős piacot különböztetünk meg:** amíg az azonnali piacon a szerződéskötéssel egyidejűleg megtörténik a teljesítés is, addig a határidős piacon a szerződéskötéstől időben külön válik a teljesítés. (bővebben lásd 3. lecke)

Az eddig említett szempontok mellett a pénzügyi piacok számos más módon is csoportosíthatók:

- kibocsátók szerint (állampapír, vállalati kötvény, önkormányzati kötvény, részvény), vagy akár
- földrajzi térségek és/vagy gazdasági fejlettség szerint (lásd pl. fejlődő piacok (emerging market)).

A **pénzügyi eszköz jellege alapján kiemelhető az értékpapírpiac**, mint az értékpapírok adásvételének a helyszíne. Az értékpapírpiac része mind a pénzpiacnak (pl. kincstárjegy), mind a tőkepiacnak (pl. államkötvény), de vannak olyan értékpapírok is, amelyek nem részei a pénzügyi piacnak (pl. közraktárjegy), és emiatt az értékpapírpiac fogalma tágabb a pénzügyi piaccal. Ugyanakkor szűkebb is, mert a pénzügyi piac mindkét részének (mind a pénzpiacnak, mind a tőkepiacnak) vannak olyan eszközei, melyek nem minősülnek értékpapírnak (pl. bankbetét). Mivel az értékpapírpiac a pénzügyi piac része is, ezért az értékpapírpiac esetén is van nyílt és zárt, elsődleges és másodlagos, valamint azonnali és határidős értékpapírpiac.

#### 2.2.4 Az értékpapír fogalma, típusai

**Az értékpapír tehát a pénzügyi közvetítés eszköze**, és különböző időpontbeli pénzek cseréjét testesíti meg: az értékpapír vevője jelenben rendelkezésre álló megtakarítását engedi át az értékpapír eladójának (kibocsátójának) jövőbeni pénzért cserébe.

Az értékpapír fogalmának meghatározása ugyanakkor nem egyszerű: az egyes szakmák, kiemelten a jogászok és a közgazdászok más-más megközelítésben ragadják meg annak lényegét. Utóbbiak a funkciókra helyezik a hangsúlyt, így megközelítésük tágabb. Közgazdasági értelemben az **értékpapír vagyoni jogot megtestesítő, forgalomképes** (tehát szabadon adható-vehető), **okirat, számlán megjelenő összeg, vagy elektronikus jel**. (Az értékpapír jogi meghatározását annak tartalmi ismerveire koncentrálna hazánkban a Polgári Törvénykönyvről szóló 2013. évi V. törvény 6:565. §-a tartalmazza.)

Az értékpapírokat különböző szempontok szerint lehet csoportosítani, természetesen a továbbiakban meghatározott tipizálási szempontokon kívül továbbiak is léteznek.

Az értékpapírba foglalt jog alapján léteznek:

- pénzkövetelést megtestesítő értékpapírok (pl. csekk, kötvény stb.);
- részesedési jogot megtestesítő értékpapírok (pl. részvény, befektetési jegy);

- áruval kapcsolatos jogokat megtestesítő értékpapírok (pl. közraktárjegy);
- tranzakcióra vonatkozó értékpapírok (pl. határidős és opciós ügylet).

Hozam alapján léteznek

- fix hozamú értékpapírok, illetve azon belül
  - *fix kamatozású értékpapírok*, amelyek esetén a kamat lehet a futamidő alatt rögzített (pl. 5 éves államkötvény évi 4% kamattal), de akár előre meghatározott séma szerint változó (pl. 3 éves államkötvény, amely az első évben 3,5%, majd évente 0,5%-kal növelt kamatot fizet);
  - *nem kamatozó* (vagy más néven diszkont) *értékpapírok*, amelyeket névérték alatt bocsátanak ki, és így a hozam a kibocsátási árfolyam és a névérték különbségeként, mint árfolyamnyereség értelmezhető (pl. diszkont-kincstárjegy);
- *változó hozamú értékpapírok*, amelyek esetén a hozam előre nem ismert (pl. részvény, amely esetén még nyereséges működés mellett sem feltétlenül történik hozam – osztalék – fizetés);
- *átmeneti értékpapírok*, amelyek esetén a hozam speciálisan értelmezhető (pl. átváltható kötvény, amely egy előre meghatározott időpontban egy előre rögzített cserearány mellett részvényre váltható).

Lejárat (futamidő) alapján léteznek:

- *rövid futamidejű értékpapírok*, amelyek hátralévő futamideje 1 évnél rövidebb (pl. hat hónapos diszkontkincstárjegy);
- *közepes futamidejű értékpapírok*, amelyek lejárat ideje tipikusan 1-5 év (pl. letéti jegy);
- *hosszú futamidejű értékpapírok*, amelyek futamideje öt évnél hosszabb (pl. jelzáloglevelek);
- feltételhez kötött lejáratral rendelkező értékpapírok (pl. életjáradék kötvények);
- lejárat nélküli értékpapírok (pl. részvény).

A kibocsátó személye alapján léteznek:

- *állam által kibocsátott értékpapírok* (pl. állampapírok, de ide sorolhatóak az önkormányzati kötvények is);

- *gazdasági társaságok által kibocsátott értékpapírok* (pl. kötvények, de ide sorolhatóak a részvénytársaságok által kibocsátható részvények, vagy a jelzálog-hitelintézetek által kibocsátható jelzáloglevelek);
- magánszemélyek által kibocsátott értékpapírok (pl. csekk).

Kiemelhető még a **megjelenés formája** szerinti ismérv, amely alapján két nagy csoportot különböztetünk meg. A *materializált értékpapírok* fizikai, nyomtatott és reprezentatív formában (okirat) jelennek meg, és jogszabály által meghatározott szigorú alaki kellékeknek kell megfelelniük. (pl. egy csekk esetén a kiállítás napja és helye, kibocsátó aláírása stb.) Ugyanakkor az értékpapírok nagy része ma már köszönhetően az informatika térhódításának *dematerializált formában* jelenik meg: azaz nem kinyomtatva, hanem elektronikus jelként van nyilvántartva, egy ezt a célt szolgáló értékpapír számlán (erről a befektetők egy számlakivonatot kapnak). Utóbbi segíti a pénzügyi folyamatok átláthatóbbá tételét, de egyszerűsíti a kibocsátást (a fizikai előállításnak nincsenek – ami pl. a 2001/G államkötvény sorozat 587.500 forint volt – költségei) és az adásvételt (az átruházás a számlák közötti mozgatással – az átutaláshoz hasonlóan – történik) is.

## 2.3 ÖSSZEFOGLALÁS, KÉRDÉSEK

### 2.3.1 Összefoglalás

A pénzügyi piacok elsődleges funkciója tehát a pénzügyi közvetítés, azaz a gazdaságban keletkező szabad pénzeszközök eljuttatása a megtakarítótól a felhasználóhoz. A pénzügyi közvetítés két fő típusa a közvetlen és közvetett pénzügyi piac, utóbbi alapvetően az előbbi működése során felmerült problémák megoldását nyújtja a közvetítő intézmények révén. A közvetítés valamilyen pénzügyi instrumentum, jellemzően értékpapír segítségével történik.

### 2.3.2 Önellenőrző kérdések

1. Melyek a pénzügyi közvetítés fő funkciói?
2. Melyek a közvetlen pénzügyi piac működésének nehézségei?
3. Jellemezze a közvetett pénzügyi piac működését és előnyeit!
4. Jellemezze a pénzügyi piac típusait, a pénzügyi eszközök lejáratát és tartalmát alapján!
5. Jellemezze a pénzügyi piac típusait, a kibocsátás alapján!
6. Jellemezze a pénzügyi piac típusait, a piac funkciója alapján!

7. Határozza meg példákkal az értékpapírok típusait, a hozam alapján!
8. Határozza meg példákkal az értékpapírok típusait, a kibocsátó személye alapján!

### 2.3.3 Gyakorló tesztek

Az alábbiak közül a pénzügyi piac feladata:

- a gazdaságban keletkező szabad pénzeszközök eljuttatása annak felhasználóihoz.
- az áruk és szolgáltatások felhasználók közötti elosztása.
- az állami adóbevételek beérkezésének minél hatékonyabb biztosítása.

Az egyensúly elérése érdekében egy deficitest szereplő:

- növeli a kiadásait.
- pénzét kölcsönadja egy deficitest szereplőnek valamilyen kötelezettségvállalás vásárlásával.
- egy korábbi, szufficitest időszakban megvásárolt kötelezettségvállalást pénzért értékesít.

A közvetlen pénzügyi piac egyik jellemzője, hogy transzformálják a lejáratokat, azaz a rövid futamidejű megtakarításokból hosszú lejáratú forrásokat biztosítanak.

- igaz
- hamis

A dezintermediáció a pénzügyi közvetítők kikerülésére irányul.

- igaz
- hamis

Mind a pénzpiacon, mind a tőkepiacon azonnali pénzt cserélnek különböző lejáratú jövőbeli pénzekre.

- igaz
- hamis

Az alábbiak közül melyik nem a pénzügyi közvetítő rendszer szereplője?

- befektetési alap



- biztosító
- állam

Az alábbiak közül melyik teszi lehetővé a befektetők tulajdonában lévő, korábban kibocsátott értékpapírok adásvételét?

- a másodlagos piac
- az elsődleges piac
- a Magyar Posta

Az alábbiak közül melyik értékpapír nem bocsátható ki gazdasági társaságok által?

- állampapír
- részvény
- kötvény

Az alábbiak közül milyen jogviszonyról szóló értékpapír a részvény?

- pénzkövetelést megtestesítő értékpapír
- részesedési jogot megtestesítő értékpapír
- áruval kapcsolatos jogokat megtestesítő értékpapír

### **Próbavizsga**

Az alábbiak közül melyik értékpapír bocsátható ki magánszemélyek által?

- állampapír
- részvény
- csekk

Az elsődleges piac a már korábban kibocsátott értékpapírok folyamatos adásvételének lehetőségét teremti meg.

- igaz
- hamis

### **Záróvizsga A**

Az alábbiak közül melyik nem jellemzője a közvetett pénzügyi piac működésének?

- összegyűjtik a szétszórt megtakarításokat
- lehetővé teszik bankkártyás fizetés esetén a felek közötti elszámolást
- transzformálják a lejáratokat

A dematerizált értékpapír nem kerül nyomtatásra, hanem elektronikus formában tartják nyilván.

- igaz
- hamis

### **Záróvizsga B**

Az alábbiak közül milyen jogviszonyról szóló értékpapír a kötvény?

- pénzkövetelést megtestesítő értékpapír
- részesedési jogot megtestesítő értékpapír
- áruval kapcsolatos jogokat megtestesítő értékpapír

Az másodlagos piac a már korábban kibocsátott értékpapírok folyamatos adásvételének lehetőségét teremti meg.

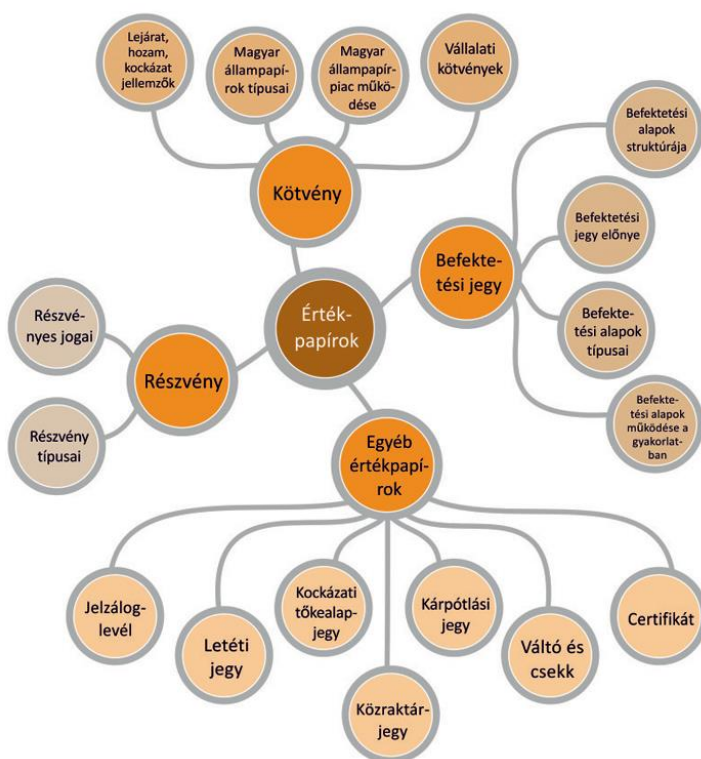
- igaz
- hamis

### **3. ÉRTÉKPAPÍROK**

#### **3.1 CÉLKITŰZÉSEK ÉS KOMPETENCIÁK**

Az értékpapírok fontos eszközei a pénzügyi közvetítésnek, „élete” során szinte minden gazdasági szereplő kapcsolatba kerül velük. Fontosak a háztartások számára, mint befektetési lehetőségek, és fontosak a finanszírozást kereső gazdasági társaságok, sőt a kormányzatok számára is. Jellemzőik ismeretében lehet alapos pénzügyi döntést hozni, kiemelve a hozam – időtáv – kockázat aspektusokat.

A lecke célja, hogy bemutassa az egyes hazai értékpapírok jellemzőit, kiemelve a részvényt, a kötvényt (mint népszerű lakossági befektetések mellett egyben fontos vállalati finanszírozási forrásokat), és a tulajdonságai miatt igen sokrétű befektetési jegyet. A hallgató ismerje egy részvényes jogait, a részvény és az állampapírok fő típusait, az állampapírpiac működésének alapjait. Képes legyen tájékozódni a befektetési jegyek között, ismerve annak árfolyamát és költségét magába sűrítő mutatókat. Ismerje az egyéb értékpapírok főbb jellemzőit.



4. ábra: Értékpapírok lecke struktúrája

forrás: saját szerkesztés

## 3.2 TANANYAG

### 3.2.1 A részvény

A részvény az alapításakor vagy az alaptőke emelésekor – a finanszírozási források biztosítása érdekében – a részvénytársaság (rt.) által kibocsátott, tagsági jogokat megtestesítő, névre szóló, forgalomképes értékpapír, amely a vállalat alaptőkéjének meghatározott – a névértéknek megfelelő – hányadát testesíti meg.

A kibocsátási árfolyam nem lehet kisebb a névértéknél, de kibocsátást követően a piaci árfolyam – a kereslet és kínálat függvényében – akár a névérték alá is mehet (ez általában a társaság működésének valamilyen negatívumát jelzi, akár csőd közeli állapotot). Amennyiben a piaci árfolyamot megszorozzuk a kibocsátott részvények darabszámával, akkor a piaci kapitalizációt – némileg leegyszerűsítve az rt. piaci értékét – kapjuk.

1. táblázat: Prémium<sup>4</sup> kategóriás részvények a hazai tőzsdén  
2013. dec. 31-én

Értékpapírok	Ágazat	Piaci tőke- érték záró- áron (mFt)*	Záróár (Ft)*	Bevezetett mennyiség (db)*	Kifizetett osztalék 2014-ben és (zárójelben) 2013-ban (Ft)
ANY	Egyéb ipari termékek	8 684,5	587	14 794 650	55 (44)
APPENINN	Egyéb pénzügyi szolg.	8 650,5	237	36 500 000	0 (0)
CIGPANNONIA	Biztosítás	15 314,5	242	63 283 203	0 (0)
EGIS	Gyógyszeripar	215 742,2	27 710	7 785 715	240 (240)
FHB	Banki szolgáltatások	40 722,0	617	66 000 010	0 (0)
MOL	kőolaj- és földgázipar	1 512 905,1	14 475	104 518 484	590 (462)
MTELEKOM	Telekommunikáció	327 421,2	314	1 042 742 543	0 (50)
OTP	Banki szolgáltatások	1 148 000,0	4 100	280 000 010	147 (122)
PANNERGY	Egyéb ipari szolg.	7 242,8	344	21 054 655	0 (0)
RABA	Gépjárműgyártás	17 017,0	1 263	13 473 446	0 (0)
RICHTER	Gyógyszeripar	819 863,0	4 399	4 860	57 (660)

\* 2013. december 31-ei adatok

forrás: saját szerkesztés BÉT adatok alapján

A részvény tulajdonosa a részvényes, aki az általa birtokolt részvények arányában – **tagsági jogainak** gyakorlásával – beleszólhat az rt. működésébe. Szavazati jogát a közgyűlésen gyakorolhatja. Felelőssége korlátozott, az általa befektetett összeg erejéig felel a társaság működéséért.

A részvényes jogainak másik nagy csoportját a **vagyoni jogok** adják, amelyek három formában merülnek fel:

- **osztalékhoz való jog:** nyereséges gazdálkodás esetén az rt. a közgyűlés döntése alapján az adózott eredményből a részvényesnek osztalékot fizethet (ugyanakkor a nyereséget akár vissza is forgathatják, ezzel forrást biztosítva a társaság finanszírozásához);
- **elővételi jog:** alaptőke-emeléskor a részvényes addigi részesedése arányában jogosult újabb részvények vásárlására (ezáltal biztosítván tulajdonosi részesedésének változatlanóságát);

<sup>4</sup> A hazai tőzsdén (BÉT-en) a részvényeket három különböző kategóriába lehet bevezetni: Prémium, Standard és T kategóriában. A Prémium kategóriába a likvidebb, és szélesebb befektetői körrel rendelkező társaságok részvénytársaságai tartoznak.

- *likvidációs hányadhoz való jog*: az rt. megszűnésekor a tulajdon arányában, a forrást biztosítók (pl. hitelezők) követeléseinek ki-elégítését követően likvidációs hányad illeti meg a részvényt.

A rt. különböző típusú részvényeket bocsáthat ki. Alapesetnek a **törzsrészvény** tekintendő, ahhoz nem kapcsolódik további jogosultság. Összes névértékének mindenkor meg kell haladnia a társaság alaptőké-jének a felét.

Az **elsőbbségi részvény** a törzsrészvényhez képest a részvényesnek meghatározott előnyt biztosít:

- az osztalékelsőbbségi részvény más részvényeket megelőzően kedvezőbb mértékben jogosít osztalékra, ugyanakkor a szavazati jog korlátozható vagy akár kizárható (utóbbi a jellemző);
- a szavazatelsőbbségi részvény az alapszabályban meghatározott mértékű többszörös (maximum a névérték tízszeresének megfelelő) szavazati jogot biztosít tulajdonosának;
- a likvidációs hányadhoz fűződő elsőbbségi részvény tulajdonosa a jogutód nélküli megszűnés esetén vagyonkielégítési elsőbbséget élvez, illetve nagyobb részre számíthat a felosztott vagyonból;
- vezető tisztségviselő, felügyelőbizottsági tag kijelölésére vonatkozó elsőbbségi részvény.

**Dolgozói részvény** a részvénytársaságnál teljes, illetve részmunka-időben foglalkoztatott munkavállalók számára – ingyenesen vagy a részvény névértékénél alacsonyabb, kedvezményes áron – bocsátható ki. A társaság ösztönzési rendszerének fontos eleme, nagy tőzsdéi cégeknél a felső vezetés munkavállalóinak bérezésében gyakran és nagy hangsúllyal jelenik meg. Hátrányaként említhető, hogy korlátozottan forgalomképes, mert csak a munkavállalókra vagy a nyugdíjasokra ruházható át. A dolgozói részvényt a részvénytársaság alaptőkéjének felemelésével egyidejűleg, legfeljebb a felemelt alaptőke tizenöt százalékáig lehet forgalomba hozni.

A **kamatkozó részvény** tulajdonosát a részvényhez fűződő egyéb jogokon felül a részvény névértéke után a tárgyévi adózott eredményből az alapszabályban meghatározott módon számított kamat illeti meg. Maximum az alaptőke tíz százalékáig lehet kibocsátani.

Részvényekkel kereskedni jellemzően a tőzsdén szokás. Fontos kiemelni, hogy nagy kockázattal bír, de nagy hozamot (főként hosszú távon) produkálni képes befektetés, amely rövid távon igen hektikus árfluctuációkat produkálhat.

### 3.2.2 A kötvény

A kötvény esetén a kibocsátó (az adós) arra kötelezi magát, hogy az ott megjelölt pénzösszegnek az előre meghatározott kamatát vagy egyéb jutalékait, valamint az általa vállalt esetleges egyéb szolgáltatásokat (a továbbiakban együtt: kamat), továbbá a pénzösszeget (névérték) a kötvény mindenkor tulajdonosának, illetve jogosultjának (a hitelezőnek) a megjelölt időben és módon megfizeti és teljesíti. A kötvény hitelviszonyt megtestesítő értékpapír, tehát ideiglenes tőkeátadás, így tulajdonosát nem teszi a kibocsátó cég tulajdonosává, nem szólhat bele a társaság működtetésébe.

**Lejáratát tekintve** jellemzően közép vagy hosszú futamidejű, de létezik rövid lejáratú is (lásd pl. diszkontkincstárjegy). Akár még 100 éves futamidő mellett is kibocsátanak kötvényeket: először a Chicago & Eastern Railroad 1954-ben jelent meg ilyen instrumentummal, de a Walt Disney és a Coca Cola is bocsátott már ki 100 éves kötvényeket.

A **kötvény hozamát tekintve** – jellemzően – kamatozó értékpapír. A kamatot a kibocsátó állapítja meg a kötvény névértékének százalékában. A fix kamatozású kötvények esetén az előre megállapított kamatláb a futamidő alatt változatlan, és általában évente egyszer, esetleg kétszer fizetik a kamatokat. A változó kamatozású kötvények esetén a kamatszintet valamilyen gazdasági indikátorhoz kötik: piaci hozamok (jegybanki alapkamat, BUBOR stb.), infláció, vagy a gazdálkodó eredményességének függvénye a kamat.

Ugyanakkor nem minden kötvény fizet folyamatosan kamatot: létezik a lejáratkor történő egyösszegű kamatfizetés, vagy a kamat nyereségmentes kisorsolása is, de a diszkont kötvények sem fizetnek kamatot. (2013 végén a magyar állam által kibocsátott kötvények 82%-a fix kamatozású, 8%-a változó kamatozású és 10%-a diszkont típusú kötvény volt.) Sőt, az átváltható kötvény hozama is speciális: a papír lehetőséget ad a tulajdonosa számára részére a kötvény meghatározott időpontban meghatározott számú részvényre történő kicserélésére, így a hozam mértéke az aránytól, és a részvények piaci árfolyamától függ. Érdekes továbbá a minikötvény, amely esetén a kibocsátó a saját ügyfélkörét célozza meg, és a kötvény kuponja mellett vagy helyett termékeket és/vagy szolgáltatást adnak.

- 2014 nyarán a Chilango mexikói étteremlánc 1,8 millió fontot szerzett 585 kötvényvásárlótól, a négyéves kötvények évente 8%-ot fizetnek, ráadásul egy papírhoz két ingyenes burrito kupon is tartozik.)

A **kötvény**, mint befektetés **kockázatát** a kibocsátó hitelminősítése jelzi: minél jobb a kibocsátó besorolása, és ezzel együtt minél kisebb a

befektetés (névérték) vissza nemfizetésének kockázata, annál alacsonyabb a kötvény kamata (pl. a 2014 márciusában kibocsátott 10 éves német állam által kibocsátott kötvény kamata évi 1,75% volt). A rosszabb minőségű kötvényeket spekulatív kötvényeknek, vagy bővli kötvényeknek is nevezik: ez esetben a kibocsátó magasabb hozam ígéréssel igyekszik vonzóvá tenni az értékpapírt.

A kötvénypiacot gyakran a kibocsátó személye alapján szegmentáljuk. A **kötvény kibocsátására jogosult**:

- az állam,
- az önkormányzat,
- a jegybank (hazánkban 2007-től 2014. július végéig)<sup>5</sup>,
- nemzetközi szervezet, illetve
- jogi személyiséggel rendelkező gazdálkodó szervezet (illetve fióktelepe), azaz a vállalatok.

Fenti kibocsátók közül az állam és a vállalatok jellemzően a leghangúlyosabb szereplők, így a következőkben e kibocsátók kötvényeit részletezem.

### 3.2.2.1. Állampapír

Az állampapírok az egyes országok által kibocsátott kötvények, amely az adott ország adósságát, hiteltartozását testesítik meg. Jellemzően biztonságos, és alacsony hozamot produkáló értékpapír, de a hozam-kockázat mérték ez esetben is az adott állam hitelminőségétől (lásd a görög kötvények hozamemelkedése a 2008-as válságot követően) és a futamidőtől függ (10-15 éves futamidő mellett nagyobb a fizetésképtelenség veszélye is, mint rövidtávon).

- ☐ Érdekes, hogy Argentína 1824-es első kötvénykibocsátása óta hétszer jelentett be államcsődöt, Törökország nyolcszor, legutóbb 1982-ben, hazánk pedig nyolcszor, legutóbb – a világháború nyomán – 1941-ben.

A *klasszikus csoportosítás szerint* rövidlejáratúak a kincstári váltók, középlejáratúak a kincstárjegyek, és hosszúlejáratúak az államkötvények. (Futamidőt tekintve Amerikában a tíz évnél hosszabb lejáratú a kötvény (treasury bond), az egy-tíz év közötti lejáratú a kincstárjegy (treasury note), az annál rövidebb lejáratú a kincstári váltó (treasury bill).)

---

<sup>5</sup> Lásd a 6. leckében az irányadó eszközfogalma és annak változása.



### 3.2.2.1.1. A magyar állampapírok típusai

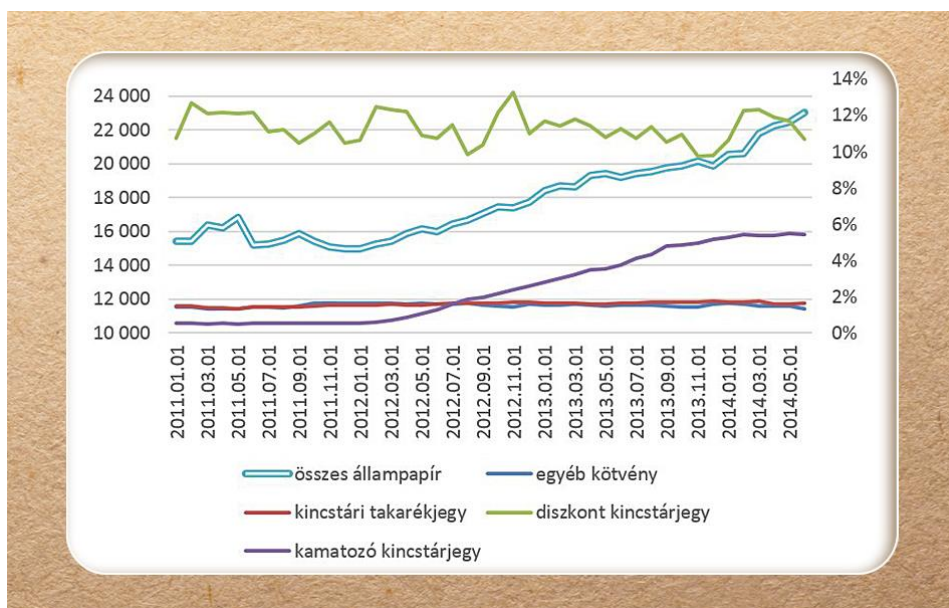
A magyar gyakorlatban az egy évnél hosszabb futamidejűeket nevezik államkötvénynek, az annál rövidebbeket kincstárjegynek.

A **kincstárjegy** az állam rövid távú finanszírozása érdekében kibocsátott értékpapír, három típusal:

- **Diszkont Kincstárjegy**, amely 3 és 12 hónapos futamidejű, nem kamatozó értékpapír, és főként az intézményi befektetőket célozza;
- **Féléves Kincstárjegy**, amely hat hónapos futamidejű, fix kamatozású, 10.000 Ft-os alapcímletű értékpapír;
- **Kamatozó Kincstárjegy**, amely egyéves futamidejű, fix kamatozású, 10.000 Ft-os alapcímletű értékpapír;
- **Kincstári Takarékjegy**, amely egy és két éves (utóbbi az államkötvények közé sorolandó) futamidejű, fix, lépcsős kamatozású (az éves kamat nagysága az értékpapír vásárlásától eltelt időtől függ), nyomdai úton előállított (materializált) értékpapír.

A **Magyar Államkötvény** névre szóló, dematerializált, jelenleg 3, 5, 10 és 15 éves futamidővel, aukció útján forgalomba hozott, fix kamatozású értékpapír. Ugyanakkor az elmúlt években az állam a lakossági érdeklődés növelése érdekében több új konstrukcióval is megjelent a piacon:

- a 2009 tavaszán először kibocsátott **Prémium Magyar Államkötvény** egy három és öt éves futamidejű, a kisbefektetői igényekhez igazított, 1.000 Ft-os alapcímletű, inflációkövető kamatozású (sorozatonként eltérő) kötvény: az egyes kamatperiódusok után, a múltbeli inflációs adat ismeretében fizet évente kamatot (induló kamata a 2008. decemberre érvényes 3,5%-os inflációból, illetve a teljes futamidőre évi 6%-ban rögzített kamatprémiumból adódott, jelenleg a kamatprémium mértéke évi 3%);
- a 2012 decemberében először kibocsátott **Prémium Euró Magyar Államkötvény** egy három éves futamidejű, az euró zóna inflációjához kötött, változó (inflációkövető) kamatozású, 1 eurós alapcímletű értékpapír, amely esetén a kamatfizetés félévente történik;
- a 2014 márciusában először kibocsátott **Bónusz Magyar Államkötvény** egy négy és hat éves futamidejű, 1 Ft-os alapcímletű, változó kamatozású értékpapír (a kamatbázist éves Diszkont Kincstárjegy hozamok átlagai jelentik, a kamatprémium pedig jelenleg 1,25% és 2%).



5. ábra: A kibocsátott magyar állampapírok összértéke (milliárd Ft) és a nem államkötvények részesedése 2011 és 2014. június 30. között

forrás: saját szerkesztés ÁKK adatok alapján

Az állam arra törekedett az elmúlt években, hogy a lakosság minél nagyobb részt vállaljon az államadósság finanszírozásában, ezért az állampapírok lakossági körben történő népszerűsítése folyamatos volt. Így 2012-től igen dinamikus emelkedett a lakossági állampapír állomány: 2014. július végén meghaladta a 2.200 milliárd forintot (2008 és 2012 között 800 milliárd forint volt az átlag), ami a teljes magyar államadósság majd 10%-át jelentette (az arány 2008 és 2012 között 2-3% között volt).

### 3.2.2.1.2. A magyar állampapírpiac működése

Magyarországon 2001-től az adósságkezelést és ezzel az állampapírok kibocsátását egy önálló gazdasági társasági formában működő szervezet, az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) Zrt. látja el. (ÁKK szerepe az államadósság finanszírozásban lásd 11. lecke.) Az állampapírok – típusától függően – aukció, adagolt kibocsátás, jegyzés és folyamatos értékesítés útján kerülnek értékesítésre. Összértéket tekintve a leggyakoribb módszer (így történik a Magyar Államkötvények és Diszkont

Kincstárjegyek kibocsátása) az aukció: a kibocsátó az általa meghatározott feltételek (Nyilvános ajánlattételekben meghirdetett) szerint lehetőséget nyújt ajánlattételre, majd a beérkezett vételi ajánlatok a hozam, illetve nettó árfolyam szerint rendezve versenyeznek, és kerülnek értékelésre és elfogadásra.

Állampapírokat az állampapír-forgalmazással foglalkozó elsődleges forgalmazóknál, a Magyar Államkincstár fiókhálózatában, és a Magyar Posta Zrt. postai szolgáltató helyein lehet megvásárolni (**elsődleges piac**).

Az **elsődleges forgalmazói rendszer** 1996-tól működik Magyarországon. Létrehozásának alapvető célja

- az állampapírok befektetőkhoz való eljuttatásának megkönnyítése, illetve
- a költségvetés finanszírozásának biztosabb alapokra helyezése (rendszeres részvételük és vásárlási kötelezettségük – az ÁKK minimális részesedési követelményt ír elő – növeli és koncentrálja a keresletet az aukciókon) volt.

Kizárólag ők vehetnek részt az állampapír aukciókon, cserébe viszont nagy a szerepük a másodpiac átláthatósága és likviditás növelése tekintetében: meghatározott keretek (mennyiség és marzs) között folyamatosan kétoldali árat kell jegyezniük. (Jelenleg az EuroMTS Ltd. által üzemeltetett MTS Hungary kereskedési rendszeren keresztül). Az elsődleges forgalmazók aktuális listája az ÁKK honlapján elérhető.

☐ ÁHH honlapja

1. <http://www.akk.hu/object.154882cd-9b9c-4aa1-beaf-7aa6ce51327e.ivy>

Az elsődleges piac további szereplőinek, a Magyar Államkincstár fiókhálózatának és a Magyar Posta Zrt. postai szolgáltató helyeinek legfontosabb feladata a lakossági és kisbefektetői értékesítés lebonyolítása. Szerepük emiatt az elsődleges piacon az összértékesítést figyelembe véve kisebb: 2012-ben a teljes kibocsátásnak a kincstári fiókhálózat 13%-át (2010-ben még csak 8%-át), a posta pedig a 3%-át adta.

Az állampapírpiac nagyobb részét a már forgalomban lévő állampapírok kereskedésének színtere, a **másodlagos piac** alkotja:

- főbb szereplői a forgalmazók (kiemelten az elsődleges forgalmazók) és a befektetők (intézményi befektetők, vállalatok, magán-személyek stb.), illetve
- főbb színterei a tőzsdei és a tőzsdén kívüli (OTC) kereskedés.



6. ábra: Magyar állampapírok referenciahozamai (%) 2008 és 2013 között

forrás: saját szerkesztés ÁKK adatok alapján

Jelenleg a másodpiaci üzletkötések zöme a tőzsdén kívüli piacon (MTS Hungary és BondVision rendszerek, illetve telefonos kereskedés) zajlik, a tőzsdei kereskedés az elmúlt években fokozatosan háttérbe szorult.

- ✦ Figyelje meg az ÁKK honlapján, hogyan alakultak a legutóbbi államkötvény és diszkontkincstárjegy aukciók főbb paraméterei (bennyújtott és elfogadott mennyiség, minimum, átlag és maximum hozamok). Tekintse meg újra a 6. ábrát! Jelenleg hogyan alakulnak a referenciahozamok?

2. <http://www.akk.hu/index.ivy?public.lang=en-US>

### 3.2.2.2. Vállalati kötvények

A vállalati kötvényeket egy vállalat bocsátja ki forrásbevonás céljából, a vállalati hitel alternatívájának tekinthető. Jellemzően kockázatosabbak, mint az államkötvények, ugyanis egy vállalatnál – alapesetben – nagyobb az esély egy csődre (és a kölcsön vissza nem fizetésére), mint az állam esetén. Ugyanakkor ezen kötvények hozama jellemzően magasabb, mint az államkötvényeké.

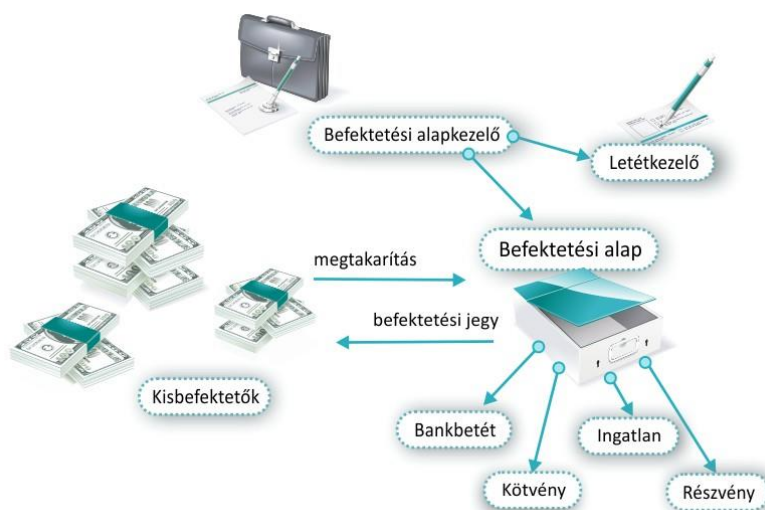
A magyar vállalati kötvénypiac sajnos alulfejlettnek tekinthető: bár voltak az elmúlt években kibocsátások (mint a Business Telecom 2014 eleji kibocsátása 2,5 éves futamidő és 9,9% hozam mellett), továbbra is az állampapírpiacon túlsúlya a jellemző: 2014. június végén a mintegy 450 milliárd Ft-os piaci tőkeérték elhanyagolható a forgalomban lévő állam-

papírok mintegy 14.000 milliárd Ft-os értékéhez képest (állampapírok kiszorító hatása).

Ráadásul jelentős a pénzügyintézetek súlya – az elmúlt években a CIB, MKB, OTP bankok és a Diákhitel Központ Zrt. voltak a jelentősebb kibocsátók –, a kisebb társaságok számára a viszonylag magas költségek teszik drágává a kötvények kibocsátását.

### 3.2.3 A befektetési jegy

A **befektetési jegy** a befektetési alap nevében (javára és terhére) sorozatban kibocsátott, vagyoni és egyéb jogokat biztosító, átruházható értékpapír, amely a befektető részesedését testesíti meg a befektetési alapon.

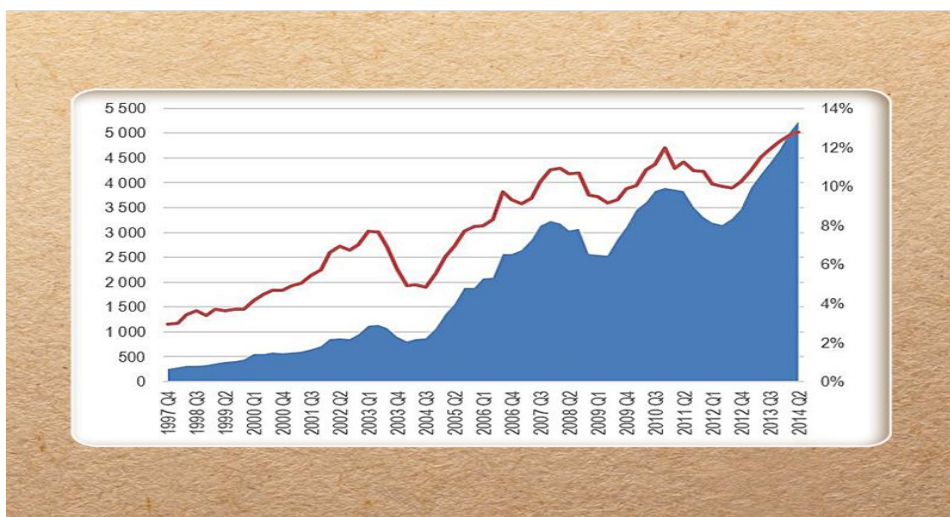


7. ábra: A befektetési alap működése

forrás: saját szerkesztés

A **befektetési alap** a befektetési jegyek kibocsátásával – és így a befektetők pénzének összegyűjtésével – létrehozott és működtetett, jogi személyiséggel rendelkező vagyontömeg, amelyet a befektetési alapkezelő a befektetők érdekében kezel, az elérhető legnagyobb hozam érdekében. A vagyontömeg egy előre meghatározott befektetési politika szerint bármilyen pénzügyi eszközbe fektethető: bankbetétbe, értékpapírokba, ingatlanba, vagy akár árupiaci termékekbe (arany, kőolaj stb.). Emiatt rendkívül sokféle befektetési portfólió kiépítését teszik lehetővé a befektetési alapok.

A befektetési alapok működésében fontos szerepet játszik az alapkezelő, a letétkezelő és a forgalmazó. Az **alapkezelő** feladata az alap létrehozatala, a befektetési döntések meghozatala, végrehajtása és adminisztrálása, továbbá a befektetők tájékoztatása. Egy alapkezelő több befektetési alapot is kezelhet (pl. az OTP Alapkezelő a tananyag írásakor mintegy 90 különböző befektetési alapot kezel). A **letétkezelő** (jellemzően egy bank) legfontosabb feladata az alap eszközeinek őrzése, az alapkezelő megbízásai alapján az értékpapírügyletek technikai lebonyolítása, a befektetési jegyek piaci árfolyamának megállapítása és közzététele. A **forgalmazó** pedig a befektetési jegyek eladásához és vételéhez biztosítja a szükséges forgalmazói rendszert.



8. ábra: A befektetési jegyek állománya (bal tengely, oszlop, milliárd Ft) és részesedése (jobb tengely, vonal) az értékpapírpiacra 1997 és 2014. június 30. között

forrás: saját szerkesztés MNB adatok alapján

A **befektetési jegy** egyik legnagyobb **előnye** a méretgazdaságosság és a költséghatékonyság, egy adott méret alatt ugyanis nem éri meg közvetlenül értékpapírokba fektetni, mert az egyszeri befektetések relatív költsége így lényegesen magasabb (pl. részvényvásárlás esetén a tipikus, 1%, de minimum 3.000 Ft-nyi vételi megbízási díjat egy 60.000 Ft-os befektetés esetén egy 5%-os árfolyam-emelkedés tud kitermelni). Ugyanakkor a befektetési jegyek vételekor kisebb, jellemzően fix (a befektetés összegétől független) díjat (hazánkban jellemzően pár száz fo-

rint) kell megfizetni, így az optimális befektethetőség határa alatti megtakarítások (akár 10-20 ezer fontnyi) is piacra kerülhetnek.

Ráadásul kihasználhatóak – a kockázat megosztása érdekében – a diverzifikációból fakadó előnyök is: ha egy alap 10 féle részvénybe fekteti a vagyonát, akkor minden befektető befektetése egy hasonló arányú portfóliót jelent. A legtöbb befektetőnek pedig sem szakértelme, sem pedig ideje nincs a befektetési portfólió folyamatos menedzselésére: ezeket a feladatokat elvégzik helyettük az alapkezelő pénzügyi szakemberei.

Fontos kiemelni a nyilvánosságot is: az alapok esetében minden más kollektív megtakarítási formánál széleskörűbb információszolgáltatás van a befektetők felé a különböző jelentéseken, tájékoztatókon keresztül.

### 3.2.3.1. A befektetési alapok típusai

Nyilvánosság szempontjából léteznek

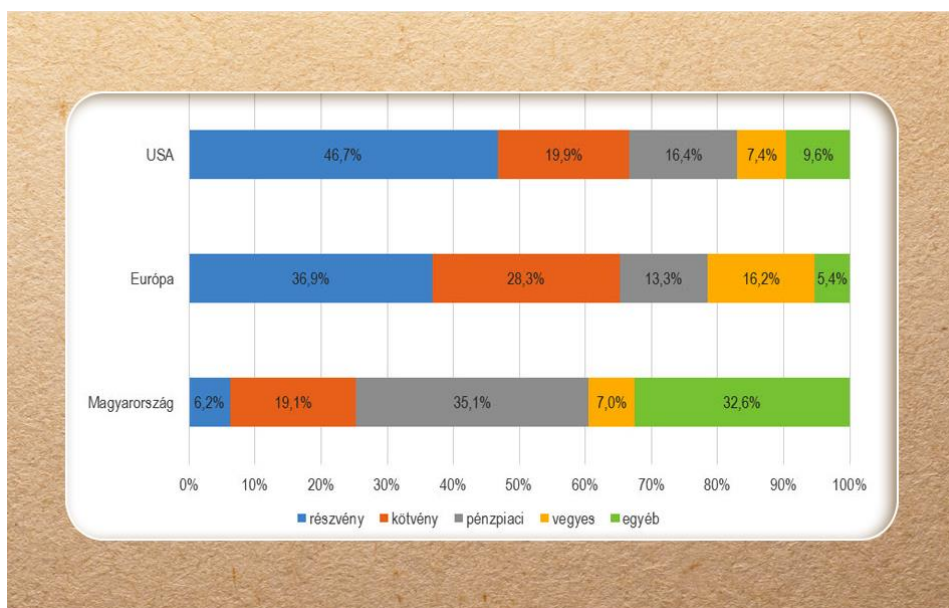
- zártkörű alapok, amelyeket a befektetők egy előre meghatározott köre számára hoz létre az alapkezelő; illetve
- nyíltkörű alapok, amelyek befektetési jegyeit nyilvánosan hozzák forgalomba, tehát bárki megvásárolhatja.

**Likviditás szerint** léteznek nyíltvégű és zártvégű alapok. A nyíltvégű alapok jegyeit a kibocsátás után az alapkezelőnél lehet folyamatosan megvásárolni, illetve eladni (emiatt a nyíltvégű befektetési alapok saját tőkéje természetesen változhat). Így nagy előnyük, hogy nincs lekötési idő: a befektetők megtakarításaikat szükség esetén tetszőleges időpontban felvehetik. A zártvégű alapok határozott időre (1-5 év) jönnek létre, a jegyzés után újabb befektetési jegyek kibocsátására nem kerülhet sor, és az alapkezelő a lejáratidő előtt nem válthatja vissza azokat. Így a tulajdonosok csak egy harmadik fél felé értékesíthetik befektetési jegyeiket, jellemzően a tőzsdén (sajnos igen alacsony likviditás mellett). Hazánkban a befektetési alapok indulása utáni egy-két évben zömmel zártvégű alapok jöttek létre, jelenleg a nyíltvégű alapok főlénye a jellemző, de bizonyos alaptípusok (ingatlanalapok, majd a hozam- és tőkegarantált alapok) szinte kivétel nélkül zártvégű formában jöttek létre.

Hozam szempontjából léteznek

- hozamfizető alapok, amelyek a tőkenövekményt rendszeresen kifizetik a befektetési jegyek tulajdonosainak, illetve
- újra befektető alap, amelyek a tőkenövekményt újra befektetik (ez esetben árfolyam különbözet formájában jut hozzá az alap által elért jövedelem rá eső részéhez a befektető).

A befektetés típusa (eszközosztály) szerint az alapokat három fő kategóriába sorolhatjuk: ingatlan-, értékpapír- és speciális alapokba. Utóbbiak akár nemesfém-befektetést, vagy bármilyen speciális befektetést is jelenthetnek. Az **ingatlanalapok** ingatlanbefektetésekkel vagy az adásvételből, vagy a folyamatos üzemeltetésből igyekeznek hozamot realizálni. Az **értékpapíralapok** rendkívül változatos portfóliókat alakíthatnak ki, vannak tisztán egy típusú értékpapírba (pl. kötvény vagy részvényalapok) fektető alapok, és vannak vegyes alapok is (amelyek különböző arányokban tartalmaznak értékpapír típusokat).



9. ábra: Befektetési alapokban kezelt vagyon megoszlása az USA-ban, Európában és hazánkban kezelt kategóriák szerint 2013 végén

forrás: saját szerkesztés EFEMA és BAMOSZ adatok alapján

Ugyanakkor léteznek speciális értékpapíralapok is, mint az index alapok (ezek lemásolják egyes tőkepiaci indexek összetételét), az alapok alapjai (kizárólag más alapok befektetési jegyeit veszik) a származtatott (határidős és opciós) ügyletekbe fektető alapok, illetve a garantált alapok. Utóbbiak hazánkban ez elmúlt években váltak rendkívül népszerűvé, jellemzően zártvégűek (futamidejük 3-5 év), és kétféle garanciát képesek felmutatni:

- a tőkegaranciás alapok esetén a befektető hozzájut legalább a befektetett tőkéjéhez,



- a hozamgaranciás alapok esetén pedig befektetésének egy előre meghatározott hozammal növelt értékéhez.

A befektetők megfelelő tájékozódása érdekében ugyanakkor az alapok kategorizálásának világszerte széles körű és egymástól különböző gyakorlata terjedt el. Magyarországon a BAMOSZ ad ajánlást tagjai számára e téren, amely 9 fő és ezzel összesen 15 alkategóriába sorolja a hazai alapokat.

- ☐ Befektetési Alapkezelők Magyarországi Szövetsége (BAMOSZ) honlapja

3. <http://www.bamosz.hu/en/web/guest/celok>

Érdekes még a **hedge fund**: ez egy olyan befektetési alap, melynek befektetési politikája, működésének keretei nincsen szabályozva, tehát bármilyen eszközt vásárolhat és eladhat, bármilyen befektetési stratégiát folytathat. Rendkívül komplex befektetési stratégiákkal kimondottan magas kockázatot keres, és így a minél nagyobb hozam elérésre törekszik. Fontos jellemzője, hogy jelentős teljesítmény díjak (egy „2 és 20” díjszabály esetén az alapkezelési díj 2% és a teljesítmény díj 20%) jellemzik, illetve gyakran a befektetések visszaváltására időkorlátot (2-3 év) szabnak.

- ☐ Érdekeség, hogy 2014 elején – az Alpha szerint – a legnagyobb hedge fund, a Bridgewater Associates alapja 87 milliárd dollárnyi befektetést eszközölt. A Barron's szerint pedig 2013-ban a legnagyobb megtérülést a Glenview Offshore Opportunity érte el: 101,74 %-ot.

4. <http://www.institutionalinvestorsalpha.com/Article/3340199/The-2014-Hedge-Fund-100-The-Worlds-Top-Hedge-Funds.html>

5. <http://online.barrons.com/news/articles/SB50001424053111903301904579566373990361000>

### 3.2.3.2. A befektetési alapok működése a gyakorlatban

Az alap induláskor a saját tőkéje a jegyek névértéke és a darabszám szorzataként állapítható meg. Ugyanakkor az alap vagyonát megtestesítő eszközök piaci értéke folyamatosan változik, így egy működő befektetési alapot a **nettó eszközértéke** jellemez.

A letétkezelő meghatározza az alap eszközeinek adott napi piaci értékét (amelyen az eszközöket az alapkezelő aznap megvásárolhatta vagy eladhatta volna a piacon), majd az eszközök értékéből levonja az alap kötelezettségeit, és hozzáadja az alap követeléseit, így megkapja az alap nettó eszközértékét. Ha pedig a nettó eszközértéket elosztja a forgalom-

ban lévő befektetési jegyek számával, akkor a papír árfolyamát, azaz az **egy befektetési jegyre jutó nettó eszközértéket** kapjuk. Aki az alap indulását követően szeretne vásárolni a jegyekből, az tehát a vásárlás napján aktuális árfolyamon veheti meg a befektetési jegyet.

2. táblázat: Néhány alapkategória hazai TER mutatója 2012-ben

alapkategória	min. TER	átlagos TER	max. TER
részvény alap	0,03%	2,06%	5,08%
kötvény alap	0,40%	1,39%	2,22%
pénzpiaci alap	0,50%	1,13%	2,57%
vegyes alap	0,78%	2,05%	8,42%
ingatlanalap	0,56%	2,22%	3,41%
származtatott	1,69%	5,31%	15,96%

forrás: MNB adatok alapján saját szerkesztés

Az alap működése során fontos a költségek alakulása, amit a teljes költség hányados (Total Expense Ratio, azaz TER) mutat – a 2004/384/EC ajánlás alapján – meg. Számítása kapcsán az alapokat terhelő költségek közé az alapok tájékoztatóiban és kezelési szabályzataiban bemutatott működési költségek tartoznak, de nem tartoznak az alapot terhelő költségek közé az értékpapírok kereskedésével összefüggő megbízási díjak, jutalékok és transzferköltségek. A mutató legnagyobb haszna, hogy egy megalapozott befektetési döntés során a hozam-kockázat viszony vizsgálata mellett kifejezi és összehasonlíthatóvá teszi az egyes alapok költség szintjét (ugyanúgy, mint hitelek esetén a THM).

Fontos kiemelni, hogy 2013-tól hazánkban minden nyilvános, nyíltvégű befektetési alapoknál kötelezővé vált egy kétoldalas, érthető tájékoztató (Key investor information dokument, azaz **KIID**) közzététele. Ez a korábbi (sokszor 100 oldalas) tájékoztatókhoz képest gyors információszerezést tesz lehetővé az adott alapról: a befektetési politika és az egyéges kockázati besorolás mellett a múltbeli teljesítményt, és mind a jegy megszerzésének költségeit, mind pedig a TER mutató mértékét tartalmazza.

☐ Key investor information dokument, azaz [KIID](#)

6. <http://www.investinginfunds.org/facts-about-funds/information-from-the-fund-manager/guide-to-kiid.html>

### 3.2.4 A jelzáloglevél

A jelzáloglevél kizárólag jelzálog-hitelintézetek által kibocsátott, ingatlannal fedezett, közép vagy hosszú távú (jellemzően 5-10 év) kötvény jellegű értékpapír, melyet a jelzálog-hitelintézet egy meglévő hitelállományának finanszírozása céljából bocsát ki. (Magyarországon a német minta alapján megalkotott a jelzálog-hitelintézetéről és a jelzáloglevélről szóló 1997. évi XXX. törvény előírásainak megfelelően.) A jelzáloglevél tulajdonosa tulajdonképpen közvetetten – jelzálog-hitelintézetten keresztül – jelzáloghitelt nyújt: a hitelt a jelzálog-hitelintézet kezeli, beszedi a tőke és kamat-törlesztéseket, és ezek egy részét továbbadja a jelzáloglevél tulajdonosa számára kamat, illetve lejáratokor a befektetett tőke visszafizetése formájában.

Mint értékpapír igen hosszú történelmi múltra tekint vissza, Európában – először Poroszországban – már a 18. század végén jelen volt. (Magyarországon a Magyar Földhitelintézet által 1863-ban kezdte meg működését, és az 1880-as években már szinte valamennyi jelentősebb pénzintézet foglalkozott e tevékenységgel, és a magyar jelzáloglevél egész Európában keresett volt.) A jelzálogleveleknek országonként eltérő az elnevezésük, nemzetközi viszonylatban a mortgage bond, vagy a covered bond kifejezés használata a jellemző, bár utóbbi kifejezés a hazai fogalomnál tágabb kategóriát jelöl (minden speciális eszközfedezettel biztosított, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírt magában foglal).

- ☐ A jelzáloglevelek európai piacáról adatok a European Mortgage Federation honlapján és negyedéves jelentéseiben érhetőek el.

7. <http://www.hypo.org/Content/default.asp?PageID=401>

A jelzáloglevél előnye, hogy a befektetők számára alacsony kockázatot hordoz, mivel a mögötte álló fedezetek alacsony kockázati kategóriájú eszközök, illetve a kibocsátóra speciális, szigorú szabályok érvényesek. A jelzálog-hitelintézetnek mindenkor rendelkeznie kell – amit egy vagyonellenőr követ nyomon – a forgalomban levő jelzáloglevelek még nem törlesztett névértéke és kamata összegét meghaladó értékű fedezettel. A fedezet rendes fedezetet és pótfedezetet tartalmazhat:

- rendes fedezet a jelzáloghitelből eredő tőkekövetelésből és annak kamataiból áll,
- pótfedezet a kibocsátó likvid eszközei, állampapírok és számlán lévő pénzkövetelések.

Magyarország jelzáloglevél-piaca a 2000-es évek elején tapasztalt, a lakáshitelezés állami támogatásához kötődő fellendülés ellenére európai viszonylatban (2012 végén az európai piac alig 0,3%-a), és a hazai állampapírpiachoz képest is marginálisnak tekinthető. A piacon három sze-

replő található: az OTP, FHB és az UniCredit jelzálogbankok. Érdekeség, hogy a 2008–2009-es gazdasági válság kitörése az USA-ban a subprime vagy másodrendű hitelezésben kialakult problémákon keresztül ezen értékpapírhoz köthető.

### 3.2.5 A letéti jegy

A letéti jegy kizárólag hitelintézet valamint a külföldi hitelintézet fióktelepe, továbbá a monetáris politika megvalósítása érdekében a Magyar Nemzeti Bank által, sorozatban kibocsátható, hitelviszonyt megtestesítő értékpapír. Kibocsátója kötelezi magát, hogy a benne megjelölt pénzüsszeg előre rögzített kamatát és a pénzüsszeget a jegy tulajdonosának adott időben és módon megfizeti. A letéti jegy futamideje a kibocsátástól számított három évig terjedhet, a benne foglalt követelés a beváltásra előírt határidő lejártát követő tíz év alatt évül el.

### 3.2.6 A kockázati tőkealap-jegy

A *kockázati tőkealap-jegy* a kockázati tőkealap nevében (javára és terhére) sorozatban kibocsátott, vagyoni és egyéb jogokat biztosító, átruházható értékpapír, amely tulajdonosa részesedését testesíti meg a kockázati tőkealapban. A *kockázati tőkealap* egy alternatív befektetési alapnak tekinthető, amelyet vállalkozás-fejlesztés finanszírozásának céljából hoztak létre: jellemzően kis- és közepes vállalkozásoknak nyújt forrást tulajdonosi részesedésért cserébe. Népszerűsége növekvő hazánkban, ami az uniós JEREMIE programnak is köszönhető: 2010 óta mintegy 28 új kockázati tőkealap jött létre.

### 3.2.7 A közraktárjegy

A közraktárjegy a közraktárban elhelyezett árurol (jellemzően mezőgazdasági áruk, pl. gabona) kiállított, forgatható értékpapír, amely az áru feletti tulajdonjogot testesíti meg. A papír közraktári szerződés alapján kerül kiállításra, a letévi pedig közraktári díjat köteles fizetni.

A közraktári jegy a közraktár által időrend és sorszám szerint vezetett letéti könyv szelvényrészét képezi, és a letéti könyvben maradó tőlappal azonos adatokat tartalmazó, összefüggő, de egymástól elválasztható két részből, árujegyből és zálogjegyből áll. Az árujegy az áru feletti rendelkezési jogot biztosítja, a zálogjegy pedig lehetővé teszi az áru tulajdonjogát képviselve a birtokosának, hogy mint zálogot fedezetül ajánlja fel – lombard – hitelfelvétel során. A közraktári jegy két része tehát egymástól függetlenül is átruházható, ennek ellenére az áru csak mindkét rész együttes birtoka ellenében adható ki.

### 3.2.8 A kárpótlási jegy

A kárpótlási jegy egy igen speciális értékpapír, néhány volt szocialista országban vezették be őket a rendszerváltás után, amelyet az állam a meghatározott feltételeknek megfelelő kárpótoltak részére bocsátott ki, a kárpótlás mértékének megfelelő értékben.

A kárpótlási jegy tehát az állammal szemben követelést testesít meg, bemutatóra szóló, átruházható, lejáratra nincsen. Sajátosan kamatozó értékpapír: 1991. augusztus 10. napjától 1994. december 31. napjáig kamatozott (a kamat mértéke a jegybanki kamat 75 %-a volt), a kamat pedig a papír névértékét növelte (jelenleg 174,2 százalék).

A jegy értéke (árfolyama) alapvetően a felhasználási lehetőségektől függött: fel lehetett használni termőföld tulajdon megszerzésére, önkormányzati tulajdonban lévő lakás megvásárlására, életjáradék folyósítására. A legjellemzőbb beváltása ugyanakkor az állami tulajdon privatizációja során értékesítésre kerülő részvények, üzletrészek megvásárlása volt. A legismertebb jegycserék a MOL, az OTP, illetve az áramszolgáltató társaságok részvényeire történő cserék voltak. A kibocsátásról pontos statisztikák nem állnak rendelkezésre, szakértők becslése alapján még kb. 2-5 milliárd forintnyi jegy van a piacon, amelynek beváltása esetén a kárpótlási jegy megszűnne Magyarországon.

### 3.2.9 A váltó és a csekk

A váltó hitelviszonyt megtestesítő értékpapír: az egyik fél elismeri a másik fél felé fennálló tartozását, és vállalja, hogy azt meghatározott időben és módon ki fogja egyenlíteni. Szigorú alaki kellékekkel rendelkező, materializált értékpapír.

A csekk pénz fizetésére szóló értékpapír, amelyben a kibocsátó arra utasít valamely hitelintézetet (amelynél követelése van), hogy a csekk alapján meghatározott pénzüsszeget fizessen meg a csekkbirtokosnak.

### 3.2.10 A certifikát

A certifikát olyan, nem a magyar jog alapján pénzintézet által kibocsátott származékos értékpapír, amelyek egy mögöttes alaptermék, vagy termékcsoporthoz tartozó árfolyamváltozásából való profitálást tesznek lehetővé.

A certifikátok révén a legkülönbözőbb befektetési stratégiák valószínűsíthetők meg: az alaptermék lehet részvény, index, befektetési alap vagy devizapár, de árupiaci termék, adott portfólió és kamatláb is, illetve ezekre vonatkozó határidős ügylet, vagy ezek számos kombinációja. Érdekesége, hogy nem csak az árfolyamok emelkedéséből (long certifikát), hanem akár az árfolyamok csökkenéséből (short certifikát) való profitálást is lehetővé teszi, sőt, a turbo certifikátok (a BÉT-en warrant néven)

segítségével tőkeáttétes kereskedést van lehetőségünk igénybe venni. (A tőkeáttétel lényege, hogy egy nagyobb méretű pozíciót alacsonyabb tőkeigénnyel van lehetőségünk megvenni. Ha például a befektető vesz egy 100 forint értékű részvényt 10 forint tőke befektetésével, akkor az elért tőkeáttétel tízszeres.)

1989 óta vannak jelen a meghatározó nemzetközi pénzügyi piacokon, hazánkban jellemzően a privát banki szolgáltatásokban érhető el 2008 óta.

### **3.3 ÖSSZEFOGLALÁS, KÉRDÉSEK**

#### **3.3.1 Összefoglalás**

A lecke bemutatta az egyes értékpapírok jellemzőit, kiemelve azok közül a három legjellemzőbb lakossági terméket. A magas kockázatú, de hosszú távon átlagosan magas hozamot eredményező részvény típusai mellett fontos a részvényes jogainak ismerete is. Az állampapírok nemcsak alacsony kockázatú és egyben alacsonyabb hozamot produkáló értékpapírok, de szerepük az állam adósságát megtestesítve kiemelkedő mind a pénzügyi piacok, mind a fiskális politika szempontjából. A befektetési jegy, mint klasszikus lakossági értékpapír rendkívül változatos befektetést tesz lehetővé, már akár pár ezer forintos összeg esetén is. Ezzel együtt a többi értékpapír alapvető jellemzőinek ismerete is szükséges, azok szerepe a pénzügyi piac egy-egy szegmensében meghatározó.

#### **3.3.2 Önellenőrző kérdések**

1. Mutassa be és jellemezze egy részvényes jogait!
2. Mutassa be és jellemezze a részvény típusait!
3. Jellemezze a kötvényt lejárat, hozam és kockázat szempontjából!
4. Mutassa be és jellemezze a magyar állampapírok típusait!
5. Mutassa be és jellemezze a magyar állampapírok elsődleges és másodlagos piacait!
6. Melyek a befektetési jegy előnyei?
7. Csoportosítsa és jellemezze a befektetési jegyet nyilvánosság, likviditás és hozam szempontjából!
8. Mutassa be és jellemezze a jelzáloglevelet!
9. Mutassa be és jellemezze a certifikátot!

### 3.3.3 Gyakorló tesztek

Melyik értékpapírra igaz az alábbi állítás? Hitelviszonyt megtestesítő értékpapír, amelyben az egyik fél elismeri a másik fél felé fennálló tartozását, és vállalja, hogy azt meghatározott időben és módon ki fogja egyenlíteni.

- részvény
- befektetési jegy
- váltó

Az alábbi értékpapírok közül az általános szabályok alapján melyik kamatozó?

- a törzsrészvény
- a kötvény
- a befektetési jegy

A részvény megvásárlásával

- megszerezhetjük a kibocsátó vállalati vagyon egy részének a tulajdonjogát
- vállalkozóvá válunk
- a kibocsátónak kölcsönt adunk.

Az osztalékelsőbbégi részvény:

- más részvényeket megelőzően kedvezőbb mértékben jogosít osztalékra.
- az alapszabályban meghatározott mértékű többszörös szavazati jogot biztosít tulajdonosának.
- tulajdonosa a jogutód nélküli megszűnés esetén vagyonkielégítési elsőbbséget élvez.

Melyik értékpapírnak hosszabb egy évnél a futamideje?

- Diszkont Kincstárjegy
- Kincstári Takarékjegy
- Kamatozó Kincstárjegy

A magyar állampapírok másodpiaci üzletkötéseinek zöme a tőzsdén kívüli piacon zajlik, a tőzsdei kereskedés az elmúlt években fokozatosan háttérbe szorult.

- igaz

- hamis

A nyíltvégű befektetési alapok befektetési jegyeit az alapkezelő a futamidő alatt nem váltja vissza, és a jegyzési idő lezárta után új befektetési jegyeket sem hoz forgalomba: a jegyek adásvétele a tőzsdei adásvétel során elérhető vételi vagy eladási árfolyamon történik.

- igaz
- hamis

Melyik értékpapírra igaz az alábbi állítás? Származékos értékpapír, amelyek egy mögöttes alaptermék, vagy termékcsoport árfolyamváltozásából való profitálást tesznek lehetővé.

- kárpótlási jegy
- certifikát
- kockázati tőkealap-jegy

### **Próbavizsga**

Melyik nem igaz a részvényre?

- A részvény megvásárlásával megszerezhetjük a kibocsátó vállalati vagyon egy részének a tulajdonjogát.
- A kibocsátó kamatot fizet a részvényért cserébe adott kölcsönre.
- Hozama az osztalék.

A letéti jegy megvásárlása esetén a befektető az azt kibocsátó alap révén kis- és közepes vállalkozásoknak nyújt forrást tulajdonosi részese-  
désért cserébe

- igaz
- hamis

### **Záróvizsga A**

Melyik értékpapírnak nem rövidebb egy évnél a futamideje?

- Diszkont Kincstárjegy
- részvény
- váltó



A jelzáloglevél tulajdonosa tulajdonképpen közvetetten – jelzáloghitelintézetten keresztül – jelzáloghitelt nyújt: a hitelt a bank kezeli, beszedi a tőke és kamat-törlesztéseket, és ezek egy részét továbbadja a jelzáloglevél tulajdonosa számára szintén kamat, illetve a jelzáloglevél lejáratkor tőke visszafizetés formájában.

- igaz
- hamis

### **Záróvizsga B**

Egy nyíltvégű alapból befektetési jegyeink visszaváltásával léphetünk ki: eladáskor a befektetési jegyeinkért az árfolyam és a tulajdonunkban lévő befektetési jegyek darabszámának szorzatával megegyező összeget kapjuk kézhez, csökkentve az eladási jutalékkal, illetve a kamatadóval.

- igaz
- hamis

Az alábbiak közül válassza ki az állampapír definícióját!

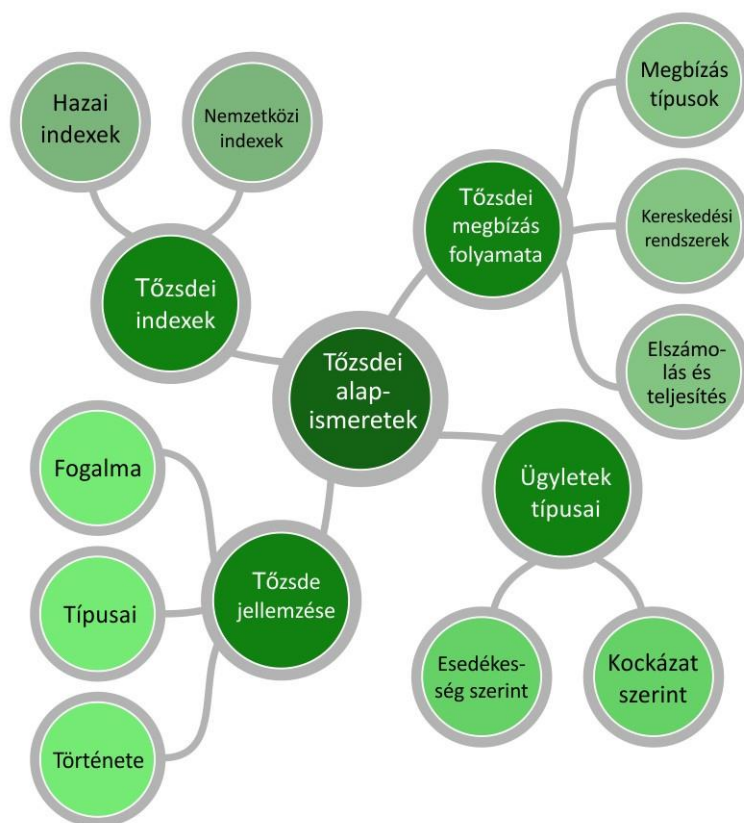
- az állampapír az állam adósságát megtestesítő értékpapír
- az állampapír tagsági jogot megtestesítő értékpapír
- az állampapír valamely állami cégben részesedési jogot megtestesítő értékpapír.

## **4. TŐZSDEI ALAPISMERETEK**

### **4.1 CÉLKITŰZÉSEK ÉS KOMPETENCIÁK**

A tőzsde, mint több száz éve létező intézmény szoros kapcsolatban van a gazdasággal, egyfajta indikátorként jelezve annak teljesítményét, illetve az esetleges zavarokat. A befektetők számára a kiemelkedő profit elérésének lehetőségét nyújtja, és egyben a nagy bukás kockázatát is: egy nap alatt akár több mint 20%-os csökkenést is felmutattak már a tőzsdei indexek (lásd „fekete hétfő” 1987. október 19-én).

A lecke célja, hogy bemutassa a tőzsde működését, fejlődését, és a tőzsde világával kapcsolatos alapfogalmakat. A hallgató tudja az ügyleteket időbeliség és kockázat alapján csoportosítani, és ismerje az egyes ügylettípusok főbb jellemzőit. Képes legyen egy tőzsdei ügyletkötés folyamatának főbb lépéseit bemutatni, jellemezni tudja a megbízástípusokat, és a kereskedési rendszerek két nagy típusát. A lecke tanulmányozását követően ismerje a főbb hazai és nemzetközi tőzsdei indexeket.



10. ábra: Tőzsdei alapismeretek lecke struktúrája

forrás: saját szerkesztés

## 4.2 TANANYAG

Az értékpapírok kereskedelme, folyamatos adás-vétele az értékpapírpiacon történik, amelynek a vevők és eladók koncentráltasága alapján három típusát különböztetjük meg:

- decentralizált piac esetén az adásvétel földrajzilag szétszórt helyen történik, a felek maguk állapítják meg a szerződés feltételeit, emiatt kevésbé állnak rendelkezésre információk is;
- OTC piac (over the counter market) esetén már magasabb a szervezethez, ez egy bankközi, számítógépes hálózatokon keresztül működő piacot jelent;

- koncentrált piac esetén földrajzilag egy helyen érhetőek el a piac szereplők, és a kereskedés.

A koncentrált piac formái:

- aukció (árverés), ami a keresletet koncentrálja;
- tender, ami csak a kínálatot koncentrálja;
- tőzsde, ami koncentrálja mind a keresletet, mind a kínálatot.

A **tőzsde** tehát egy olyan különlegesen szervezett, keresletet és kínálatot koncentráló piac, ahol a helyettesíthető tömegárú kereskedése szigorúan előírt szabályok szerint történik. A kereskedelem lebonyolítása a tőzsdei szokványok alapján történik: a tőzsdén csak meghatározott árukat, meghatározott helyen és időben, meghatározott személyek, meghatározott módon adhatnak és vehetnek.

Más megközelítésben (2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról) a tőzsde a hatékony tőkeáramlás, tőkeértékelés, az árfolyam és egyéb kockázat megosztása érdekében a tőzsdei termékek keresletét és kínálatát koncentráló, azok kereskedését lebonyolító, a nyilvános árfolyam-alakulást elősegítő gazdálkodó szervezet. Tehát a tőzsde nemcsak helyszínként fogható fel, ma már a legtöbb tőzsde profitorientált részvénytársaság, amely a kereskedés lehetővé tételével nyereség elérésre törekszik.

A tőzsdéket csoportosítani különböző szempontok szerint lehet:

- a forgalmazott termékek alapján árutőzsde (fizikai áruk kereskedelme, pl. Chicago Mercantile Exchange), értéktőzsde (értékpapírok, devizák, nemesfémek stb. adásvétele), illetve áru- és értéktőzsde;
- jogállás alapján európai kontinentális típusú tőzsde (közjogi jellegűek, érdemi állami befolyással), illetve angol-amerikai típusú tőzsde (magánjogi jellegűek, általában részvénytársasági formában).

#### **4.2.1 A tőzsde története, fejlődése**

A tőzsdék kialakulása és fejlődése szorosan összefüggött az értékpapírcsoporthoz való fejlődésével. A tőzsde a vásárból alakult ki, ahol a kezdetekben még alapvetően fizikai árukkal kereskedtek. A vásárból tőzsde akkor lett, amikor az üzletkötések tömegessé váltak, és megjelentek az első értékpapírok. Az első részvényt 1602-ben bocsátotta ki a Holland Kelet-indiai Társaság, majd megjelentek további értékpapírok (pl. jelzáloglevél). A tőzsdék fejlődésének a XIX. századi vasútépítések adtak nagy lökést: sorban alakultak részvénytársaságok, amelyek részvények kibocsátásával gyűjtöttek forrást. Így a század második felében szinte minden ország megalakította a saját tőzsdéjét.

Magyarországon 1860-ban egy császári pátens írta elő, hogy a birodalom nagyobb városaiban állítsanak fel az állam által elfogadott szabályok szerint működő árutőzsdéket, és végül 1864. január 18-án kezdte meg működését a Pesti Áru- és Értéktőzsde. A század végére a pesti börze Európa negyedik legnagyobb tőzsdéjévé, a kelet-közép-európai régió pénzügyi központjává vált: az akkori tőzsde virágzását jól érzékeltette, hogy saját palotát épített magának. A hazai tőzsde feloszlására 1948-ban kerül sor: a tőzsdét, mint a kapitalizmus jelképét megszüntették, és csak az 1980-as évek elején indult meg újra az értékpapírcsere szervezése (1982-től újra lehet kötvényeket kibocsátani). A rendszerváltást követően gyorsan elfogadták a jogszabályi kereteket (egyenes értékpapírcsere nyilvános kibocsátásáról és forgalmazásáról, valamint az értékpapírtőzsdéről szóló 1990. évi VI. törvény), és hazánkban két tőzsde kezdte meg működését: a Budapesti Értéktőzsde (BÉT), és a Budapesti Árutőzsde (BÁT). A BÉT folyamatosan fejlődött az 1990-es években, bővítette termékkínálatát, és fejlesztette a kereskedést, majd miután 2002-ben részvénytársasággá alakul, 2005 őszén felvásárolta a BÁT-ot, így hazánkban újra csak egy tőzsde lett.

☐ A Budapesti Értéktőzsde honlapja:

8. <http://www.bse.hu>

A világ pénzügyi piacai ugyanakkor folyamatos változásban és átalakulásban vannak: a tőzsdék egymást kezdték el felvásárolni (pl. Euronext csoport kialakulása vagy a skandináv tőzsdék egyesülése), az integrációkkal a cél az optimálisabb üzemméret, és ezzel a magasabb nyereség elérése. A folyamat részének tekinthető 2009-ben a Közép- és Kelet-Európai Tőzsdeszövetség létrehozása bécsi, budapesti, ljubljanai és a prágai együttműködésben, miután a bécsi tőzsde lett a BÉT fő tulajdonosa.

Ezzel egy időben erősödött a dereguláció Európában: a 2004-ben életbe lépő MiFID (Markets in Financial Instruments Directive – a pénzügyi eszközök piacaira vonatkozó direktíva) célja az európai tőkepiac egységes európai szabályozása volt, és két fontos változást hozott a tőzsdék működésében:

- eltörölte az úgynevezett "tőzsdékényszert", azaz a tagállamok többé nem kötelezheték a befektetési vállalkozásokat arra, hogy a megbízásokat csak értéktőzsdékre továbbítsák; illetve
- létrejöttek a szabályozott piacok (tőzsdék) mellett a szervezett kereskedési rendszerek új képviselői, az alternatív kereskedési platformok (Multilateral Trading Facilities, MTF), amelyet befektetési vállalkozások (pl. befektetési bankok) is működtethetnek.

Így az európai értékpapír kereskedelemben jelentős változások mentek végbe, és a folyamatosan erősödő verseny hatására az értékpapírok kereskedése elmozdult a hagyományos tőzsdékről. 2011. februárjában a második legnagyobb részvénykereskedési helyszín a Londoni Értéktőzsde mögött egy MTF, a Chi-X Europe volt.

#### 4.2.2 Az ügyletek típusai

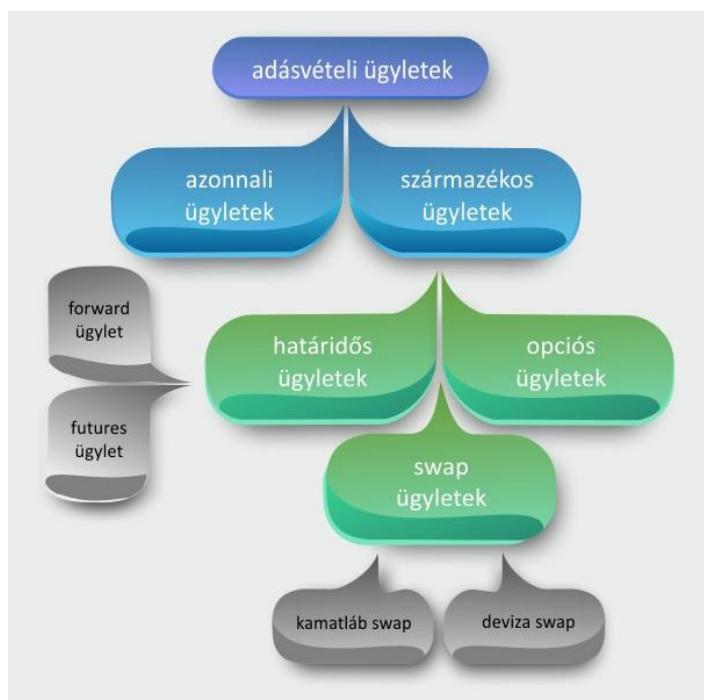
Tőzsdén kereskedni bármilyen termékkel lehet, amennyiben van kereslet és kínálat egy új termékre, a tőzsdének gazdálkodási érdeke a termékinálatának bővítése. A tőzsdén megkötött tranzakciókat magukba foglaló ügyleteket több szempont alapján is lehet csoportosítani, jellemzően az ügylet esedékessége (idő) és a kockázat mértéke szerint.

##### 4.2.2.1. Az ügyletek típusai az ügylet esedékessége szerint

Az **ügylet esedékessége** szerint azonnali és származékos ügyletekről beszélünk.

- **Azonnali ügylet** (spot vagy más néven prompt ügylet) esetén a szerződés megkötése és annak teljesítése azonnal, illetve rövid idő alatt megtörténik. A szerződés elszámolásának és teljesítésének van némi időbeli átfutása, ezért az ilyen ügyleteknél a teljesítést 2-5 napon belül kell lebonyolítani. (A BÉT részvényszekciójában például T+3 napos, a Hitelpapír Szekcióban T+2 napos elszámolási ciklus működik.)
- **Származékos ügylet** esetén a szerződés megkötése és annak teljesítése időben elválik egymástól, és a teljesítés egy későbbi, az ügylet során meghatározott időpontban (például fél év múlva) történik meg. A származékos ügylet értéke az alapjául szolgáló pénzügyi eszköz, mint alaptermék értékétől függ: egy most megkötött, fél év múlva lejáró, 320 HUF/EUR kötési árfolyamon euró vételét lehetővé tévő ügylet értéke attól függ lejáratkor, hogy az azonnali piacon mekkora az aktuális árfolyam. (Amennyiben 310 HUF/EUR, akkor az ügylet keretében 320 HUF/EUR kötési árfolyamon történő vétel az azonnali piaci árfolyamhoz képest eurónként 10 forintnyi veszteséget eredményez.)

A származékos ügyletek népszerűségét az indokolja, hogy segítségével csökkenthető az azonnali ügyletek kockázata, illetve nem csak az árak növekedésére lehet velük stratégiát kiépíteni, hanem az árak csökkenésére is. A származékos ügyleteken belül további 3 ügylettípust különböztethetünk meg, a 3. ábrának megfelelően.



11. ábra: Ügyletek csoportosítása az ügylet esedékessége szerint

forrás: saját szerkesztés

A **swap ügylet** valamilyen pénzügyi eszköz – általában deviza, értékpapír, vagy kamatláb, de akár nyersanyag – cseréjére vonatkozó megállapodás, amely jövőbeni pénzáramlások cseréjét eredményezi. Jellemzően befektetőre szabott, azaz OTC piaci ügylet, emiatt rugalmas, ugyanakkor – a partnerkockázat miatt – kevésbé biztonságos. A swap ügyleteknek több típusát is megkülönböztethetjük.

- Az egyszerű *kamatlábswap* (plain vanilla) egy olyan megállapodás, amely keretében egy előre meghatározott időpontban adott összegre vonatkoztatva az egyik fél (eladó) fix kamatláb által meghatározott összeget, míg a másik fél (vevő) egy változó kamatlábnak (pl. BUBOR) megfelelő összeget fizet. Az elszámolás során nem a kamatfizetések cserélődnek, hanem az egymásnak fizetendő összegek különbözetét számolják el. Az ügylet fő funkciójának az tekinthető, hogy egy már korábban felvett hitel kamatozását megváltoztathatják a felek: fix kamatlábbal rendelkező hitelt változó kamatozásúvá (a kamatlábak jövőbeni csökkenését feltételezve), míg egy változó kamatlábbal rendelkező hitelt fix

kamatozásúvá (a kamatlábak jövőbeni növekedését feltételezve) lehet alakítani.


- A **deviza swap** egy olyan megállapodás, amely keretében egy adott devizát – összegét és kamatait – egy másik devizára – összegére és kamataira – cserélik. Jellemzően két különböző országban működő vállalat az ügylet szereplője: az ügylet megkötésekor az érvényes azonnali árfolyamon kicserélik a tőkét, majd a kamatfizetések esedékességekor kicserélik az előre rögzített kamatösszegeket, és végül az ügylet lejáratakor visszacserélik a kiinduló devizájukat.

A **határidős ügylet** egy olyan kötelező érvényű szerződés, amely során a felek az ügylet megkötésekor kötelezettséget vállalnak meghatározott mennyiségű és minőségű eszköz (alaptermék), előre meghatározott árfolyamon (határidős ár), meghatározott jövőbeni időpontban (lejárat) történő adásvételére (vétel vagy eladás). Az ilyen ügyletet is kötelező teljesíteni, lejáratkor egyik fél sem gondolhatja meg magát, nem teheti függővé a teljesítését az árak alakulásától. A határidős ügyletnek két típusát különböztetjük meg.

- A forward ügylet az alaptermék (bármilyen típusú) eladására, illetve megvételére szóló megegyezés két fél között egy előre meghatározott jövőbeli időpontban. Az ügylet paraméterei szabadon alakíthatóak, ezáltal rugalmasan a felek igényeihez igazíthatóak.
- A futures ügylet standardizált ügylet tőzsdei lebonyolítással, amelynek alapterméke és annak mennyisége, teljesítésének időpontja és ára előre meghatározott. (Lejárat esetén pl. március, június, szeptember és december hónapokra köthető tranzakció.) Az ügylet alapegysége a kontratus, amely termékenként meghatározott mennyiséget jelent (pl. 50 db részvény, 1000 CHF, 5.000 tonna búza stb.), így akár már egy szerződés kötése is egy jelentősebb befektetést jelez.

A határidős ügyletek egyik fontos jellemzője a *tőkeáttétel*, azaz nincs szükség a mögöttes termék teljes értékének biztosítására, hanem csak annak egy részét kell fedezetként (alapletét) biztosítani. Mivel az elszámolás naponta történik, ezért az alapletétnek – mértéke jellemzően a kontraktus értékének 10-15%-a – a nyitott pozíció lezárásáig a számlán rendelkezésre kell állnia, ez fedezi a napi maximális árelmozdulás által okozott veszteséget. Amennyiben a letét értéke a minimális szint alá csökken, az ügyféltől pótlólagos fedezet elhelyezését kérhetik (változó letét).



 **PÉLDA:** *Tételezzük fel, hogy egy részvény vételére szóló határidős ügylet kontraktusának (egy kontraktus 50 darab részvénynek felel meg) megvásárlásához 100.000 Ft letétre van szükség. Amennyiben a részvény árfolyama 20.000 Ft, akkor az azonnali piacon 5 darab részvényt tudna vásárolni. Ezzel szemben a határidős piacon 50 darab részvennyel kereskedhet, amelynek árfolyamértéke 1.000.000 Ft, tehát a tőkeáttétel ebben az esetben 10-szeres.*

**Az opciós ügylet** egy olyan jogosultságot (tehát nem kötelezettség) jelent, amely vásárlója számára az ügyletben szereplő termék (meghatározott mennyiségének, a szerződésben előre rögzített áron (kötési áron) történő megvételét (vételi, azaz call opció) vagy eladását (eladási, azaz put opció) teszi lehetővé egy jövőbeli időszakban, vagy időpontig. Az opciós szerződések lehetnek európai, vagy amerikai típusúak: előbbi esetben csak a szerződés lejártakor gyakorolható az opciós jog, míg utóbbi esetben a szerződés lejártáig bármely időpontban. Opciós ügylet mind tőzsdén (ez a gyakoribb), mind OTC piacon köthető: utóbbi esetben a forward ügyletkez hasonlóan az ügylet paraméterei a felek igényeihez rugalmasan igazíthatóak.

Az opciós szerződés csak az egyik félnek – az eladónak – jelent kötelezettséget (kiíró), a másiknak – a vevőnek – viszont jogot (jogosult). Ez az opciós díjban nyilvánul meg, amit a jogosult (tulajdonos) fizet a kiírónak a szerződés kötésekor (ez tehát az opció megszerzésének költsége). Mivel egy opciós ügylet kontraktusa a határidős ügyletkez hasonlóan termékenként meghatározott mennyiséget jelent, és az ügylet megkötésekor csak az opciós díjat kell kifizetni, ezért itt is tőkeáttétel jelentkezik.

A jogosultság lehívása az azonnali piaci árfolyam és a kötési ár viszonyától függ: akkor éri meg az opciós joggal élni, ha az opciós árat érvényesítve olcsóbban tudunk venni vagy drágábban tudunk eladni a piaci árnál.

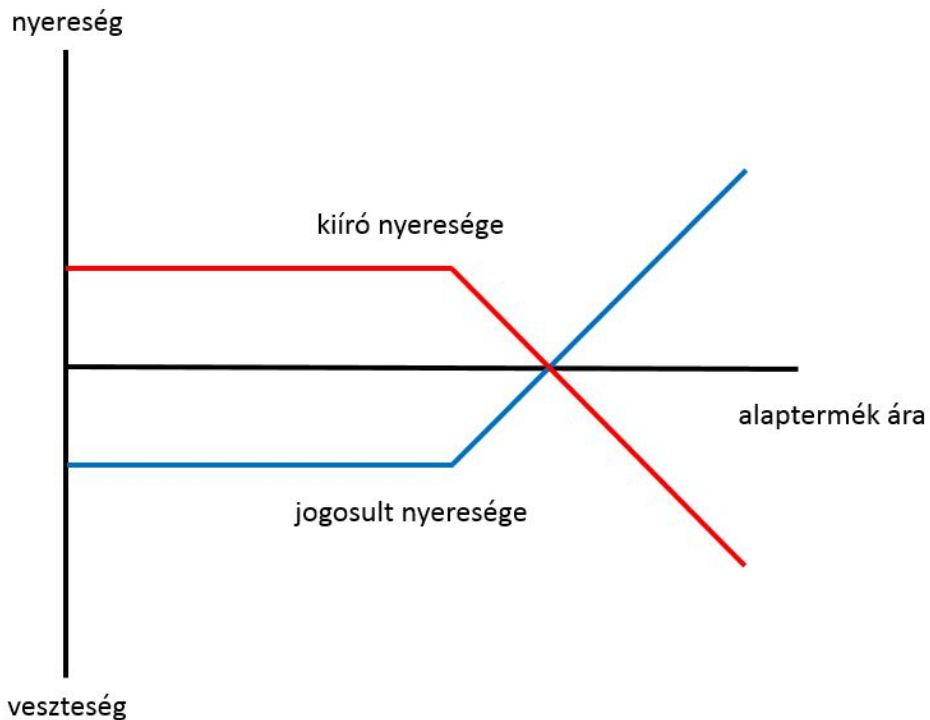
✿ **FELADAT:** Áremelkedésre számít, így vételi (call) opciós megbízást ad egy részvény vételére. Részvényeként a kötési ár 2800 Ft, az opciós díj pedig 250 Ft. Határozza meg az opció értékét, ha az árfolyam lejártkor az azonnali piacon 3.200Ft, 2.700 Ft, illetve 3.000 Ft.

**MEGOLDÁS:** Ha az árfolyam lejártkor az azonnali piacon:

- 3.200 Ft, akkor érdemes lehívni az opciót, mert 150 Ft nyeresége keletkezik (a 2.800 Ft-ért megvásárolt részvényt 3.200 Ft-ért tudjuk eladni, a 400 Ft-os nyereséget ugyanakkor a kifizetendő opciós díj csökkenti;

- 2.700 Ft, akkor nem érdemes lehívni az opciót, azaz 250 Ft vesztesége keletkezik (a 2.800 Ft-ért megvásárolt részvényt 2.700 Ft-ért tudnánk eladni, a 100 Ft-os veszteséget pedig tovább növelné a kifizetendő opciós díj);
- 3.000 Ft, akkor érdemes lehívni az opciót, mert 50 Ft vesztesége keletkezik (a 2.800 Ft-ért megvásárolt részvényt 3.000 Ft-ért tudjuk eladni, a 200 Ft-os nyereséget ugyanakkor a kifizetendő opciós díj csökkenti).

Tehát egy vételi opció vásárlása esetén minél magasabb lejáratkor az azonnali piaci árfolyam, annál magasabb nyereséget érhetünk el az opció lehívásával, ugyanakkor az árfolyam csökkenése esetén a veszteséget az opciós díjban tudjuk korlátozni.

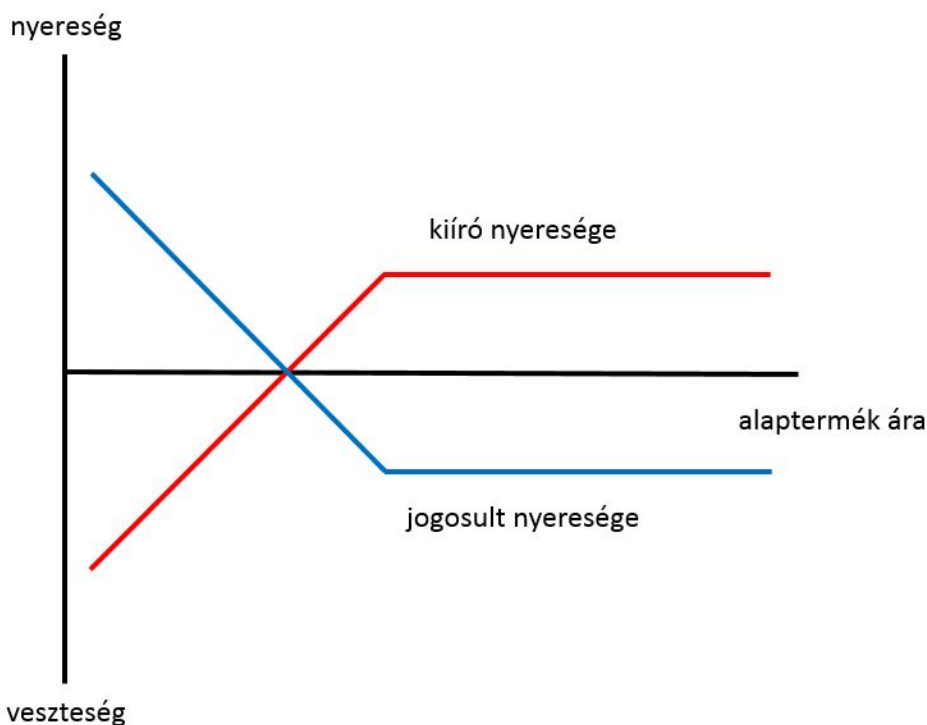


12. ábra: Egy vételi opció nyereségfüggvénye

forrás: saját szerkesztés

Egy eladási opció vásárlása esetén minél alacsonyabb lejáratkor az azonnali piaci árfolyam, annál magasabb nyereséget érhetünk el az op-

ció lehívásával, ugyanakkor az árfolyam növekedése esetén a veszteséget az opciós díjban tudjuk korlátozni.

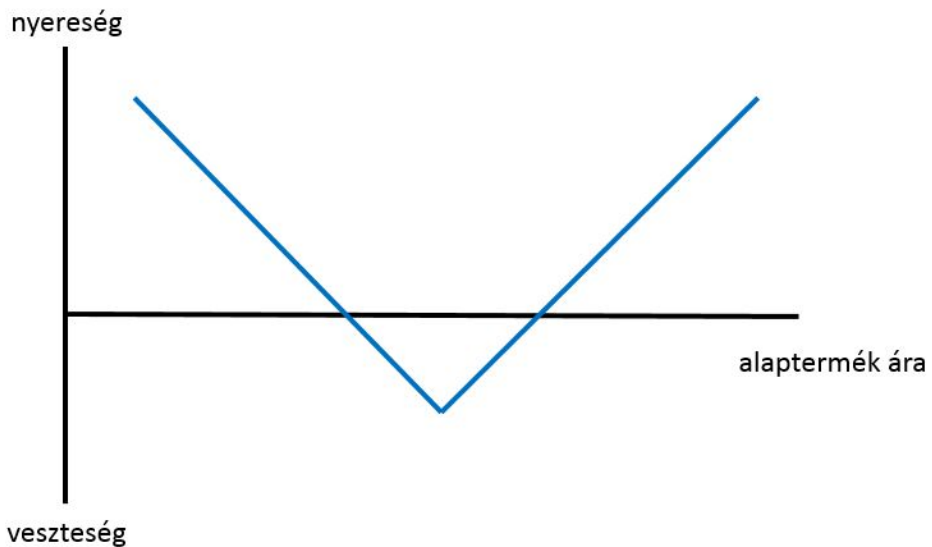


13. ábra: Egy eladási opció nyereségfüggvénye

forrás: saját szerkesztés

Az opciós ügyletek további fontos jellemzője, hogy a különböző lejáratú, lehívási árú és jellegű (vételi, eladás) opciók kiírásával és vételével a befektetők rendkívül változatos stratégiákat építhetnek ki, és ezáltal nem csak az árak emelkedésére vagy csökkenésére, de akár még a stagnálására és pozíció képezhető.

- A terpesz stratégiát akkor használjuk, ha várakozásunk szerint az árfolyam jelentősen el fog mozdulni, de nem tudjuk, hogy az elmozdulás iránya milyen lesz. A stratégia egy adott vételi opció és egy ugyanakkora mennyiségű, azonos lehívási árú és idejű eladási opció megvásárlását jelenti.

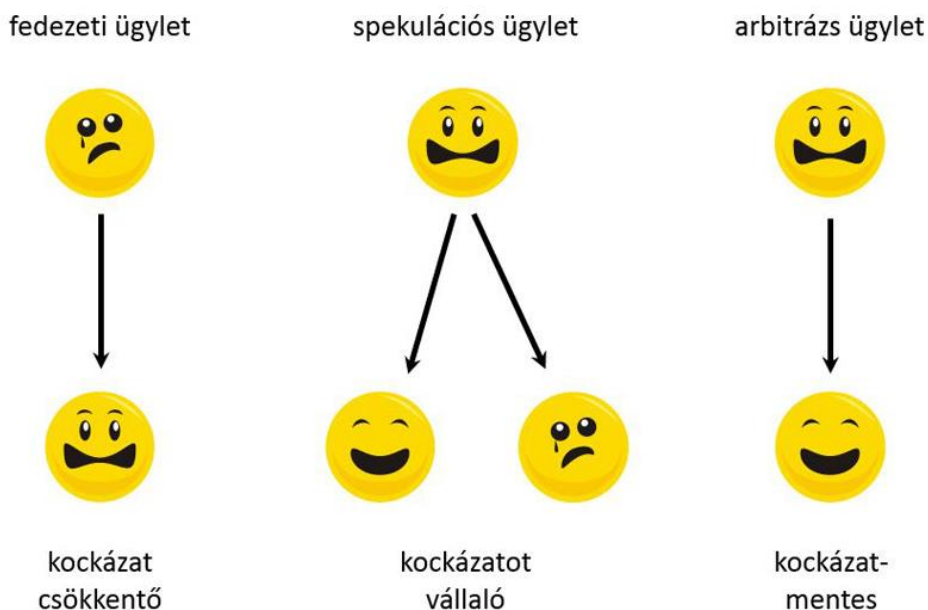


14. ábra: Egy vételi terpesz (long straddle) stratégia opció nyereségfüggvénye

forrás: saját szerkesztés

#### 4.2.2.2. Az ügyletek típusai a kockázat szerint

Az **ügylettel vállalt kockázat** szerint fedezeti, spekulatív és arbitrázs ügyletről beszélhetünk (6. ábra). Létezik ugyanakkor tényleges (effektív) ügylet is, amely során a szerződést kötőknek ténylegesen szüksége van a termékre, árura (például egy pékség azért vásárol búzát, mert annak feldolgozásával állítja elő termékeit), ebben az esetben a kockázat vállalás nem értelmezhető.



15. ábra: Ügyletek csoportosítása a vállalt kockázat szerint

forrás: saját szerkesztés

**Fedezeti ügylet** esetén nyitott pozícióval (olyan jövőbeli pénzáramlás, amely valamilyen típusú kockázatnak, pl. árfolyamkockázatnak van kitéve) rendelkező piaci szereplők biztosítják be pozíciójukat az esetleges veszteségek ellen: a cél tehát a kockázat csökkentése, megszüntetése, a biztonság előtérbe helyezésével. Fedezeti ügylet során általában valamilyen származékos ügyletet kötünk, és fontos kiemelni, hogy a rögzített árral a kockázat vállalt, esetleges kedvező változás előnyeiről is lemondunk.

**PÉLDA:** Egy vállalat február elsején szerződést kötött osztrák partnerével 100.000 euró értékű áru importjára. A partner július végén szállítja az árut, és a vállalat augusztus 31-ig köteles az ellenértéket átutalni. Februárban, a szerződéskötéskor az euró árfolyama 310 Ft. A vállalat a forint gyengülésére, árfolyam emelkedésre számít, emiatt határidős vételi ügyletet köt, az euró fél éves határidős árfolyama 320 Ft. Az ügylet eredményeképp a vállalat számára megszűnt az árfolyamkockázat, bárhogy is alakul az árfolyam, ő 320 Ft-ért fog egy eurót megvásárolni. Ha az augusztusi azonnali euró árfolyam ennél magasabb, pl. 335 Ft lesz, akkor kivédte az árfolyam emelkedés egy részét, és 1,5 millió Ft-tal ol-


*csóbban tudta megvenni a számára szükséges euró mennyiséget. Természetesen, ha a forint az euróval szemben erősödött volna (pl. 305 Ft-ra), akkor rosszabbul járna, és összességében 1,5 milliárd Ft-tal drágábban tudna eurót venni. De ne feledjük, az ügylet célja nem a nyereség elérése volt, hanem az árfolyamkockázat csökkentése!*

**Spekulatív ügylet** esetén a kockázat felvállalásának célja az esetleges nyereség elérése: az ügylet eredménye lehet nyereség, de akár veszteség is. A **hossz kereskedő** (haussier) az árfolyam emelkedésére számít, és ezért ma vásárol abban a reményben, hogy ezeket később, magasabb árfolyamon értékesíteni tudja. A **bessz kereskedő** (baisser) az árfolyam csökkenésére számít, ezért ma elad, hogy később ugyanazt a terméket majd alacsonyabb árfolyamon visszavásárolja. A spekulánsokat, szokás a szerint is megkülönböztetni, hogy milyen hosszú ideig tartják fenn a nyitott pozíciójukat:

- a **skalper** csak néhány percre, esetleg óráig tartja fenn a pozícióját, gyakori üzletkötéseivel a kicsi árfolyam változásokat kívánja kihasználni;
- a **day-trader** (napi spekulánsok) a nap végén mindig lezárja a pozícióját, a napi záró és a következő nyitó árfolyam eltéréséből származó kockázat miatt;
- a **trendspekulánsok** hosszabb távra (hónapokra, akár évekre) fogalmaz meg várakozást.

A spekulánsok valamennyi piac hasznos és nélkülözhetetlen szereplői: ők vállalják a kockázatot a fedezni szándékozótól, illetve mivel állandóan készek venni és eladni, ezért ők adják a piac likviditását.

**Különbözeti ügylet** (arbitrázs) esetén az arbitrázsőr célja a kockázatmentes profit realizálása: azon a piacon vásárol, ahol a termék olcsóbb, és ezzel egy időben (így nem keletkezik nyitott pozíció) azon ad el, amelyen drágább. Az arbitrázs ügylet oka az árak eltérése, és következménye az áreltérések eltűnése, és ezzel az árak kiegyenlítődése. Az árak eltérést a nem megfelelő információáramlás okozza: az egyik piacon az információ már beépül az árfolyamba (például megjelenik egy nagyobb eladó a piacon, és a kínálat növekedése az árak csökkenését okozza), míg a másik piacon még nem.

 **PÉLDA:** *Tételezzük fel, hogy a Magyar Telekom részvényvel a budapesti és a New York-i tőzsdén egyaránt kereskednek, és Budapesten az árfolyam 310 Ft, míg New Yorkban 305 Ft. Ebben az esetben az arbitrázsőr New Yorkban fog venni 305 Ft-ért, és ezzel egy időben Budapesten fog eladni 310 Ft-ért, és így kockázatmen-*

*tesen keres 5 Ft-ot részvényenként. Az ügylet eredményeképpen New Yorkban megnő a kereslet, ami az árfolyamot felfelé húzza, és ezzel egy időben Budapesten megnő a kínálat, ami az árfolyamot lefelé húzza, egészen addig, amíg ugyanazon árfolyammal nem fognak kereskedni a részvényt.*

### 4.2.3 A tőzsdei megbízás folyamata

Tőzsdei ügylet tőzsdei megbízás keretében köthető, amelynek végrehajtása a tőzsdei kereskedő tag („bróker cég”) közreműködésével történik. A tőzsdei kereskedő cég kiválasztásának legfontosabb szempontjai:

- a cég tőkeereje,
- a cég díjstruktúrája,
- személyes kapcsolat,
- megbízási lehetőségek típusai (személyesen, vagy levélben, faxon, telefonon vagy az interneten).

A megbízások esetén az ügylet minden fontos paraméterét megadja a befektető: az értékpapír neve vagy kódja, illetve az időtartamra, mennyiségre és az árra vonatkozó információkat. A megbízás egyik legfontosabb jellemzője az ár szerinti típus kiválasztása, amely alapján négyféle megbízást lehet megkülönböztetni.

- *Piaci megbízás* esetén nem kell megadni árat, a rendszer az akkor elérhető legjobb áron teljesíti a megbízást. Kockázata, hogy a nem lehet pontosan tudni, hogy mekkora árfolyamon fog a megbízás teljesülni.
- *Limitáras megbízás* esetén az ajánlatban megadott áron, illetve annál jobb áron teljesíthető: vételnél a megadott áron vagy azalatt teljesülhet a megbízás, eladásnál a megadott áron vagy afelett.
- *Market-to-limit megbízás* egy ár megjelölése nélkül tett elsősorban piaci ajánlatot takar, amely csak a legjobb árszinten köt, de az ajánlat legjobb árszinten nem teljesülő része nem törlődik végleg az ajánlati könyvből, hanem a kötés árával megegyező áron limit ajánlatként kerül oda vissza.
- *Jéghegy (iceberg) megbízás* esetén az ajánlati mennyiségének csupán egy kisebb része látható az ajánlati könyvben, a fennmaradó rész a folyamatos ajánlatpárosítás során láthatatlan marad (akár a tengeren úszó jéghegy).

A megbízások tehát a közvetítő segítségével jutnak el a tőzsde kereskedési rendszerébe, és amennyiben az eladó és a vevő egymásra talál, akkor születik meg egy tőzsdei ügylet. A kereskedés technikai lebonyolítása szerint a tőzsdék két fő típusát különböztetjük meg:

- nyílt kikiáltásos kereskedés: az alkuszok hangos szóval bekiáltják ajánlataikat, és ha egy ajánlatot egy másik bróker elfogad, akkor létrejön az üzlet, majd az elszámolás a kereskedést követően történik meg.
- számítógépen keresztül történő automatikus kereskedés: számítógépes rendszer végzi az ajánlatok egyszeri és folyamatos párosítását, az elektronikus kereskedelem nem igényel tőzsdei parkettet, a kereskedés a brókercégekhez kihelyezett terminálokon történik.

Amennyiben egy vevő és egy eladó megbízása a paraméterek alapján megfelel egymásnak, akkor jön létre a tőzsdei ügylet. A tranzakció zárását két lépésre bonthatjuk:

- az elszámolás (klíring) a piaci szereplők kétoldalú vagy többoldalú kötelezettségeinek kiszámítását és egyeztetését jelenti, ami történhet bruttó (ügyletről ügyletre), illetve nettó alapon (a kölcsönös kötelezettségek beszámításával);
- a teljesítés (kiegyenlítés) során az értékpapír és a vételár gazdát cserének, az értékpapír átkerül az eladótól a vevőhöz (leszállítás), illetve megtörténik a vételár átutalása az eladónak (fizetés).

A hazai tőzsdei ügyletek elszámolása és teljesítése a Központi Elszámolóház és Értéktár Zrt.-n (KELER) keresztül zajlik. A KELER, mint szakosított hitelintézet biztosítja azonnali értékpapírügyletek esetén a központi szerződő fél (central counterparty, CCP) intézményét: egy esetleges nemteljesítés esetén a vevővel szemben eladóként, az eladóval szemben pedig vevőként lép fel, (nováció), így felelve az ügyletek teljesítéséért.

#### **4.2.4 A tőzsdei indexek**

A tőzsdei indexek szerepe a piaci folyamatok alakulásának egyetlen számba való közvetítése a piaci szereplők irányába. Alapvetően nem adott időpontbeli értéke (pl. a BUX index esetén 2013 végén 18.564 pont) a fontos információ, hanem adott időszakban az index értékének változása (pl. a BUX index 2013 egészében 2,15%-kal emelkedett).

Az indexek további fontos funkciója, hogy segítségükkel összehasonlíthatóak az egyes piaci szegmensek folyamatai (pl. FTSE100 és BUX index összehasonlításával két részvénytőzsdén, vagy BUX és MAX index összehasonlításával a részvények és állampapírok teljesítménye), illetve benchmarkként (viszonyítási pontként) szolgálhatnak befektetési alapok teljesítményének mérésekor, sőt akár tőzsdei terméként is funkcionálnak.



A legismertebb hazai tőzsdei index az 1991 óta létező a **Budapesti Értéktőzsde Részvényindexe (BUX)**, amely a magyar részvénytőzsdén teljesítményét méri. Az index kosarában minimum 12, maximum 25 részvény található, a részvények súlya nem azonos, hanem azt a köz-kézhányaddal (adott kibocsátó esetén a tőzsdén megvásárolható részvények aránya az összes részvényhez képest) korrigált kapitalizációk (piaci tőkeérték) egymáshoz viszonyított aránya határozza meg. A kosár felülvizsgálatára (márciusban és szeptemberben) az indexkézi-könyv alapján (hét paraméter alakulását vizsgálva) az indexbizottság tesz javaslatot, a kosárban szereplő részvények köre így időről időre változik.

3. táblázat: A BUX index részvénykosara 2013 végén

részvény	ágazat	súly (%)
OTP	banki szolgáltatások	30,76
MOL	kőolaj- és földgázipar	30,42
RICHTER	gyógyszeripar	25,08
MTELEKOM	telekommunikáció	9,71
FHB	banki szolgáltatások	0,96
CIGPANNONIA	biztosítás	0,96
DANUBIUS	szállodaipar	0,73
ÁLLAMI NYOMDA	egyéb ipari termékek	0,39
RÁBA	gépjárműgyártás	0,33
PANNERGY	egyéb ipari szolgáltatások	0,31
APPENINN	egyéb pénzügyi szolgáltatás	0,25
SYNERGON	informatika	0,11

forrás: saját szerkesztés BÉT adatok alapján

További fontos hazai tőzsdeindexek:

- BUMIX: a BÉT Közepes és Kis Kapitalizációjú Részvényeinek (maximum 100 milliárd forintos tőkeérték) Indexe;
- RAX: a Bamosz Részvény Befektetési Alap Portfólió Index;
- DWIX: a 3, 6 és 12 hónapos kincstárjegyek aukciós eredményeiből kalkulált kincstárjegy hozamindex;

- MAX: egy évnél hosszabb hátralévő lejáratú idejű, fix kamatozású Magyar Államkötvények árfolyamváltozását jelző mutató.

Néhány fontosabb nemzetközi tőzsdeindex:

- a New York-i tőzsde indexeként 1896 óta létező **DJIA** (Dow Jones Industrial Average) a harminc legfontosabb USA nagyvállalat részvényeinek alakulását mutatja meg;
- a S&P500 az 500 legfontosabb USA nagyvállalat részvényeinek alakulását mutatja;
- a Nasdaq100 a 100 legfontosabb technológiai céget tömörítő index;
- a DAX30 a 30 legfontosabb német részvényt tartalmazza;
- a FTSE100 a 100 legfontosabb angol részvényt foglalja magába;
- a Nikkei225 pedig a 225 legfontosabb japán részvényt tömörítő index.

A New York-i tőzsde honlapja:

9. <http://www.nyse.com/index>

A londoni tőzsde honlapja:

10. <http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm>

### 4.3 ÖSSZEFOGLALÁS, KÉRDÉSEK

#### 4.3.1 Összefoglalás

A tőzsde tehát az értékpapírok forgalmazásának színtere, jelentősége a 19. század második felétől a 20. század végéig folyamatosan emelkedett. Szinte bármilyen termékkel lehet a tőzsdén kereskedni, aminek van piaca, tehát létezik eladói és vevői szándék. A termékekre számos okból kötnék, alapvetően időbeliség és kockázat alapján csoportosítható ügyleteket a befektetők, egy-egy tranzakciónak pedig több paraméterét (ár, időtartam, mennyiség stb.) is ki lehet emelni. A tőzsdék életében kiemelkedő jelentőséggel bírnak az indexek, amelyek megmutatják és összehasonlíthatóvá teszik az egyes piaci szegmensek teljesítményét.

#### 4.3.2 Önellenőrző kérdések

1. Mutassa be az értékpapírpiacok típusait koncentrálttsága alapján!
2. Csoportosítsa és jellemezze az ügyleteket azok esedékessége szerint!
3. Mutassa be a swap ügylet fogalmát és két típusát!

4. Mutassa be a határidős ügylet fogalmát és két típusát!
5. Csoportosítsa és jellemezze az ügyleteket kockázat szerint!
6. Mutassa be a hazai tőzsdei megbízások ár szerinti típusait!

### 4.3.3 Gyakorló tesztek

Melyik ügyletre jellemző az alábbi állítás? Olyan megállapodás, amely keretében egy előre meghatározott időpontban adott összegre vonatkoztatva az egyik fél (eladó) fix kamatláb által meghatározott összeget, míg a másik fél (vevő) egy változó kamatlábnak megfelelő összeget fizet.

- opciós ügylet
- **swap ügylet**
- forward ügylet

Egy eladási opció vásárlása esetén minél magasabb lejáratkor az azonnali piaci árfolyam, annál magasabb nyereséget érhetünk el az opció lehívásával, ugyanakkor az árfolyam csökkenése esetén a veszteséget az opciós díjban tudjuk korlátozni.

- igaz
- **hamis**

Melyik megbízás típusra igaz az alábbi állítás? A megbízás esetén nem kell megadni árat, a rendszer az akkor elérhető legjobb áron teljesíti a megbízást.

- **piaci megbízás**
- limitáras megbízás
- jéghegy megbízás

Melyik fogalomra igaz az alábbi állítás? A folyamat során az értékpapír és a vételár gazdát cserének, az értékpapír átkerül az eladótól a vevőhöz (leszállítás, illetve megtörténik a vételár átutalása az eladónak (fizetés)).

- nyílt kikiáltásos kereskedés
- limitáras megbízás
- **elszámolás**

A magyar és a német részvénytőzsde 2013-as évi teljesítményét összehasonlítva, amelyik index (BUX vagy DAX30) magasabb pontértéket mutat év végén, az eredményezett nagyobb hozamot.

- igaz
- **hamis**

Az alábbi megállapítások közül melyik IGAZ a BUX indexre?

- a Budapesti Értéktőzsde indexe, amelyet a kosarában szereplő részvények árfolyamából számolnak

- a naptári éven belüli hátralévő futamidejű fix kamatozású magyar államkötvények indexe

- a részvény befektetési alapok indexe

Melyik részvénytársaság részvénye nem tagja a BUX indexnek?

- Richter

- Magyar Posta

- OTP

Az alábbiak közül melyik igaz Nikkei225 indexre?

- egy évnél hosszabb hátralévő lejáratú, fix kamatozású Magyar Államkötvények árfolyamváltozását jelző mutató

- a száz legfontosabb USA nagyvállalat részvényeinek alakulását mutatja meg

- a 225 legfontosabb japán részvényt foglalja magába

### **Próbavizsga**

Melyik megbízás típusra igaz az alábbi állítás? A megbízás az ajánlatban megadott áron, illetve annál jobb áron teljesíthető: vételnél a megadott áron vagy azalatt teljesülhet a megbízás, eladásnál a megadott áron vagy afelett.

- piaci megbízás

- limitáras megbízás

- jéghegy megbízás

Az opció kiírója mindig kötelezettséget vállal a teljesítésre, mivel az opciós ügyletekben az opció vásárlója szerez az opció lehívására jogokat.

- igaz

- hamis

### **Záróvizsga A**

Melyik ügyletre jellemző az alábbi állítás? Olyan származtatott ügylet, mely lényegében egy termék (mögöttes termék) előre meghatározott

mennyiségben és előre meghatározott áron történő jövőbeni vásárlására, illetve eladására szóló szerződés.

- opciós ügylet
- swap ügylet
- **határidős ügylet**

Az spekuláns olyan piaci szereplő, aki a piaci anomáliákból adódó félrearázásokat kihasználva kockázat vállalása nélkül szerez hasznot.

- igaz
- **hamis**

### **Záróvizsga B**

Az alábbiak közül melyik igaz FTSE100 indexre?

- egy évnél hosszabb hátralévő lejáratú, fix kamatozású Magyar Államkötvények árfolyamváltozását jelző mutató
- **a száz legfontosabb angol részvényt foglalja magába**
- a száz legfontosabb USA nagyvállalat részvényeinek alakulását mutatja meg

A KELER a tőzsdén megkötött tőkepiaci ügyletek elszámolásával és teljesítésével kapcsolatos szolgáltatásokat teljesítő szakosított hitelintézet.

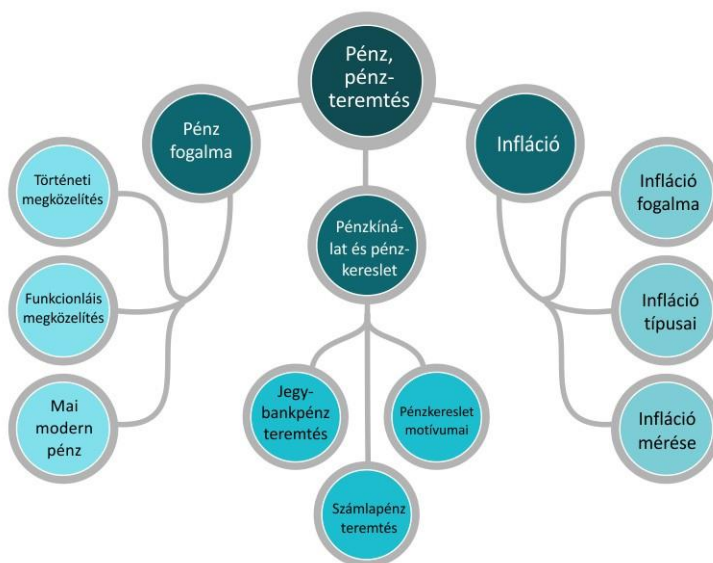
- **igaz**
- hamis

## 5. PÉNZ, PÉNZTEREMTÉS

### 5.1 CÉLKITŰZÉSEK ÉS KOMPETENCIÁK

Mi a pénz fogalma? Egyszerűnek tűnő kérdés, ugyanakkor az elmúlt évtizedekben bekövetkező pénzügyi innovációk következtében annak értelmezése még a közgazdászok között is vitát eredményezhet. A pénz teremtésének folyamata a gazdaság, és egyúttal a bankrendszer fejlődésével ma már jóval összetettebb, mint volt a középkorban. A pénz megnyiségének mérése a jegybankok tevékenysége szempontjából lesz fontos, de az értékvesztésének, az inflációnak mérése már minden gazdasági szereplő döntését befolyásolja.

A lecke célja, hogy bemutassa a pénz fogalmának történeti és funkcionális megközelítését, illetve a mai modern pénz definíciójának tartalmát. A hallgató ismerje meg a jegybanki pénzteremtés módozatait, és a kereskedelmi bankok aktív, passzív és multiplikatív számlapénz teremtésének folyamatát, valamint a pénzkereslet motívumait. Képes legyen értelmezni az infláció fogalmát, annak típusait, és a mérésre szolgáló főbb hazai árindexeket.



16. ábra: Pénz, pénzteremtés lecke struktúrája

forrás: saját szerkesztés

## 5.2 TANANYAG

### 5.2.1 A pénz fogalma

A pénz definícióját komplexitása révén rendkívül nehéz meghatározni. Jogi értelemben – a pénzforgalmi szolgáltatás nyújtásáról szóló 2009. évi LXXXV. törvény szerint – a pénz bankjegy, érme, számlapénz, és az elektronikus pénz. Hétköznapi értelemben a pénz a bankjegy és az érme, ugyanakkor fizetni bankkártya, vagy étkezési utalvány segítségével is lehet, azaz a pénz fogalma jóval tágabb, mint azt első értelmezésben gondolhatjuk. Ráadásul a pénz a történelem során a társadalmi-gazdasági fejlődés eredményeképp számtalan alakot öltött és sokféle sajátos funkciót töltött be: így a fogalmát történeti és funkcionális szempontból is vizsgálhatjuk, hozzá téve, hogy a pénz kialakulásának igen széles szakirodalma van (pl. az ókorig visszanyúlva Arisztotelész, vagy Smith, Ricardo és Marx elméletei, illetve Weber szociológiai megközelítése, vagy Polányi antropológiai megközelítése)<sup>6</sup>.

#### 5.2.1.1. Történeti megközelítés

A pénz történelmi fejlődését vizsgálva elsőként az **rendszer**t emelhetjük ki, ahol a pénz szerepét egy termék (áru) töltötte be, ezzel a közvetlen termékcseré hosszú folyamatát két lépésre redukálva: termék értékesítése árupénzért, majd azért pedig másik termék vásárlása. Klasszikusan az alábbi jellemzők mellett váltak bizonyos termékek (pl. só, marha, prém, kagyló stb.) árupénzzé: ritka, értékálló, esztétikus és könnyen kezelhető.

A **nemesfém pénzrendszerek** esetén az árupénz szerepét már nemesfémek töltötték be, i.e. VII. századtól<sup>7</sup> már érme formájában. Monometallizmus esetén egyféle nemesfém (az arany), míg bimetallizmus esetén más nemesfém (pl. ezüst, réz) is betöltötte a pénz szerepét.

A gazdaság fejlődésével a nemesfémek véges mennyisége már nem volt képes fedezni az egyre bővülő kereskedelem pénzigényét, ezért megjelentek a **papíryanagú pénzhelyettesítők**. Kialakulásukat két modell is magyarázza:

- a lombard modell szerint a középkorban (először itáliai városállamokban a XII. században) a távolsági kereskedelem miatt a

<sup>6</sup> Melyekről – többek között – Vigvári Pénzügy(rendszer)tan c. könyvében (Vigvári, 2008) nyújt áttekintést.

<sup>7</sup> Az első vert pénzérmeiket valószínűleg i.e. 650 körül Lüdiában készítették electrumból, ami az arany és ezüst természetes ötvözete volt.

tranzakciók egy részét a vevők adóskötelezvények, váltók kibocsátásával finanszírozták, majd a bankok kezdték el azokat forgatni, illetve önmagukra szóló bankárváltókat kibocsátani, később pedig az állam vette kézbe az immáron kerek címletű, lejárat és kamatfizetés nélküli bankjegyek kibocsátásának jogát;

- a kínai modell szerint pedig a papírpénz forgalmát a császár uralkodói rendelettel kényszerítette ki, annak értékét meghatározott súlyú nemesfémbe kifejezve (i. sz. 800 körül kezdte el használni).

A XIX. században felgyorsult a pénzhelyettesítők terjedése, és az arany egyre inkább kiszorult a pénzforgalomból (ez az arany demonetizálódásának folyamata). Az első világháború után megszűnt az aranyalapú **pénzrendszer**, és a korábbi pénzhelyettesítők pénzzé léptek elő, ugyanakkor az arany a nemzetközi pénzügyi rendszerben egészen 1971-ig töltött be pénzfunkciókat.

#### 5.2.2.2. *Funkcionális megközelítés*

A pénz definiálásnak nehézségei miatt a közgazdászok a funkcióira helyezik a hangsúlyt. Klasszikusan négy fő funkciót lehet kiemelni:

- elszámolási-egység funkció, azaz képesnek kell lennie minden áru-, követelés-, kötelezettség értékét saját egységére vetítve meghatározni;
- forgalmi eszköz funkció, azaz a pénz és az áru egyidejűleg cserél helyet egymással, és ezáltal a termékcsere hosszú csereláncolata két csereaktusra redukálható;
- értékmegőrző funkció, azaz rövidebb vagy hosszabb ideig felhalmozódik (nem kerül elköltésre), és vásárlóértéke az idő függvényében konstans;
- fizetési eszköz funkció, azaz az áru vásárlása és az ellenérték kifizetése időben elszakad egymástól.

A funkcionális megközelítés szerint azt az eszközt tekinthetjük pénznek, ami a fenti funkciókat teljes egészében és maradéktalanul képes ellátni.

#### 5.2.2.3. *A mai modern pénz*

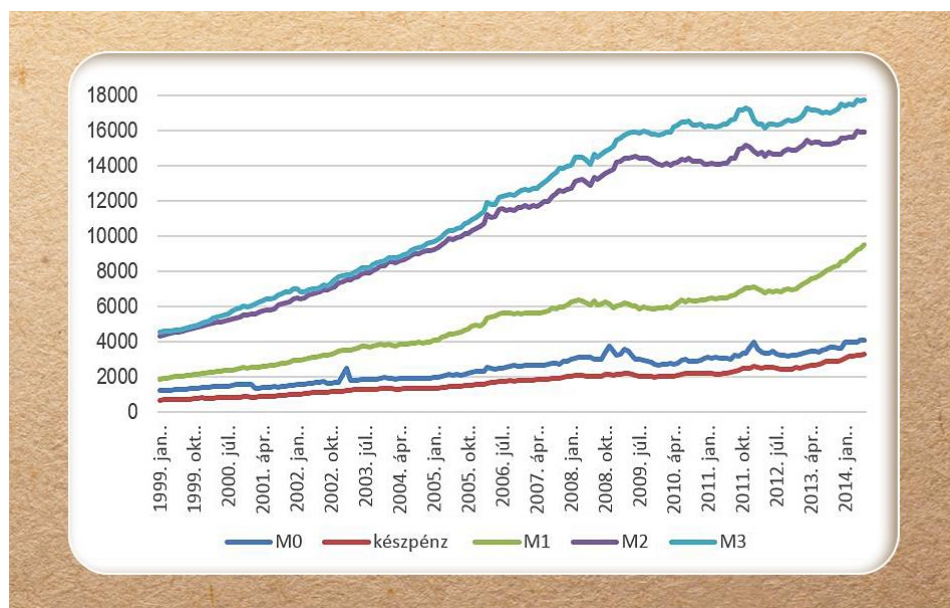
A mai pénzrendszert hitelpénzrendszernek nevezzük, mert a pénz teremtése a bankrendszer hitelnyújtásával történik, kétféle módon:

- a jegybankpénz kibocsátója az adott ország központi bankja;
- a kereskedelmibank-pénz kibocsátója pedig az adott ország valamely bankja.



Formáját tekintve a pénz lehet készpénz (bankjegy és érme) és számlapénz (materiális forma nélkül), de készpénzt a bankok nem teremthetnek, az a jegybankok monopóliuma. A bankok által létrehozott számlapénz a bank korlátozott fizetési ígéretét testesíti meg, és csak ügyfélkörön belül teljesít minden pénzfunkciót. A számlapénz átváltása jegybankpénzre pedig a kibocsátó bank felelőssége.

Látható tehát, hogy rendkívül nehéz a pénz fogalmát pontosan meghatározni. Mivel a pénznek sokféle formája létezik, ezért a forgalomban lévő pénz mennyiségének mérésére a **monetáris aggregátumokat** használjuk. Az egyes kategóriák meghatározásakor (az angol money szó rövidítését használva azokat M-mel és számokkal jelölve) az eszközök pénzként való számbavétele a fizetési és az értékmegőrző funkció alapján történik, egyre növelve a számba vett pénzmennyiségét, illetve csökkentve a likviditást.



17. ábra: A hazai pénzmennyiségek alakulása (milliárd forint 1999 és 2014. június 30 között)

forrás: MNB adatok alapján saját szerkesztés

A kategóriák:

- M0 (vagy monetáris bázis), amely a legszűkebb pénzaggregátumként a készpénzt és a kereskedelmi bankok jegybanknál vezetett számlainak egyenlegét tartalmazza;

- M1, amely a forgalomban lévő készpénz mellett a látra szóló betéteket tartalmazza;
- M2, amely az M1 elemein túl a két évnél nem hosszabb lejáratra lekötött betéteket foglalja magában; illetve
- M3, amely a kereskedelmi bankok által kibocsátott, a bankbetétek közeli helyettesítőinek tekinthető piacképes pénzügyi eszközöket (visszavásárlási megállapodások, pénzpiaci alapok befektetési jegyei és hitelviszonyt megtestesítő, maximum két éves lejáratú bíró értékpapírok) tartalmazza.

### 5.2.2 Pénzkínálat és pénzkereslet

A pénzteremtésre tehát a jegybankok és a kereskedelmi bankok képesek. A **jegybank** – mérlege alapján – három eszköze révén képes pénzteremtésre (fordítottjuk révén pedig a pénz megsemmisítésére):

- arany, vagy külföldi fizetőeszköz (valuta, deviza) vásárlása;
- kereskedelmi bankoknak nyújtott közvetlen vagy értékpapír-vásárlás formájában nyújtott hitelek (refinanszírozási hitelek);
- költségvetésnek nyújtott hitelek (amely fejlett országokban tiltott).

A **kereskedelmi bankok** a jegybankhoz hasonló módon képesek pénzteremtésre, azzal a megkötéssel, hogy csak számlapénzt tudnak teremteni. Ennek egyik módja az **aktív számlapénz-teremtés**, amely során a bank önmagára szóló – de a kiterjedt ügyfélkör miatt széles körben elfogadott – követelés teremtésével növeli a pénz mennyiségét két-féle eszköz segítségével:

- hitelnyújtás, amely során mind a bank, mind az ügyfél vagyona (mérlegfőösszege) növekszik; illetve
- értékpapír vásárlással, amely során csak a bank vagyona (mérlegfőösszege) növekszik, az ügyfél esetén a vagyon változatlan, annak szerkezete (készpénzért cserébe értékpapír) módosul.

Másik módja a **passzív számlapénz-teremtés**, amely során egy ügyfél pénzbefizetésének vagy egy másik banktól érkező átutalás fogadásának révén teremt a bank önmagára követelést. Ebben az esetben az ügyfél vagyona szintén változatlan, annak csupán szerkezete (készpénzért cserébe értékpapír) módosul.

A bankok pénzteremtésének további fontos jellemzője a **multiplikatív pénzteremtés** folyamata, amely a banknál elhelyezett jegybankpénz állomány és az általa nyújtható számlapénz mennyisége közötti összefüggést mutatja be. A folyamat fontos eleme a kötelező tartalékolás, amely szerint a bankoknak egy jegybanknál vezetett számlán kell tartaniuk betét állományuk meghatározott hányadát.

Ha a tartalék ráta 10%, akkor a bank az ügyfél által nála elhelyezett 1000 egységnyi készpénzből 100 egység tartalékot képez, és marad neki 900 egységnyi szabad tartalék. A bank a szabad tartaléka alapján hitelt nyújt egy másik ügyfelének, amit ő (mint vevő) átutal egy termék vagy szolgáltatás vásárlása esetén egy eladónak. Így az eladó bankjánál megjelent 900 egységnyi pénz, amiből ő is képez 90 egységnyi kötelező és 810 egységnyi szabad tartalékot, majd egy következő hitelnyújtást és tranzakciót követően a harmadik bank a nála elhelyezett 810 egységnyi pénzből szintén képez 81 egységnyi kötelező és 729 egységnyi szabad tartalékot. A folyamat addig tart, amíg multiplikatív módon további (végtelen sok) hasonló periódusokat követően már nem képződik fölös tartalék, a kezdő 1000 egységnyi jegybankpénz lekötésre nem kerül.

Mivel a folyamat egy mértani sorozat, ezért a jegybankpénz állomány alapján nyújtható számlapénz mennyiségét a kötelező tartalék reciproka, az úgynevezett *pénzmultiplikátor* mutatja meg. A pénzmultiplikáció tehát az a folyamat, amely során a bankok pénzteremtési tevékenysége folytán a jegybankpénz egységnyi bővülése sokszorosával növeli a pénz mennyiségét. A magyar jegybank gyakorlatában pénzmultiplikátor M1 vagy M3 monetáris aggregátum és a monetáris bázis (mint jegybankpénz) hányadosa. A bankok pénzteremtési tevékenységét a kötelező tartalék ráta szintje mellett az is befolyásolja, hogy az ügyfelek készpénzállományának mekkora része kerül be valamely bank közvetítésével a pénzteremtés láncolatába.

A **pénzkereslet** az a pénzmennyiség, amelyet a gazdasági szereplők tranzakciós, óvatossági és spekulációs okokból kiindulva szándékoznak tartani:

- a *tranzakciós pénzkereslet* az a pénzállomány, amelyet a gazdasági szereplők termékek és szolgáltatások megvásárlására, valamint fizetési kötelezettségeik teljesítése céljából tartanak;
- az *óvatossági pénzkereslet* az a pénzmennyiség, amelyet előre nem tervezhető kiadások finanszírozása érdekében tartanak a gazdasági szereplők;
- a *spekulációs pénzkeresletnek* a vagyon értékének megőrzésére, a likviditásra irányuló pénzállomány.

### 5.2.3 Az infláció

Az **infláció** az általános árszínvonal – azaz az áruk és szolgáltatások általános árszintjének – folyamatos és tartós emelkedését, a pénz vásárlóértékének csökkenését jelenti. Ellentettje a **defláció** (vagy dezinfláció), ami tehát az árszínvonal folyamatos és tartós csökkenését jelenti. A defláció rendkívül káros jelenség: a gazdaság szereplői az árak további

csökkenését várva későbbre halasztják fogyasztásukat, ami miatt a kereslet visszaesik, és így a vállalatok is visszafogják a termelést, ami tartós gazdasági recesszióhoz (visszaeséshez) vezethet.

Az infláció a deflációnál jellemzőbb gazdasági folyamat. Számos káros hatása mellett, az egyes gazdasági szereplők szemszögéből néhány előnye is kimutatható. Az infláció néhány káros hatása (hátránya):

- megnehezíti a gazdasági szereplők döntéseit a bizonytalanság miatt;
- megnöveli a folyó gazdálkodás költségeit (menüköltség<sup>8</sup>);
- megnöveli a pénztartás költségeit (cipőtalp költség<sup>9</sup>) és csökkenti a megtakarítások értékét;
- a jövedelem változatlansága esetén csökkenti a fogyasztói jólétet;
- erősíti a spekulációt.

Az infláció előnye a költségvetés szempontjából a magasabb árak miatt – a kiadások kontrollja (pl. közalkalmazottak bérének befagyasztása) mellett – az adóbevételek növekedése lehet, emiatt a gazdaságpolitika élhet az infláció gerjesztésével (lásd pl. 1995-ös gazdaságpolitikai intézkedések).

#### 5.2.3.1. Az infláció típusai

Az árszínvonal növekedésének mértéke szerint az infláció három típusát különböztetjük meg: a kúszó (éves mértéke 10% alatt), a vágató (éves mértéke kétszámjegyű) és a hiperinflációt. A hiperinfláció szélsőségesen nagy infláció, az árak éves növekedési üteme meghaladja a 100%-ot. Önmagát erősítő folyamatként általában a gazdaság összeomlásának jele, hatására a pénz elveszíti funkcióit, és szerepét más eszköz veszi át (pl. közvetlen cserekereskedelem). A hiperinfláció tekintetében hazánkhoz fűződik az eddigi gazdaságtörténeti rekord: a II. világháború következményeként hazánkban 1946. július 10-én 348,46%-os pénzromlás következett be (az árak 11 óra alatt a duplájukra nőttek). A pénz elértéktelenedését mutatja az időszakban az eddigi legnagyobb címletértékkel megjelenő bankjegy is: az egymilliárd bilpengős<sup>10</sup> (ezért váltotta fel augusztus elsején a pengőt a forint).

---

<sup>8</sup> A folyamatos árváltozás miatt az élettermek sorozatosan korrigálni kénytelenek árait, ami az étlapok újranyomatásának növekvő költségét eredményezi.

<sup>9</sup> Magas infláció esetén a gazdasági szereplők kevesebb pénzt tartanak maguknál, és emiatt gyakrabban kell a bankba vagy az automatához járni, és így több időt töltve az utazással elkopik a cipőjük talpa.

<sup>10</sup> Azaz 1000.000.000.000.000.000.000 pengő.

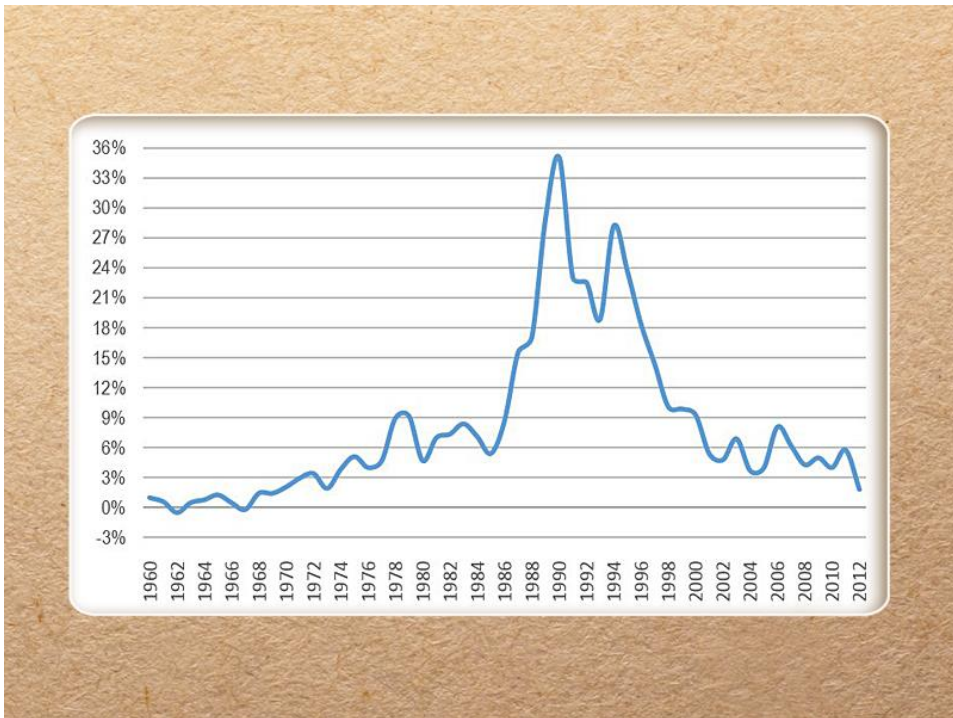
Az inflációt kiváltó okok alapján klasszikusan az **infláció két alaptípusát** különböztetjük meg:

- *kereslet oldali inflációról* akkor beszélünk, ha a kínálathoz képest megnövekedett kereslet az előidézője a tartós árszínvonal emelkedésnek;
- *kínálat oldali (vagy költség-) infláció* esetében a termelési költségek emelkedése miatt változatlan árak mellett csökken a vállalatok termelésén keresztül a kínálat, ami miatt a változatlan szintű kereslet túlkeresletként jelentkezik, elindítva el az árszínvonal emelkedését.

A monetáris politika szempontjából kiemelt jelentőséggel bírnak az **inflációs várakozások**, azaz a gazdasági szereplők valamely jövőbeli időpontra vagy időszakra várt, tervezett inflációja. A várakozások ugyanis egyfajta önbeteljesítő jóslatként működnek: ha a gazdasági szereplők év elején az év egészére 5%-os inflációt várnak, és ennek megfelelően emelik meg áraikat, akkor év végére ténylegesen 5%-os infláció mérhető. Kapcsolódó jelenség az **inflációs spirál** fogalma: a gazdasági szereplők – pl. a jegybanki kommunikációhoz képest – magasabb árszínvonalra számítanak a jövőben, ezért bérük reálértékének tartása miatt magasabb bért várnak el, ami a termelők költségeinek növekedésén keresztül az árakban is lecsapódik, majd a folyamat önmagát erősítve elindul a spirál. Alacsony inflációs környezetben a monetáris politika sikeressége nagyban múlik azon, hogy a jegybank mennyire képes orientálni az inflációs várakozásokat.

#### 5.2.3.2. Az infláció mérése

Az infláció alakulását **árindexek segítségével mérjük**: ezek olyan viszonyszámok, melyek megmutatják az átlagos árszintek arányát két időpont között. A számba vett termékek körétől függően különböző inflációs indexeket kapunk, az időszak hosszától függően pedig hosszú bázisú (pl. éves, ha az egy évvel korábbi árszínthez viszonyítunk) és rövid bázisú (pl. negyedéves vagy havi) indexeket.



18. ábra: Az éves fogyasztói árindex alakulása (%) 1960 és 2013 között

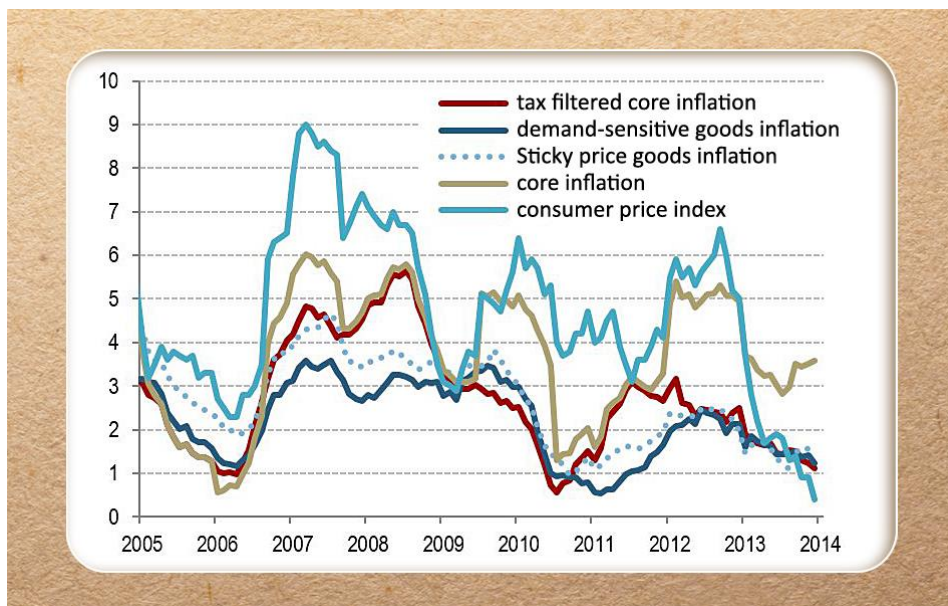
forrás: MNB adatok alapján saját szerkesztés

Az infláció mérésnek leggyakrabban használt eszköze a **fogyasztói árindex** (consumer price index, CPI), amely a lakosság egészének fogyasztását jelképező, egy tipikus háztartás által jellemzően vásárolt termékekből összeállított fogyasztói kosár árának változását fejezi ki az előző megfigyelt időszakhoz képest. Magyarországon a Központi Statisztikai Hivatal (KSH) készít felmérést, és annak alapján meghatározza a kosár összetételét. A KSH évente egyszer (januárban) módosítja a fogyasztói kosárban szereplő reprezentánsok súlyát, amelyeket a háztartások két évvel korábban megfigyelt fogyasztási kiadásszerkezetét alapul véve alakít ki.

A KSH a teljes fogyasztói árindex mellett további két árindexet tesz közzé:

- a **maginfláció** alapvetően olyan termékeket vizsgál, amelyek ár alakulása kevésbé változékony és főként piaci folyamatok hatására változik (nem tartalmazza pl. az üzemanyagokat, a szabályozott áru termékeket stb.); illetve

- a **változatlan adó tartalmú árindex** (2004-től) az adóváltozás miatt bekövetkezett árváltozásokat szűri ki (hasznosságát a szabályozói környezet – pl. ÁFA kulcs – gyakori változása adja).



19. ábra: Inflációs mutatók alakulása (%) Magyarországon 2005-2014 között

forrás: MNB adatok alapján saját szerkesztés

Mivel az infláció alapfolyamok mérése kulcsfontosságú tényező a monetáris politika működése szempontjából, ezért a jegybank döntéshozatalának támogatása érdekében 2014-től újabb új inflációs alapmutatókat publikál:

- az **indirekt adók hatásától szűrt maginfláció** a KSH által közölt maginflációt alapul véve, megtisztítva az áfa, a jövedéki adók és egyéb indirekt adók változásának becsült hatásától;
- a **ritkán változó árú termékek inflációja** azon termékcsoportok árváltozását méri, amelyeknek egyedi, boltszinten megfigyelhető árainak maximum 15 %-a változik átlagosan havonta;
- a **keresletérzékeny termékek inflációja** az adószűrt maginflációból a feldolgozott élelmiszer-árak alakulását is kiszűri, így az indirekt adók hatása nélkül mutatja az iparcikkek, a piaci szolgáltatások és az alkohol- és dohánytermékek árváltozását.

- ☐ A KSH tájékoztatója a fogyasztói árak alakulásáról:
  11. [http://www.ksh.hu/consumer\\_prices\\_tn?lang=en](http://www.ksh.hu/consumer_prices_tn?lang=en)
- ☐ MNB tájékoztatója inflációs alapmutatók alakulásáról:
  12. [http://english.mnb.hu/Statiztika/data-and-information/mnben\\_statiztikai\\_idosorok/mnben\\_elv\\_prices/underlying\\_inflation\\_indicators\\_MNB](http://english.mnb.hu/Statiztika/data-and-information/mnben_statiztikai_idosorok/mnben_elv_prices/underlying_inflation_indicators_MNB)

### **5.3 ÖSSZEFOGLALÁS, KÉRDÉSEK**

#### **5.3.1 Összefoglalás**

A pénz fogalma tehát rendkívül összetett, lényegét a funkcióin keresztül lehet megragadni, mennyiségét a monetáris aggregátumok segítségével lehet mérni. Teremtésére két szereplő képes, a jegybank és a kereskedelmi bankok, utóbbiak mind aktív, mind passzív módon is képesek, de csak számlapénz előállítására. A pénz vásárlóerejének csökkenése káros a gazdaság működése szempontjából, és bizonytalanná teszi a pénzügyi döntéseket is. Az infláció mérésének több mutatója is létezik, amelyek célja, hogy minél komplexebben lehessen figyelni a gazdaságban zajló inflációs folyamatokat.

#### **5.3.2 Önellenőrző kérdések**

1. Mutassa be és jellemezze a pénz történelmi fejlődésének főbb szakaszait!
2. Mutassa be és jellemezze a pénz funkcióit!
3. Mutassa be és jellemezze a monetáris aggregátum fogalmát, és főbb hazai típusait!
4. Jellemezze a kereskedelmi bankok pénzteremtési technikáit!
5. Mutassa be a multiplikatív pénzteremtés folyamatát!
6. Fogalmazzza meg a fogyasztói árindex és a maginfláció lényegét! Mutasson be – az említettekén kívül – legalább két további árindexet!
7. Mutassa be és jellemezze a KSH árindexeit!
8. Mutassa be és jellemezze a jegybank árindexeit!

#### **5.3.3 Gyakorló tesztek**

Az alábbiak közül melyik pénzfunkcióra igaz az alábbi állítás? Képesnek kell lennie minden áru-, követelés-, kötelezettség értékét saját egységére vetítve meghatározni.



- elszámolási-egység funkció
- forgalmi eszköz funkció
- értékmegőrző funkció

Az alábbi kategóriák közül melyik nem tartozik bele az M2 monetáris aggregátumba?

- készpénz
- bank kötvény
- látra szóló betét

A pénzkereslet melyik okát fedi le az alábbi állítás? A gazdasági szereplők termékek és szolgáltatások megvásárlására, valamint fizetési kötelezettségeik teljesítése céljából tartanak pénzt.

- tranzakciós pénzkereslet
- óvatossági pénzkereslet
- spekulációs pénzkereslet

Az defláció az áruk és szolgáltatások általános árszintjének folyamatos és tartós emelkedését, a pénz vásárlóértékének csökkenését jelenti.

- igaz
- hamis

Az infláció melyik típusára igaz, hogy az árak éves növekedési üteme meghaladja a 100%-ot?

- kúszó infláció
- vágató infláció
- hiperinfláció

Kínálat oldali inflációról akkor beszélünk, ha a kínálathoz képest megnövekedett kereslet az előidézője a tartós árszínvonal emelkedésnek.

- igaz
- hamis

Melyik árindexre jellemző, hogy olyan termékeket vizsgál, amelyek áralakulása kevésbé változékony és főként piaci folyamatok hatására változik?

- fogyasztói árindex
- maginfláció
- változatlan adótartalmú árindex

### Próbavizsga

A pénzkereslet melyik okát fedi le az alábbi állítás? Az a pénzmennyiség, amelyet előre nem tervezhető kiadások finanszírozása érdekében tartanak a gazdasági szereplők.

- tranzakciós pénzkereslet
- óvatossági pénzkereslet
- spekulációs pénzkereslet

A kúszó infláció esetén az árak éves növekedési üteme meghaladja a 100%-ot.

- igaz
- **hamis**

Melyik árindexre jellemző, hogy a KSH által közölt maginflációt megtisztítja az áfa, a jövedéki adók és egyéb indirekt adók változásának becsült hatásától?

- **indirekt adók hatásától szűrt maginfláció**
- ritkán változó árú termékek inflációja
- keresletérzékeny termékek inflációja

### Záróvizsga A

M1 monetáris aggregátum a forgalomban lévő készpénz mellett a két évnél nem hosszabb lejáratra lekötött betéteket foglalja magában.

- igaz
- **hamis**

A kötelező tartalék szabályozás melyik folyamat fontos alapelve?

- aktív számlapénz-teremtés
- passzív számlapénz-teremtés
- multiplikatív pénzteremtés

### Záróvizsga B

Az alábbiak közül melyik pénzfunkcióra igaz az alábbi állítás? A pénz és az áru egyidejűleg cserél helyet egymással, és ezáltal a termékcsere hosszú csereláncolata két csereaktusra redukálható.

- forgalmi eszköz funkció
- értékmegőrző funkció
- fizetési eszköz funkció

A gazdaságban rendelkezésre álló pénz mennyiségének mérésére a monetáris aggregátumokat használjuk.

- igaz
- hamis

## 6. MONETÁRIS POLITIKA ÉS ESZKÖZTÁRA

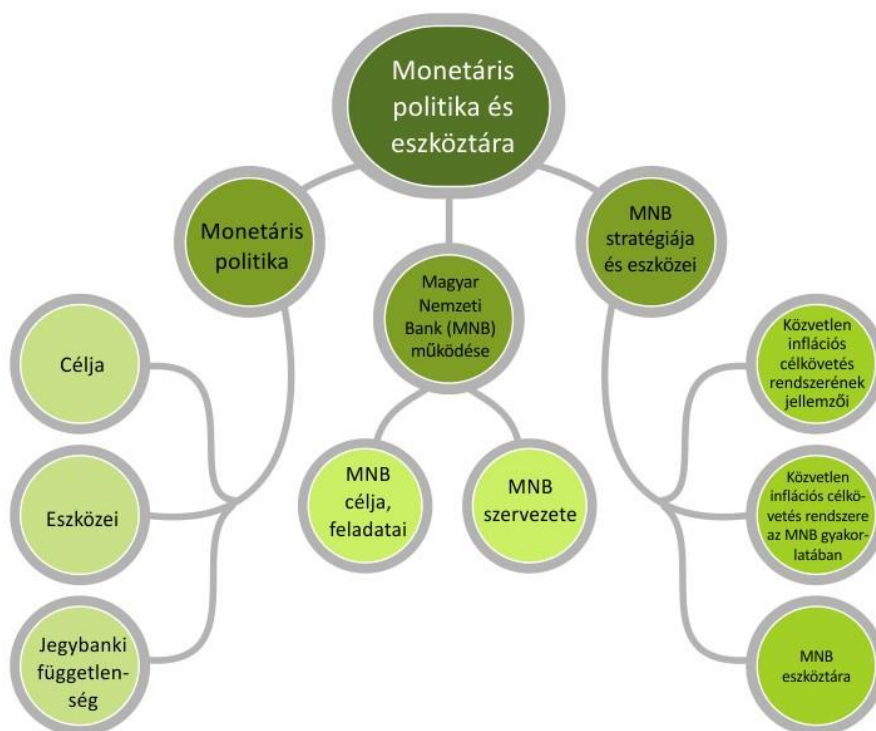
### 6.1 CÉLKITŰZÉSEK ÉS KOMPETENCIÁK

Mikor jön a tapír? Menekülj, ha jön a tapír! Ehhez hasonló hangzatos címek többféle formában is feltűntek 2013 végén a pénzügyi híradásokban. Maga a kifejezés<sup>11</sup> az amerikai jegybank 2008-as válságot követő, a gazdaságot élénkíteni szándékozó, nemkonvencionális eszközének a lassítására, kivezetésére utal, ami lényeges változás nemcsak az amerikai monetáris politikában, de hatással van a globális pénzügyi piacok működésére is. A jegybankok tevékenysége ma már a transzparencia elmúlt évtizedekben tapasztalt növekedésének köszönhetően átláthatóbb, az egyes eszközök alkalmazása is nyilvánosabban történik.

A lecke célja a monetáris politika céljának, hatásmechanizmusának, eszközeinek és a jegybanki függetlenség elemeinek a bemutatása. A hallgató ismerje meg a hazai jegybank célját és feladatait, illetve működésének főbb szerveit. Képes legyen a jelenleg igen népszerű közvetlen inflációs célkövetés rendszerének jellemzőit és alapelveit bemutatni, annak hazai gyakorlati működésével együtt. A hallgató tudja, melyek a Magyar Nemzeti Bank eszköztárának legfontosabb elemei, a jegybanki alapokat hogyan fejti ki hatását a pénzügyi piaci hozamok alakulására.

---

<sup>11</sup> A tapír kifejezés egy szójáték eredménye, amit a CNBC szerkesztői alkalmaztak, amikor az amerikai jegybank eszközvásárlásainak visszafogását (angolul tapering asset purchases) egy tapír képével illusztrálták.



20. ábra: A monetáris politika és eszköztára lecke struktúrája

forrás: saját szerkesztés

## 6.2 TANANYAG

### 6.2.1 A monetáris politika

A monetáris politika a gazdaságpolitika azon részpolitikája, amely az irányadó kamatlábon, az árfolyamon, a pénzmennyiség-szabályozáson keresztül kíván hatást gyakorolni a gazdasági szereplők aktivitására. A legtöbb országban a központi bank, vagy más néven a jegybank a monetáris politikáért felelős intézmény.

#### 6.2.1.1. A monetáris politika célja

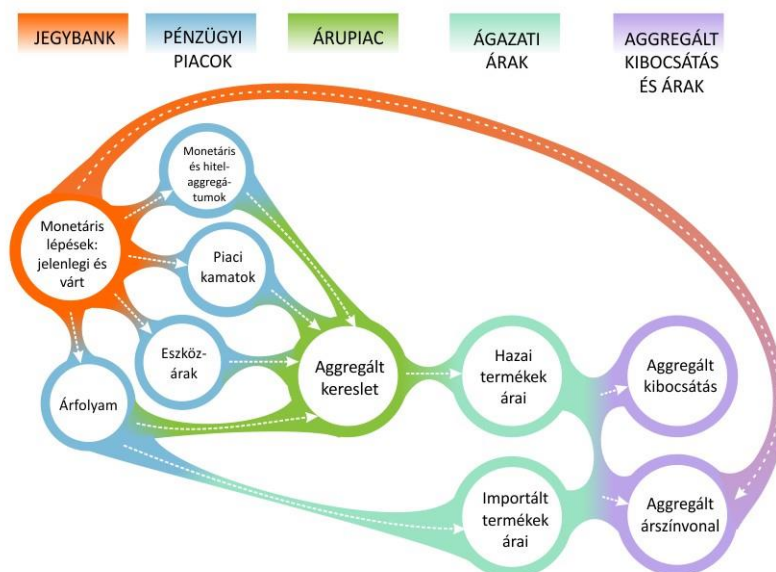
A **jegybank célja** jellemzően az árstabilitás elérése és fenntartása: a monetáris politika ily módon tud hozzájárulni a társadalmi jólét növeléséhez, illetve a gazdasági növekedés elősegítéséhez. Ugyanakkor az árstabilitás mellett egyéb célok is megjelenhetnek: például a fizetőeszköz

árfolyamának alakulásával kapcsolatosan. Érdekesség, hogy az amerikai jegybank (FED) kettős mandátum teljesítését, vagyis az árstabilitás mellett – egyenrangú célként – a teljes foglalkoztatás elérését tekinti fő feladatának.

A **monetáris politikai stratégia** (rezsim) az a gondolkodási keret, modell, amelyben a jegybank a gazdaság működéséről, illetve a monetáris politikai célok megvalósításáról gondolkodik. A stratégiáknak több típusa is megkülönböztethető (a teljesség igénye nélkül):

- a **pénzmennyiség szabályozás** esetén a jegybank meghatározza a pénzkeresletet, majd a pénzmennyiségre vonatkozó éves célokat fogalmaz meg, és követ (alkalmazta a német jegybank az 1970-es években);
- **inflációs célkövetés** (bővebben lásd 3.1. fejezet) esetén a jegybank a rendelkezésre álló eszközeivel a nyilvánosan bejelentett inflációs cél elérésére törekszik (alkalmazza az Európai Központi Bank);
- **árszincél-követés** esetén a jegybank magát az árszínvonalat, nem pedig annak növekedési ütemét kívánja stabilizálni (alkalmazta Svédország az 1930-as években);
- **árfolyam rögzítés** esetén a jegybank az ország devizájának árfolyamát egy másik deviza vagy devizakosár árfolyamához köti egy meghatározott szinten, vagy szűk sávon belül tartja (alkalmazza Kína).

Érdekes kérdés ugyanakkor, hogy a monetáris politika hogyan hat a gazdaságra? Azt a folyamatot, amelyen keresztül a monetáris politikai döntések általában az egyes gazdasági szereplők döntésein keresztül a gazdaságot, konkrétan pedig a kitűzött célt befolyásolják, **transzmissziós mechanizmusnak** nevezzük.



21. ábra: A transzmissziós mechanizmus

forrás: Magyar Nemzeti Bank, 2012, 21. o.

A jegybank döntése először a pénzügyi piacokon fejt ki hatását; a piaci kamatok (pl. hitelkamatok), az eszközárak (pl. kötvény és részvényár-folyamok) és árfolyam reagál leggyorsabban. Ezután a termékpiacon a gazdasági szereplők alkalmazkodnak a pénzpiaci változásokhoz, ami megváltoztatja a termékek iránti keresletüket. Erre a vállalatok az előállított termékek mennyiségének, másrészt azok árainak változtatásával reagálnak, így fejtve ki hatást a kibocsátásra és az inflációra.

Maga a transzmisszió bizonytalan, a monetáris politikai lépéseknek a pontos hatása, illetve annak mértéke pedig nehezen megbecsülhető. Szakértők szerint a folyamat időigénye 5-8 negyedév, ennek következménye, hogy a jegybankok nagyon fejlett statisztikai módszereket igyekeznek alkalmazni a „jövőbe látás” érdekében.

### 6.2.1.2. A monetáris politikai eszközei

A monetáris politika küldetését megfelelő célok kitűzésén, ehhez rendelt eszközök alkalmazásán keresztül teljesítheti. **Monetáris politikai eszközöknek** nevezzük összefoglalóan azokat az eszközöket, amelyeket a jegybank a monetáris politika gyakorlati végrehajtása során alkalmaz.

Az eszközök változtatása kétféleképpen hathat a kitűzött célra:

- a **restriktív (szűkítő) monetáris politika** a pénzmennyiség szűkítésén keresztül (pl. kamatlábak emelése) visszafogja a gazdasági növekedést, ezáltal segíthet fékezni az inflációt;
- az **expanzív (bővítő) monetáris politika** pedig a pénzmennyiség bővítésén keresztül (pl. kamatlábak csökkenése) erősíti a gazdasági növekedést, ezáltal infláció gerjesztő hatása lehet.

Hagyományosan az eszközöket két csoportba soroljuk:

- **indirekt eszközök**, amelyek közvetlenül a kamatlábat befolyásolják, és ezen keresztül történik a pénzmennyiség szabályozása; illetve
- **direkt eszközök**, amelyek közvetlenül a pénzmennyiséget befolyásolják.

Az alábbiakban kifejtett eszközök közül a refinanszírozási politika, a nyíltpiaci műveletek és a repo műveletek tartoznak az indirekt eszközök csoportjába.

A **refinanszírozási hitel** a jegybank által a kereskedelmi bankoknak nyújtott hitelt jelenti, alapvetően két formában:

- kereskedelmi váltók viszontleszámítolása (diszkontpolitika), illetve
- értékpapír fedezet mellett nyújtott hitelek (lombardpolitika).

Maga az eszköz sokféle formában jelenik meg a gyakorlatban: változtatható az elfogadott értékpapírok köre, az egyes bankok számára meghatározott kontingens, illetve a hitel ára, a kamatláb is. Expanzív irányú beavatkozás az elfogadott értékpapírok körének bővítésével, a kontingens növelésével és a kamatláb csökkentésével érhető el.

A **nyíltpiaci műveletek** a jegybank saját számlájára kötött értékpapír-ügyletei: vétel esetén növekszik a pénzmennyiség (expanzív hatás), míg eladás esetén csökken (restriktív hatás). A műveletet a jegybank kezdeményezi, a bankok saját elhatározásból, a piaci feltételek függvényében döntenek arról, hogy elfogadják-e a jegybank ajánlatát. Az eszköz működésének feltétele, hogy megfelelő mennyiségű értékpapír-állomány legyen elérhető a piacon. Emiatt az ügyletek tárgyai jellemzően állampapírok, esetleg (pl. USA-ban) jelzáloglevelek.

Az előbbi csoportba sorolhatjuk a **repo (penziós) műveleteket** is: ez esetben két, ellentétes irányú (azonnali és határidős) adásvételi ügyletet kötnek egy időben, amelynek keretében az eszköz a jelenben gazdát cserél, és egyúttal egy jövőbeli, ellentétes ügyletet is megkötnek meghatározott időpont és ár mellett. Az aktív repo esetén a jegybank értékpapírt vásárol, s azt a jövőben eladja ugyanazon félnek, akitől azt vásárolta: ilyenkor növekszik a pénz mennyisége, tehát expanzív hatást fejt ki a jegybank. (Ellentétje a passzív repo.)



A **kötelező tartalék** (mint direkt eszköz) alatt azt a betétállományt értjük, amelyet a bankoknak a jegybank előírásai szerinti mértékben és módon kell képezniük, a náluk elhelyezett betétek után. A kötelező tartalékráta a kötelező tartalékok és a kereskedelmi bankoknál elhelyezett betétállomány aránya. A tartalékráta növelésével a bankok kevesebb hitelt tudnak nyújtani, ezáltal a pénzmennyiség csökken (restriktív hatás).

**Hitelplafonírozás** esetén a jegybank maximálja a bankok hitelezési tevékenységét. Csak restriktív irányban alkalmazható, és mivel erős beavatkozást jelent a piaci működésbe, ezért rövid időre és indokolt esetben célszerű alkalmazni.

Az **erkölcsi nyomásgyakorlás** során a jegybank a gazdasági szereplők magatartására igyekszik befolyással lenni a céljai elérése érdekében. Hasonló eszköz az **úri becsületszó**, de ez a jegybank és a bankok közötti önkéntes és konkrét, illetve a felek partneri viszonyát feltételező és kölcsönös megállapodás.

Érdemes még kitérni a **nemkonvencionális monetáris politikai eszközökre**, amelyek szerepe a 2008-as pénzügyi válságot követően vált hangsúlyossá. Végső céljuk a defláció elkerülése, a pénzügyi közvetítés összeomlásának megakadályozása és a gazdasági visszaesés mértékének csökkentése volt. Alkalmazásuk tipikusan két esetben lehet indokolt:

- az irányadó kamat nulla közelébe csökkent, és a továbbra is szükséges
- monetáris enyhítésre csak alternatív eszközökkel van lehetőség; vagy
- a monetáris transzmisszióban fontos szerepet pénzügyi piac zavarait (alacsony likviditás, indokolatlan felárak stb.) próbálják meg enyhíteni.

Ilyen eszközök voltak az amerikai jegybank eszközvásárlási programjai, vagy az Európai Központi Bank fedezett kötvényvásárlási programjai. (De érdekesek a japán jegybank programjai is, amelyek még az ingatlanfejlesztők által kibocsátott értékpapírokra és a tőzsdén kereskedett befektetési jegyekre is kiterjedtek.)

☐ Bővebben lásd Lehmann tanulmányában<sup>12</sup>.

13. [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu\\_mnb\\_szemle/mnbhu-msz-201206/lehmann.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnb_szemle/mnbhu-msz-201206/lehmann.pdf)

<sup>12</sup> Lehmann Kristóf: A nemkonvencionális jegybanki eszközök nemzetközi tapasztalatai. MNB Szemle, 2012. június

### 6.2.1.3. Jegybanki függetlenség

A jegybanki függetlenség ma már fejlett országokban általános elvárás, és elősegíti az árstabilitás fenntartását. Fogalma mögött az az elképzelés áll, hogy a pénzköltés és a pénznyomás feletti rendelkezést külön kell választani egymástól: biztosítva ezáltal a hosszú távú monetáris politikai érdekek előnyét az esetleges rövid távú politikai érdekekkel szemben. A kormány például a választások előtt könnyen eshet olyan kísértésbe, hogy a kamatlábak csökkentésével élénkítse a hitelezést és ezzel gazdaságot, ami ugyanakkor hosszabb távon inflációt generálhat.

A jegybanki függetlenségre nincs általánosan érvényes definíció, a jegybanktörvények is körülírják: vannak rendelkezések a személyi, az intézményi, a működési és az anyagi függetlenséggel kapcsolatban.

A **működési függetlenség** szerint a jegybank alakítja a monetáris politikát, illetve számára – erőforrás és eszköz biztosítása mellett – egyértelműen meghatározott célt kell kitűzni.

Az **intézményi függetlenség** szerint tiltott, hogy a döntéshozó testület tagjai utasítást kérjenek vagy fogadjanak el bármilyen külső féltől, intézménytől, testülettől. Továbbá a jegybank elnöke a feladatok ellátásához jogszabályt adhat ki.

A **személyi függetlenség** a döntéshozó testületi tagjai hivatali idejének biztonságáról rendelkezik, a vezető tisztségviselők megbízatása egy parlamenti periódusnál hosszabb legyen. (Az EKB például minimum öt-éves hivatali időt ír elő az elnökök esetében, valamint minimum nyolc-éves szolgálati időt az EKB igazgatósági tagjai esetében.)

A **pénzügyi függetlenség** szerint lehetővé kell tenni a jegybank számára, hogy elegendő pénzügyi forrásra telessenek szert megbízatásuk teljesítéséhez. Továbbá az államháztartást ne kelljen finanszírozni, illetve a jegybank esetleges veszteségét a költségvetés megtéríti (míg nyereségét pedig a költségvetésbe befizeti).

## 6.2.2 A Magyar Nemzeti Bank (MNB) működése

A XIX. század második felében a Habsburg fennhatóság miatt az Osztrák-Magyar Bank, majd az 1921. július 11-én megalakult Magyar Királyi Állami Jegyintézet töltötte be a központi banki feladatkört. Az önálló magyar jegybank, a Magyar Nemzeti Bank részvénytársasági formában 1924. június 24-én kezdte meg munkáját.

A jegybank célját, feladatait és működését törvény határozza meg. Magyarország Alaptörvénye szerint a Magyar Nemzeti Bank felelős a monetáris politikáért, illetve 2013. októberétől ellátja a pénzügyi közvetítőrendszer felügyeletét. Szervezetének és működésének részletes sza-

bályait sarkalatos törvény, a 2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról határozza meg.

#### 6.2.2.1. Az MNB célja, feladatai

Az MNB elsődleges célja az **árstabilitás elérése és fenntartása**, ugyanakkor annak veszélyeztetése nélkül támogatja a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának fenntartását, ellenálló-képességének növelését, a gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulásának biztosítását és a rendelkezésére álló eszközökkel a Kormány gazdaságpolitikáját. Utóbbi követelmény és az árstabilitás esetenként összeütközést eredményezhet: a kamatok csökkentése pozitív hatást fejthet ki a gazdasági növekedésre, de egyúttal az infláció aktuális mértékétől és tendenciáitól függően ellentétes hatást fejthet ki az árstabilitásra. Bár a törvény az árstabilitást tekinti elsődlegesnek, annak veszélyeztetése sokszor nem egyértelmű.

Fontos kiemelni, hogy bár az árstabilitás az árak változatlanóságát és ezzel együtt 0% árszínvonal-emelkedést jelentene, ennek ellenére **az árstabilitás még fejlett országokban sem egyenlő a nulla inflációval**. Ennek egyik oka, hogy az *infláció mérése során többféle statisztikai torzítással kell számolni*, a fogyasztói árindex például nem tudja kezelni az egyes termékeknel bekövetkezett minőség-javulást. A másik probléma a *defláció veszélye*, ami az árszínvonal csökkenésén keresztül egy önmagát erősítő folyamatként a gazdaság tartós visszaeséséhez (pl. Japán esetén az 1990-es években) vezethet.

Emiatt fejlett országokban 1-2% körüli infláció, az Európai Központi Bank esetén pedig középtávon „2% alatti, de ahhoz közeli” érték jelenti az árak stabilitását. Magyarországon a kormány és az MNB többek között a gazdasági felzárkózás következtében magasabb inflációs célt tűzött ki: a Központi Statisztikai Hivatal által közzétett fogyasztói árindex 3%-os értékében, hosszabb távon pedig – a konvergencia folyamat előrehaladtával – az inflációs cél 2% körüli értékre csökkenhet.

#### Az MNB feladatai:

- meghatározza és **megvalósítja a monetáris politikát** (de az az árfolyamrendszer megválasztása tekintetében a kormány az MNB-vel egyetértésben dönt);
- kizárólagosan **jogosult** Magyarország hivatalos pénznemében **bankjegy- és érmekibocsátásra**;
- a gazdaság külső stabilitásának megőrzése érdekében hivatalos **deviza- és aranytartalékokat képez**, és kezeli azt;
- a devizatartalék kezelésével és az árfolyampolitika végrehajtásával kapcsolatban **devizaműveleteket végez**;

- részt vesz a **fizetési és elszámolási, valamint az érték-papír-elszámolási rendszerek** kialakításában és **tevékenységét figyelemmel kíséri** (felvigyázza) e rendszerek biztonságos és hatékony működése, továbbá a pénzforgalom zavartalan lebonyolítása érdekében;
- statisztikai adatszolgáltatási kötelezettség teljesítéséhez statisztikai információkat gyűjt és hoz nyilvánosságra (pl.: Jelentés a fizetési rendszerről, Pénzügyi stabilitási jelentés stb.)
- a pénzügyi közvetítőrendszer egészének stabilitására vonatkozó **makroprudenciális politikát**.
- ✿ Figyelje meg az alábbi honlapokon, milyen jellegű információkat hoznak nyilvánosságra a jegybankok!
  - a magyar jegybank statisztikai adatai:
    14. [http://english.mnb.hu/Statisztika/data-and-information/mnben\\_statisztikai\\_idosorok](http://english.mnb.hu/Statisztika/data-and-information/mnben_statisztikai_idosorok)
  - a japán jegybank (Bank of Japan) statisztikai adatai:
    15. <https://www.boj.or.jp/en/statistics/index.htm/>
  - az Európai Központi Bank statisztikai adatai:
    16. <https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html>

A makroprudenciális felügyelet viszonylag új gazdaságpolitikai terület, a 2008-as pénzügyi válság után növekedett meg a jelentősége. Alapvetően a pénzügyi közvetítés súrlódásait igyekszik tompítani előre tekintő jelleggel: célja a pénzügyi közvetítőrendszer ellenálló képességének növelése, valamint a pénzügyi közvetítőrendszernek a gazdasági növekedéshez való fenntartható hozzájárulásának biztosítása. Ennek érdekében az MNB:

- feltárja a pénzügyi közvetítőrendszer egészét fenyegető üzleti és gazdasági kockázatokat;
- elősegíti a rendszerszintű kockázatok kialakulásának megelőzését, valamint a már kialakult kockázatok csökkentését vagy megszüntetését;
- hitelpiaci zavar esetén a hitelezés ösztönzésével, a túlzott hitelkiáramlás esetén annak visszafogásával járul hozzá a közvetítőrendszer gazdaságfinanszírozó funkciójának kiegyensúlyozott megvalósulásához.

Az **MNB** alapvető feladatain túli, **egyéb feladatai** a következők:

- szanálsági hatóságként jár e;

- kizárólagosan ellátja a pénzügyi közvetítőrendszer felügyeletét;
- a Pénzügyi Békéltető Testület útján fogyasztóvédelmi funkciókat betöltve ellátja vitás ügyek bírósági eljáráson kívüli rendezését.

#### 6.2.2.1.1. Bankok bankja funkció

Az MNB a meghatározott elsődleges célja szolgáltatásban befolyásolja a pénz- és hitelkínálatot, valamint a pénz- és hitelkeresletet. Vezeti a hitelintézetek, továbbá az elszámolóházak, az Országos Betétbiztosítási Alap és a Befektető-védelmi Alap számláját.

#### 6.2.2.1.2. Állam bankja funkció

Az MNB vezeti a kincstári egységes számlát és az Államadósság Kezelő Központ ZRt. pénzforgalmi számláját.

Bár a jegybankok eredeti funkciója – többek között – az állam hitel-igényének kielégítése volt (lásd például a Bank of England létrehozása), ennek ellenére fejlett országokban ma már szigorúan tiltott a költségvetés hiányának jegybank által történő finanszírozása. Ennek keretében az MNB nem nyújthat folyószámlahitelt vagy bármely más hitelt a közszektor számára, továbbá ezektől közvetlenül nem vásárolhat adósságot megtestesítő értékpapírokat.

Ugyanakkor az állam megbízása alapján, illetve az állam tulajdonában lévő értékpapírok tekintetében az állam megbízottjaként – mint bármely más piaci szereplő – az értékpapírpiacra eljárhat.

#### 6.2.2.1.3. Az MNB kapcsolata más szervezetekkel

Az MNB elnöke féléves rendszerességgel írásban beszámol az Országgyűlésnek a jegybank féléves tevékenységéről, továbbá az Országgyűlés írásbeli vagy szóbeli eseti tájékoztatást is kérhet.

A miniszter a központi költségvetésről szóló törvény tervezetének elfogadását követően haladéktalanul tájékoztatja az MNB-t a tervezetről, aki jogosult a tervezettel kapcsolatos véleményét közvetlenül megküldeni – Költségvetési Tanács ülésén – a miniszternek.

#### 6.2.2.2. Az MNB szervezete

Az MNB részvénytársasági formában működő jogi személy, részvényei az állam tulajdonában vannak, akit az államháztartásért felelős miniszter képvisel. Az MNB szervei: Monetáris Tanács, Pénzügyi Stabilitási Tanács, Igazgatóság és Felügyelőbizottság.

A **Monetáris Tanács** az MNB legfőbb döntéshozó és irányító szerve. Szükség esetén bármikor összehívható, de havonta legalább egy alka-

lommal ülésezik. (2014-ben havonta két alkalommal, a hónap második üléseit kamat meghatározó ülésként kijelölve.) Legalább öt-, legfeljebb kilenc tagú testület, tagjai: az elnök, az alelnökök (2014-ben három) és a további tagok. A tanács akkor határozatképes, ha tagjainak többsége jelen van. Határozatait a jelenlévők egyszerű szótöbbségével hozza, szavazategyenlőség esetén az elnök szavazata dönt.

A 2013. október elsején megalakult **Pénzügyi Stabilitási Tanács** tagjai: az MNB elnöke, az érintett feladatot felügyelő alelnökök, továbbá az MNB elnöke által kijelölt vezetők. Feladata többek között

- figyelemmel kíséri a pénzügyi közvetítőrendszer egészének, illetve a pénzügyi piacoknak a stabilitását;
- számba veszi és elemzi a pénzügyi közvetítőrendszer egészét veszélyeztető kockázati tényezőket;
- nyomon követi a nemzetközi és az európai piacokon zajló fejleményeket;
- megtárgyalja a pénzügyi közvetítőrendszer egészét érintő stratégiai, szabályozási, kockázati, kérdéseket és szükség esetén állást foglal.

Az **Igazgatóság** felelős a két tanács döntéseinek végrehajtásáért, valamint az MNB működésének irányításáért, szervezetével és belső irányításával összefüggő kérdések jóváhagyásáért. Tagjai az MNB elnöke mint az igazgatóság elnöke és az MNB alelnökök.

A **Felügyelőbizottság** – a klasszikus részvénytársasághoz hasonlóan – az MNB folyamatos tulajdonosi ellenőrzésének belső szerve.

### 6.2.3 A MNB stratégiája és eszközei

#### 6.2.3.1. Közvetlen inflációs célkövetés rendszerének jellemzői

Napjainkban közel 30 jegybank folytat inflációs célkövetést világszerte, népszerűségét egyszerűségének és eredményességének köszönheti. E monetáris stratégia jellemzői még az Európai Központi Bank (EKB) és 2012-től az amerikai jegybank (FED) stratégiájában is fellelhetők.

A monetáris politikai keretrendszer legfontosabb eleme egy számszerű, előre kijelölt inflációs cél, mint nominális horgony, amelynek egy előre rögzített időhorizonton történő elérésére kötelezettséget vállal a jegybank. A nominális horgony olyan gazdasági változó, amely képes arra, hogy stabilizálja a gazdasági szereplők inflációra vonatkozó várakozásait, és így egyfajta önbeteljesítő jóslatként lesz hatással az infláció alakulására.

Ez a **cél elsőbrendűséget élvez** más jegybanki célokkal szemben, és az eléréséhez szükséges jegybanki eszközök alkalmazásában a mo-

netáris politika önállóan dönt. A döntések alapjául az inflációs előrejelzés szolgál: a célhoz képest magasabb előrejelzés szigorító (restriktív), azaz infláció-csökkentő hatású, míg a célnál alacsonyabb előrejelzés lazább (expanzív), azaz infláció-növelő hatású monetáris politikát kíván. A stratégia jellemzése során az alábbi tényezők lehetnek fontosak: az inflációs cél mértéke és mérése, illetve az időhorizont.

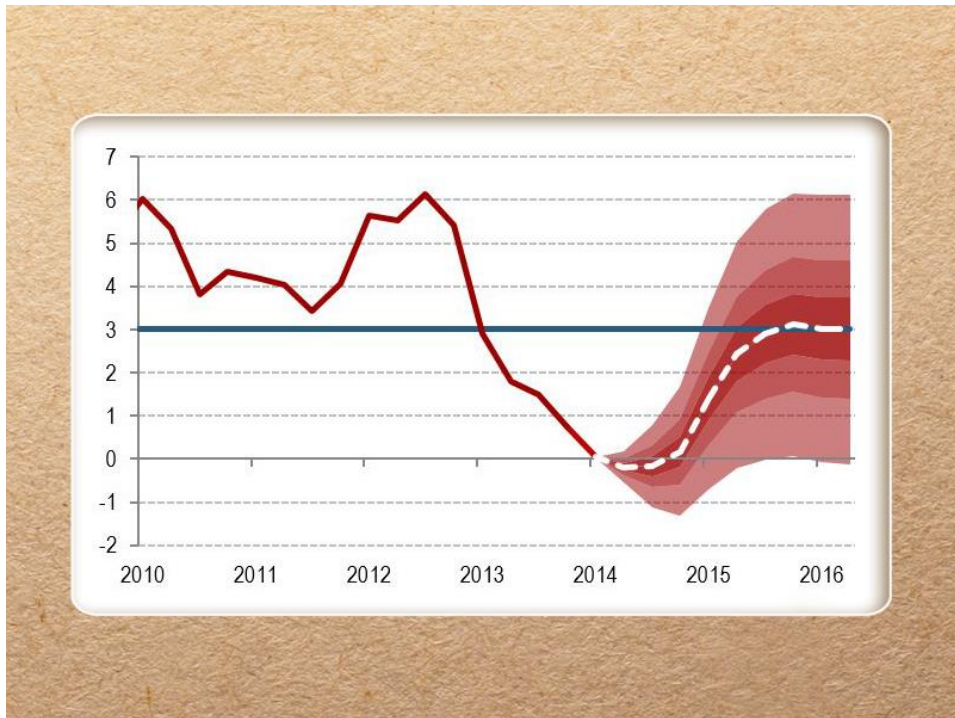
Magát az inflációs célt a jegybank sávként (pl. ausztrál jegybank esetén 2 és 3 % között) vagy pontként (pl. angol jegybank esetén 2%) határozhatja meg. A sáv előnye, hogy egy viszonylag szélesebb tartomány esetén nagyobb eséllyel sikerül az inflációt a célsávban tartani, ami növeli a jegybank rugalmasságát. A sáv szélesség lehet szűkebb és szélesebb, utóbbi ugyanakkor jelezheti a jegybanki előrejelzés bizonytalanságát is. Fontos az is, hogy **milyen módon történik a kitűzött cél mérése**: egy tágran értelmezett mutató (pl. fogyasztói árindex) esetén a gazdasági szereplők könnyen tudják értelmezni a célt, ugyanakkor annak alakulására a jegybank tevékenységén kívül sok más tényező is hathat, ami csökkenti a célkitűzés bekövetkezésének valószínűségét.

Az inflációs célkitűzés optimális időhorizontjának meghatározása sem egyszerű: ha túl rövid időn belül akarja a jegybank az inflációt a céljának megfelelően alakítani, akkor intézkedése komoly output-áldozattal járhat, ha pedig hosszabb az előretétekintés mértéke, akkor megnő az előrejelzés bizonytalansága.

#### *6.2.3.2. Közvetlen inflációs célkövetés rendszere az MNB gyakorlatában*

A Magyar Nemzeti Bank 2001 júniusától alkalmazza az inflációs célkövetés rendszerét. Az első célok 2001 és 2002 decemberére lettek meghatározva: 7%, illetve 4% növekedés,  $\pm 1\%$ -os toleranciasáv mellett. Ezt követően két évre előre került sor inflációs cél kitűzésére, majd 2007-től kezdődően az inflációs cél 3%-os növekedéssel folyamatossá vált.

Az inflációs előrejelzést a jegybank inflációs jelentése tartalmazza: a negyedévente megjelenő kiadvány beszámol az infláció korábbi és várható alakulásáról, és értékeli az inflációt meghatározó makrogazdasági folyamatokat. A kiadvány egyik legfontosabb ábrája az **inflációs előrejelzés legyezőábrája**: ez a jegybank az infláció jövőbeli, elkövetkező két éves alakulására vonatkozó előrejelzését és annak bizonytalanságát mutatja meg.



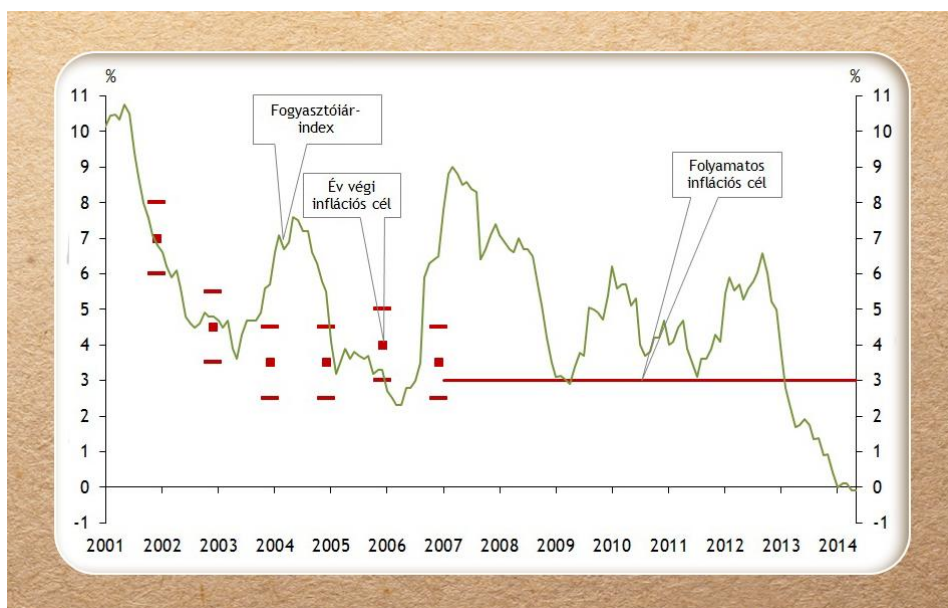
22. ábra: Inflációs előrejelzés legyezőábrája 2014 júniusában

forrás: Magyar Nemzeti Bank, 2014.

A középtávú, folyamatos érvényű inflációs célt alkalmazó jegybankok között elterjedt gyakorlat, hogy **a cél nem korlátlan ideig van érvényben**, hanem egy bizonyos idő elteltével – többnyire 3-5 éven belül – felülvizsgálatra kerül. A **felülvizsgálat 2008 és 2011 augusztusában megtörtént**, amelynek keretén belül a középtávú cél értéke továbbra is 3 % maradt.

Az elszámoltathatóság követelményének megfelelően két kiadványt is közzétesz a jegybank a működéséről. Az időközi jelentések az MNB negyedéves tevékenységét mutatják be, míg az éves jelentés emellett tartalmazza a számviteli törvény által előírt éves beszámolót, és az **inflációs cél teljesülésének értékelését** is. Mivel az infláció alakulását váratlan sokkok is érhetik, amelyekre az előrejelzés készítésekor még nem lehetett számítani, ezért  $\pm 1$  százalékpontnyi eltérés még elfogadható az árstabilitás szempontjából.





23. ábra: Az infláció és az inflációs célok alakulása Magyarországon

forrás: MNB honlapja

### 6.2.3.3. Az MNB eszköztára

A jegybank lehetséges eszközeinek körét a jegybanktörvény tartalmazza. Az eszköztáron belül négyféle eszközt különböztethetünk meg:

- az irányadó eszközt;
- a bankközi kamatok volatilitását csökkentő eszközöket;
- a forintárfolyam közvetlen befolyásolását szolgáló eszközöket;
- egyéb, a pénzügyi piacok likviditását támogató, illetve válságkezelő eszközöket (utóbbiakkal nem foglalkozunk).

#### 6.2.3.3.1. Az irányadó eszköz

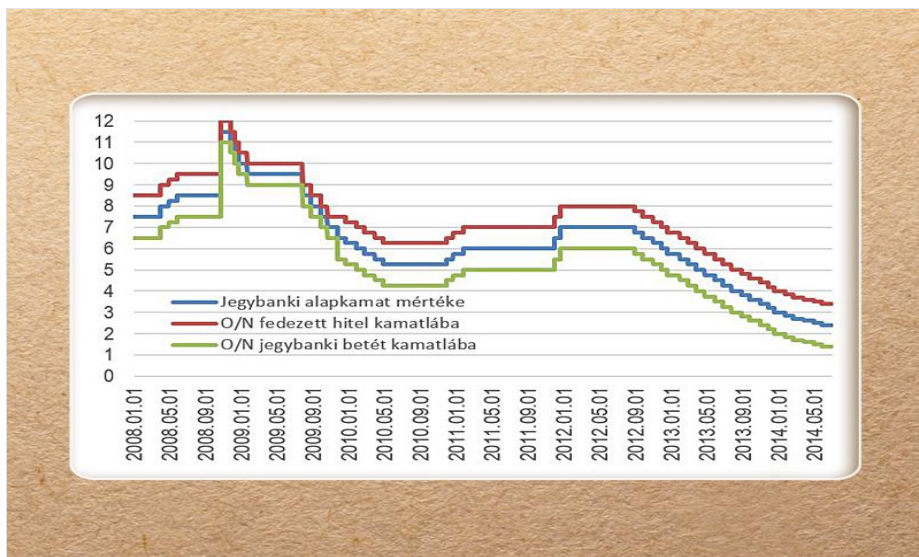
A jegybank által optimálisnak vélt kamatszint közvetítésére szolgáló eszköz, amely hatással van a pénzpiaci hozamokra, és azon keresztül a vállalati és lakossági betéti- és hitelkamatlábakra, valamint a forint árfolyamára.

Az irányadó eszköz 2014 augusztusától változott: a korábbi kéthetes MNB-kötvény kéthetes lejáratú, lekötött betété alakult át (a 2007 előtti időszakhoz és számos jegybank gyakorlatához hasonlóan). A kéthetes betétet csak a jegybanki partnerkör intézményei (hazai bankok) vehetik

igénybe, így már nem érhető el a külföldi befektetők és a nem-banki bel-földi befektetők számára. Likviditása is korlátozott: futamideje alatt nem felmondható, illetve nem tartozik a jegybank hitelműveletei során elfogadható fedezetek körébe. A változás következménye a bankok jegybankban lekötött forrásai (2014 tavaszán kb. 5400 milliárd forint felett volt a kéthetes MNB-kötvény állománya) egy részének felszabadulása, aminek – az önfinanszírozási program eredményeképp – várhatóan állampapírokba történő átcsoportosítása az államadósság belső forrásokból történő finanszírozását erősítheti.

### 6.2.3.3.2. A bankközi kamatok volatilitását csökkentő eszközök

A rövid kamatok ingadozásának mérséklésére az MNB két eszközt használ folyamatosan: a kamatfolyosó a rövid kamatok mozgásterének szab határt, míg a kötelező tartalék rendszere e sávon belül az ingadozást csillapítja.



24. ábra: A hazai kamatsatorna (%) alakulása 2008. január 1 és 2014. július 1 között

forrás: saját szerkesztés MNB adatok alapján

A **kamatfolyosó** a jegybanki egynapos hitel és az egynapos betét kamata közötti folyosó, amelynek alja és teteje az irányadó kamatlábtól egyenlő távolságra van. A bankközi egynapos hitel-kamatszint nem lehet magasabb a kamatplafonnál, mivel a jegybank a kamatfolyosó tetejének

megfelelő szinten egynapos futamidővel korlátlan mértékben hitelt nyújtani. Hasonló módon, ha likviditásbőség van a piacon, a kamatfolyosó alján a hitelintézetek korlát nélkül elhelyezhetik a jegybanknál a fölös pénzeszközeiket egynapos lejáratra, így a kamatfolyosó aljánál kisebb kamaton a hitelintézeteknek nem áll érdekükben egynapos bankközi ügyletet kötni.

Az MNB eszköztárában a **kötelezőtartalék**-szabályozás legfontosabb funkciója az egynapos kamatok simításának elősegítése. A hitelintézeteknek egy hónap átlagában kell megfelelniük a tartalékkövetelménynek, és méretüknek és pénzigényük ingadozásának megfelelően tudják rugalmasan kiválasztani a tartalékráta nagyságát. A választott ráta 2 és 5 % közé eshet, módosítására félévenként nyílik lehetőség.

#### 6.2.3.3.3. A forintárfolyam közvetlen befolyásolását szolgáló eszközök

Az **intervenció** a hazai fizetőeszköz árfolyamának befolyásolása – **alapvetően rövidtávon** – devizapiaci műveletek segítségével:

- a jegybank a felértékelődés elkerülése érdekében a devizapiacra devizát vesz a hazai fizetőeszköz ellenében, és így a hazai deviza kínálatának növelésével gyengíti annak árfolyamát;
- ezzel ellentétben a rendelkezésre álló tartalék erejéig devizát ad el, ha a hazai fizetőeszköz leértékelődését akarja fékezni.

Az árfolyam befolyásolásának eszköze lehet a **verbális intervenció** is, amely a várakozások orientálására alkalmas: a jegybank véleményt nyilvánít az árfolyam alakulásáról. Hitelességét és hatékonyságát az biztosítja, ha a kudarc esetén a jegybank egyéb eszközöket (pl. kamatlépés) is hajlandó bevetni céljai elérése érdekében.

## 6.3 ÖSSZEFOGLALÁS, KÉRDÉSEK

### 6.3.1 Összefoglalás

A monetáris politika az elmúlt évtizedekben átalakult, jellemzően már az árstabilitás jelenik meg célként annak középpontjában. A transzmissziós mechanizmuson keresztül hatásukat kifejtő monetáris politikai eszközök rendkívül változatosak, egy-egy eszköztípus sokféle formában megjelenhet a jegybanki gyakorlatban, a válság hatására pedig számos jegybank kezdett a hagyományos monetáris eszközök helyett és/vagy mellett nemkonvencionális eszközöket alkalmazni céljai elérése érdekében. A jegybankok célját és feladatát jellemzően jogszabály határozza meg, a Magyar Nemzeti Bank esetén az árstabilitás elérését és fenntartását emelve a monetáris politika középpontjába. A hazai jegybank szá-

mos társához hasonlóan a közvetlen inflációs célkövetés rendszerének stratégiáját alkalmazza, monetáris politikai eszköztárában a válság hatásaként nemkonvencionális eszközöket megjelenítve.

### 6.3.2 Önellenőrző kérdések

1. Mutassa be néhány jegybanki stratégiát!
2. Jellemezze a refinanszírozási hitelt, a penziós műveletet és az erkölcsi nyomásgyakorlást!
3. Jellemezze a nyíltpiaci műveletet, a kötelező tartalékolást és a hitelplafonírozást!
4. Jellemezze a nemkonvencionális monetáris politikai eszközöket!
5. Jellemezze a jegybanki függetlenség főbb megjelenési formáit!
6. Sorolja fel a Magyar Nemzeti Bank feladatait!
7. Melyek a közvetlen inflációs célkövetés rendszerének stratégiai elemei?
8. Jellemezze a Magyar Nemzeti Bank irányadó eszközét és a kamatfolyosó működését!
9. Jellemezze a Magyar Nemzeti Bank forintárfolyam közvetlen befolyásolását szolgáló eszközeit!

### 6.3.3 Gyakorló tesztek

A jegybankpolitika eszközei közül közvetetten befolyásolja a pénzmennyiséget:

- a refinanszírozási politika.
- a hitelplafonírozás.
- az erkölcsi nyomásgyakorlás.

Az alábbi lépések közül melyik restriktív jellegű?

- refinanszírozási művelet esetén az elfogadott értékpapírok körének bővítése
- kötelező tartalék ráta csökkentése
- a jegybank saját számlájára kötött értékpapír eladás

Az alábbi lépések közül melyik expanzív jellegű?

- passzív penziós művelet
- refinanszírozási művelet esetén a kamatláb növelése
- hitelplafonírozás

A nem konvencionális eszközök bevetésének egyik oka lehet, hogy a jegybank túl magasan tartva a kamatszintet, már nem tud célzottan beavatkozni a gazdasági folyamatokba a végső célja elérése érdekében.

- igaz
- hamis

A közvetlen inflációs célkövetés rendszerében az inflációs cél pontként való meghatározása növeli a jegybank rugalmasságát.

- igaz
- hamis

A jegybanki transzparencia a jegybanki működés átláthatósága a gazdaság szereplői számára, ami hozzásegít a monetáris politika hitelességének és hatékony működésének megteremtéséhez és fenntartásához.

- igaz
- hamis

Az inflációs előrejelzés legyezőábrájának alapvető funkciója a monetáris politikai döntéshozatal segítése és a közvélemény tájékoztatása a jövőben várható reálgazdasági és inflációs folyamatokról.

- igaz
- hamis

Melyik jegybanki eszközre igaz az alábbi állítás? A jegybanki egy napos hitel és az egy napos betét kamata közötti folyosó, amelynek célja a rövid távú kamatok ingadozásának mérséklésére.

- intervenció
- kamatfolyosó
- kötelezőtartalék-szabályozás

### **Próbavizsga**

A jegybankpolitika eszközei közül közvetetten befolyásolja a pénzmennyiséget:

- a hitelplafonírozás.
- a nyíltpiaci műveletek

- az erkölcsi nyomásgyakorlás.

A Pénzügyi Stabilitási Tanács, mint a MNB legfőbb döntéshozó szerve, számba veszi és elemzi a pénzügyi közvetítőrendszer egészét veszélyeztető kockázati tényezőket.

- igaz
- hamis

### **Záróvizsga A**

Az alábbiak közül melyik feladata a jegybanknak?

- a lakosság számára a lehető legolcsóbb, bankszámláról való készpénzfelvétel biztosítása
- fizetési és elszámolási rendszerek tevékenységének felvigyázása
- az állami intézmények szükség esetén történő meghitelezése

A kötelezőtartalék-szabályozás célja a jegybanki egynapos hitel és az egynapos betét kamata közötti, rövid távú kamatok ingadozásának mérséklését célzó folyosó meghatározása.

- igaz
- hamis

### **Záróvizsga B**

A Magyar Nemzeti Bank elsődleges célja:

- az árstabilitás elérése és fenntartása.
- a Kormány gazdaságpolitikájának megvalósítása.
- a hazai fizetőeszköz árfolyamának védelme

A közvetlen inflációs célkövetés rendszerében az inflációs cél sávként való meghatározása növeli a jegybank rugalmasságát.

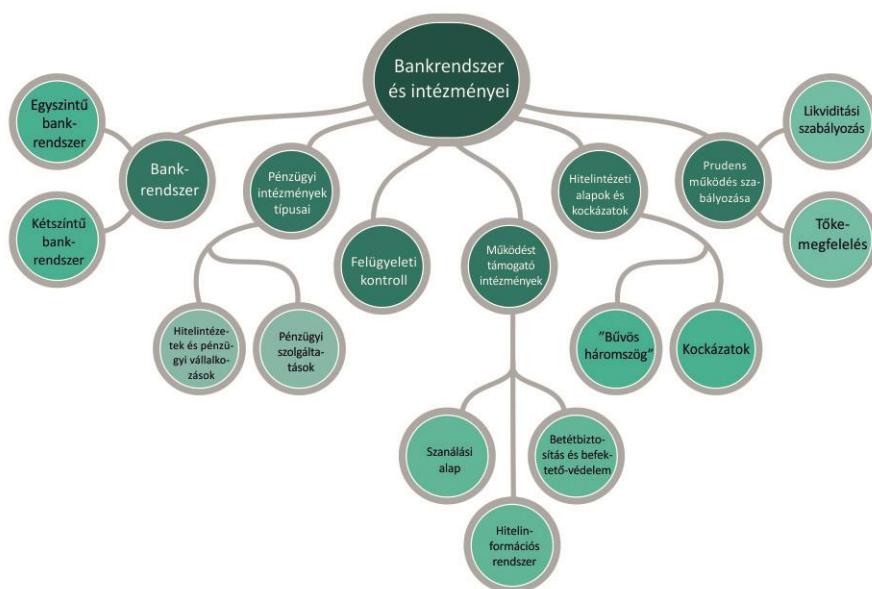
- igaz
- hamis

## 7. BANKRENDSZER ÉS INTÉZMÉNYEI

### 7.1 CÉLKITŰZÉSEK ÉS KOMPETENCIÁK

A bankrendszer tevékenysége szoros kapcsolatban van a gazdaság működésével, egy egészséges bankrendszer fontos alapját adja a gazdasági növekedésnek. Ugyanakkor a bankrendszer problémái azonnal visszahatnak a gazdaság állapotára, ahogy az történt a 2008-as pénzügyi válságot követően is.

A lecke célja a bankrendszer fogalmának és két fő formájának, illetve a pénzügyi intézmények típusainak a bemutatása, jellemzése. A hallgató ismerje meg a hazai hitelintézeti rendszer működését támogató intézményeket, a felügyelet, a szanálási alap, a hitelinformációs rendszer és a betétbiztosítás és befektető-védelem funkcióit, jellemzőit. Képes legyen a hitelintézetek működésének három fő alapelvét bemutatni, és a fő kockázat típusokat jellemezni. A hallgató tudja, melyek a prudens működés szabályozásának fő nemzetközi és hazai elemei.



25. ábra: Bankrendszer és intézményei lecke struktúrája

forrás: saját szerkesztés

## 7.2 TANANYAG

**Bankrendszer** alatt egy adott országban működő bankok összességét értjük (szűkebb értelemben, tágabb értelemben pedig hitelintézeti rendszer). A bankrendszereknek két típusát lehet megkülönböztetni: az egyszintű és a kétszintű bankrendszert.

**Egyszintű bankrendszer** esetén a jegybank a központi banki funkciók mellett közvetlen kapcsolatban áll a gazdálkodó alanyokkal, tehát vezeti számláikat és hitelt folyósít számukra. Jellemzően a jegybank mellett egyéb, specializált bankok is működnek, de létezik olyan típusa, ahol ténylegesen egyetlen egy bank lát el mindenféle banki funkciókat (monobank rendszer). A **kétszintű bankrendszer** esetén a központi bank csak a kereskedelmi bankokkal áll kapcsolatban, a vállalkozásokkal és a lakossággal pedig nem: az első szinten tehát a jegybank áll, a második szinten pedig a kereskedelmi bankok helyezkednek el. Magyarországon a második világháborút követően működött egyszintű bankrendszer 1947 decembere és 1987 januárja között, az MNB és a mellette létező hitelintézetek működése funkcionális elhatároláson alapult. (Az MNB a vállalatok bankja, az OTP pedig a lakosság bankja volt, de létezett a külkereskedelmi ügyleteket finanszírozó Magyar Külkereskedelmi Bank, és az állami beruházásokat finanszírozó Állami Fejlesztési Bank is.)

### 7.2.1 A pénzügyi intézményi rendszer Magyarországon

A hazai pénzügyi intézményi rendszert meghatározó jogszabály a 2013. évi CCXXXVII. törvény a hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról, meghatározva többek között az engedélyezési, a működési és a prudenciális szabályokat, a felügyelet és a betétbiztosítás működését, illetve fogyasztóvédelmi előírásokat.

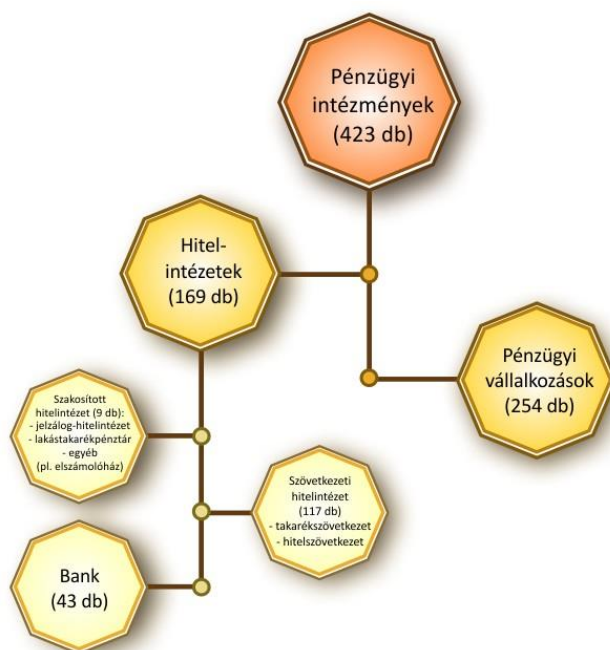
A törvény a pénzügyi intézmények számára a pénzügyi szolgáltatások nyújtása mellett egyéb tevékenységek végzésére is lehetőséget teremt, mint a kiegészítő pénzügyi szolgáltatás nyújtása, biztosítás közvetítői tevékenység végzése, követelések kezelése és hajtása, vagy a pénzügyi eszközre vonatkozó adat- és információértékesítés. A **pénzügyi szolgáltatások** a következő tevékenységeket jelentik:

- betét gyűjtése és más visszafizetendő pénzeszköz nyilvánosságtól történő elfogadása;
- hitel és pénzkölcsön nyújtása;
- pénzügyi lízing;
- pénzforgalmi szolgáltatás nyújtása;
- elektronikus pénz kibocsátása;



- papír alapú készpénz-helyettesítő fizetési eszköz kibocsátása;
- kezesség és garancia vállalása, valamint egyéb bankári kötelezettség vállalása;
- valutával, devizával, váltóval, illetve csekkel saját számlára vagy bizományosként történő kereskedelmi tevékenység;
- pénzügyi szolgáltatás közvetítése;
- letéti szolgáltatás, széfszolgáltatás;
- hitelreferencia szolgáltatás; valamint
- követelésvásárlási tevékenység.

A **hitelintézet** olyan pénzügyi intézmény, amely a pénzügyi szolgáltatások közül legalább betétet gyűjt, vagy más visszafizetendő pénzeszközöt fogad el a nyilvánosságtól, valamint hitelt és pénzkölcsönt nyújt. Kizárólag hitelintézet jogosult betét gyűjtésére, valamint saját tőkéjét meghaladó mértékben más visszafizetendő pénzeszköz nyilvánosságtól való elfogadására, illetve pénzváltási tevékenység végzésére.



26. ábra: A pénzügyi intézményi rendszer Magyarországon 2014 augusztusában

forrás: MNB adatok alapján saját szerkesztés

A **bank** legalább kettőmilliárd forint induló tőkével, részvénytársaságként vagy fióktelepként alapítható, és az összes pénzügyi szolgáltatási tevékenységet együttesen (kizárólagosan) végezheti.

A **szakosított hitelintézet** a pénzügyi szolgáltatások meghatározott körének végzésére felhatalmazott, részvénytársaságként vagy fióktelepként alapítható hitelintézetek. Ide tartoznak a lakástakarék-péztárak, a jelzálog-hitelintézetek, az elszámolóház (KELER ZRt.) és a fejlesztési hitelintézetek (MFB, Eximbank).

A **szövetkezeti hitelintézet** legalább 300 millió forint induló tőkével, szövetkezetként vagy zártkörűen működő részvénytársaságként alapítható. Két formában működik: míg a takarékszövetkezet nyilvánosan, addig a hitelszövetkezet csak tagjainak nyújthat szolgáltatást.

A **pénzügyi vállalkozás** legalább 50 millió forint induló tőkével, részvénytársaságként, szövetkezetként, alapítványként vagy fióktelepként alapítható, és egy vagy több pénzügyi szolgáltatást, vagy fizetési rendszer működtetését végzi. Jellemzően hitel és pénzkölcsön nyújtásával (több mint 60 %-uk), illetve lízing és factoring finanszírozással foglalkoznak.

### 7.2.2 Felügyeleti kontroll

A pénzügyi rendszer és intézményeinek egészséges, hatékony és biztonságos működése alapvető feltétele egy jól működő gazdaságnak. Ugyanakkor a pénzügyi intézmények működése veszélyes és kockázatos, fokozottan vannak kitéve a bukás veszélyének. Egy csőd ráadásul tovagyűrűző hatást fejthet ki a gazdaság más területeire, ami a pénzügyi intézményrendszer, illetve a gazdaságpolitika stabilitását is veszélyeztetheti. Így kiemelten fontos a pénzügyi rendszer felügyelete.

A felügyeleti funkció a klasszikus megközelítés szerint három nagy területre bontható:

- pénzügyi fogyasztóvédelemre (pl. ajánlások, tanulmányok közzététele);
- a mikroprudenciális felügyeletre, amelynek célja az egyes intézményeket érintő problémák csökkentése; illetve
- a – 2008-as gazdasági válság kapcsán életre hívott – makroprudenciális felügyeletre, amelynek célja a pénzügyi rendszer egészét érintő problémák csökkentése.

Jellemzően a felügyeleti rendszerek tekintetében kétféle minta alakult ki: a bankfelügyeleti és a monetáris politikai szerepkör az angolszász minta (Anglia, Egyesült Államok, Ausztrália) esetén a központi bank kezében összpontosult, míg a német minta esetén elkülönül (Németország,

Svédország). Utóbbi esetén az egyes országokban pedig a pénzügyi szolgáltatások alaptípusait külön hatóságok felügyelték.

Magyarországon a felügyeleti funkciót 1987-től egy pénzügyminisztériumi főosztály látta el, majd 1991-től több felügyeleti intézmény is létrejött. 2000-ben három felügyeleti szerv egybeolvasztásával létrejött a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (PSZÁF). 2010-től létrejött a **Pénzügyi Stabilitási Tanács**, a makroprudenciális felügyelet legfontosabb döntéshozatali testülete.

2013. október elsejétől a PSZÁF beolvadt a jegybankba, és ezzel minden felügyeleti funkció az MNB-hez került, illetve megszűnt a makroprudenciális felügyelet korábbi PSZÁF – MNB közötti megosztottsága is. Hasonló lépések a válság nyomán, az összhang megteremtése érdekében több uniós országban – pl. Belgiumban és Írországban – is történtek, és ezzel az Európai Unió tagországainak többségében a jegybank látja el a mikroprudenciális felügyeleti funkciót is. Fontos változás lesz ugyanakkor a bankunió egyik pilléréként (lásd 10. fejezet) az egységes felügyeleti mechanizmus 2014. őszi létrehozása is.

### 7.2.3 A pénzügyi intézmények működését támogató intézmények

#### 7.2.3.1. Betétbiztosítás és befektető-védelem

A betétbiztosítás és a befektető-védelem célja a bizalom erősítése érdekében a pénzügyekben kevésbé járatos betétesek, befektetők és ezzel a pénzügyi rendszer stabilitásának védelme. Sajátosságuk, hogy funkciójukat addig tudják teljes egészében betölteni, amíg nincs szükség az általuk nyújtott kártalanításra.

A betétbiztosítás lehetővé teszi, hogy egy fizetéseképtelenné vált hitelintézet betéttulajdonosa meghatározott feltételek mellett, jellemzően egy bizonyos összeghatárig hozzáférjen követeléséhez. Általában intézményes formában működik, ahol pedig nem, ott jellemzően az állam vállalja magára e funkciót. Intézményesített betétbiztosítás esetén a hitelintézetek számára a tagság szinte kivétel nélkül kötelező, de a garancia alá tartozó pénzügyi instrumentumok, illetve a garanciavállalás összege és az esetleges (jellemzően 10% körüli) önrész esetén, valamint a díjszabás tekintetében lehetnek eltérések.

Hazánkban az **Országos Betétbiztosítási Alap (OBA)** a betétbiztosítás önálló intézménye 1993-tól, előtte a bankbetéteket az állam garantálta, és teljes körűen. Jelenleg az OBA a tagintézeteinél elhelyezett névre szóló (forint és deviza) betéteket (és azok kamatát) betétesenként és hitelintézetenként védi: tehát, ha egy betétes több bankban helyezi el a pénzét, akkor mindenütt biztosítottá válik. A biztosítottak köre ugyanak-

kor nem teljes, a garancia nem terjed ki többek között az önkormányzatok, befektetési alapok, biztosítók betéteire.

☐ OBA honlapja

17. <http://www.oba.hu/en>

A **kártalanítási értékhatár** – a kezdeti 1 millió forintról indulva – többször is változott az elmúlt években. Európában először az 94/19 EK irányelv rögzítette a betétbiztosítás kötelező szolgáltatási minimumát (20.000 EUR), majd a 2008-ban kirobbant válság hatására az EU teljes területén előbb 50.000 euróra, majd 100.000 euróra emelték (ettől lefelé nem, de felfelé el lehet térni). Hazánkban jelenleg az uniós minimum a kifizetés felső határa. (De pl. az USA-ban 250.000 dollár, Norvégiában pedig 2 millió korona.)

Fontos paraméter a **kifizetés határideje** is: a kifizetéseket legkésőbb a betétek befagyása, a bank tevékenységi engedélyének visszavonása, vagy a felszámolás közzététele után az OBA-nak el kell kezdeni és 20 munkanapon belül kell befejezni.

☐ A Soltvadkert és Vidéke Takarékszövetkezet 2012-es csődje esetén a kártalanítottak döntő többsége – összesen mintegy 33 milliárd forintnyi kifizetés mellett – hét munkanap alatt lett kártalanítva.

A biztosítás a biztosítottak (betétesnek) nem kerül semmibe, az alap a hitelintézetek befizetéséből működik. Magyarországon minden hitelintézet köteles hozzá csatlakozni, és egyidejűleg egyszeri csatlakozási díjat fizetni, majd ezek után éves, rendszeres biztosítási díj fizetése és adatszolgáltatási kötelezettség terheli őket. (2013-ban az egységes díjkulcs 0,6 ezrelék volt.) Továbbá az alap kötvényt is kibocsáthat, illetve hitelintézeti és jegybanki kölcsönt is felvehet.

Az alapban felhalmozott vagyon ugyanakkor kisebb hitelintézetek csődje esetén képes helyt állni, egy nagyobb méretű bank esetén már nem. Emiatt fontos a **fedezettségi mutató**, ami a betétbiztosító intézmények vagyoni helyzetének nemzetközileg elfogadott mutatója: egyazon időpontban a likvid eszköz állományát veti össze a tagoknál lévő elméleti kártalanítási kötelezettséggel. (Így bár az OBA kártalanításra fordítható vagyona 2013 végén 76,6 milliárd forint volt, a fedezettségi mutató negatív tendenciát mutat, a 2008-as 1,2%-ról 2013 végére 0,88%-ra csökkent.)

Fontos ugyanakkor kitérni **határokon átnyúló betétbiztosítás szerepére**, amelynek értelmében az Európai Unió területén bejegyzett bankokban elhelyezett betéteket az alapítás országában létrehozott nemzeti betétbiztosítási intézmény biztosítja. Azaz pl. egy Írországban bejegyzett

bank magyarországi fiókja (lásd Citibank fióktelepe) által gyűjtött betéteket az ír betétbiztosító intézet biztosítja.

Hazánkban a befektető-védelem önálló intézménye – az OBA mintájára létrehozott – **Befektető-védelmi Alap** (BEVA). Kártalanítására azok a befektetők számíthatnak, akik az alap tagjával a biztosított befektetési szolgáltatási tevékenységek, illetve kiegészítő szolgáltatások valamelyikére szerződést kötöttek, és e szerződés alapján a befektetési szolgáltató a nevükön nyilvántartott vagyont (értékpapír, pénz) öt napon belül nem tudja kiadni számukra. A kártalanítás felső határa 20.000 euró, a kártalanítás mértéke egymillió forint összeghatárig 100%, egymillió forint összeghatár felett egymillió forint és az egymillió forint felett rész 90%-a (tehát itt megjelenik egy 10%-os önrész). Fontos ugyanakkor kiemelni, hogy az alap biztosítása nem terjed ki az értékpapír árfolyamvesztéséből vagy az értékpapír kibocsátójának fizetéseképtelenségéből eredő károokra.

BEVA honlapja

18. <http://www.bva.hu/en/ipf/organisation+1.html>

### 7.2.3.2. Hitelinformációs rendszer

A hitelezési döntés során az ügyfelek hitelképességének megítélésében nagy segítséget nyújthatnak az adós- és hitelinformációs rendszerek: a nemzetközi gyakorlatban a lakossági hitelbírálat egyik legfontosabb eszköze a hitelképességről szerzett információk felhasználása. A rendszer előnye, hogy a hitelezők számára lehetővé teszi a visszafizetési kockázat pontosabb megítélését, a várhatóan problémás ügyfelek kiszűrését, és a túlzott eladósodás megakadályozását. Segíti továbbá a megfelelő hitelárazást: a pontosan törlesztő adósok olcsóbban juthatnak hitelhez, mint a kockázatosabb kérelmezők. A hitelinformációs rendszereknek két típusát különböztethetjük meg:

- kormányzati háttérű, kötelező jellegű, általában a jegybank által működtetett hitelnyilvántartó rendszer (pl. Spanyolországban), illetve
- piaci, önkéntes alapon szerveződött, úgynevezett credit bürok (lásd pl. az Experian Ltd. adatbázisa az Egyesült Királyságban).

Experian Ltd. adatbázisa

19. <http://www.experian.co.uk/>

Különbség mutatkozik a gyűjtött információk tekintetében is. A hitelnyilvántartó rendszer jellemzően negatív listás adatbázis, amely negatív eseményekről (késedelmes vagy nem fizetés) tartalmaz, általában csak

adott küszöbérték felett adatokat. A pozitív adólista (vagy teljes listás nyilvántartás) pedig minden hitel és hitel jellegű szerződéssel rendelkező adós adatát és a szerződések adatait tartalmazzák.

A hazai hitelnyilvántartó rendszert az 1994-ben alapított BISZ Központi Hitelinformációs Zártkörűen Működő Részvénytársaság (BISZ Zrt.) működteti. A rendszer alapítása óta a jelenlegi **Központi Hitelinformációs Rendszer (KHR)** folyamatosan változott: folyamatosan bővült az adatok köre, illetve a – 1999-től működő – lakossági alrendszer 2012 őszétől teljes listás adatbázissá változott. (2011 előtt Bankközi Adós- és Hitelinformációs Rendszer néven működött, ezért a BAR-listás kifejezést használta a köznyelv a benne szereplő személyek esetén.) A rendszer a pénzügyi szolgáltatók tájékozódását segíti, az ügyfelek számára nem nyilvános.

☐ BISZ Zrt. honlapja

20. <http://www.bisz.hu/english>

Az adatbázis két nagy alrendszerre bontható, a természetes személyek és a vállalkozások adatbázisára. Mindkét alrendszer pozitív információkat (a kötelezettségeiket rendben fizető adósok tekintetében), illetve negatív adatokat (mulasztással rendelkező adósok, vagy visszaélések tekintetében) is tartalmaz.

A **lakossági alrendszer** az alábbi adatokat tartalmazza:

- hitelszerződések nyilvántartása (amely csak az ügyfél önkéntes hozzájárulása esetén hozzáférhető),
- hitelmulasztásokra vonatkozó információk (akik kötelezettségeiknek a mindenkori minimálbér összegét meghaladó mértékben, folyamatosan több mint 90 napon keresztül nem tettek eleget),
- bankkártya-visszaélések (pl. lopott bankkártya használat) adatai,
- csalás (pl. valótlan adatközlés, hamis dokumentumok) miatt elutasított hitelkérelmek nyilvántartása.

A hitelmulasztások az ügyfél külön hozzájárulása nélkül is kezelhetők a KHR-ben, ezáltal nehezítvén egy újabb hitelfelvételt. Lezárt hitelmulasztások esetén a teljesítéssel lezárt mulasztások a teljesítéstől számított 1 évig, a veszteséggel lezárt mulasztások a lezárástól számított 5 évig láthatóak a rendszerben.

- ☛ Figyelje meg a BISZ honlapján, hogy milyen információkat tartalmaz a vállalati alrendszer! Milyen eltéréseket lát a lakossági alrendszerben tárolt adatokhoz képest?

### 7.2.3.3. Szanálási alap

A 2008-as válság ráirányította figyelmet arra, hogy a pénzügyi intézmények esetén a válságkezelési mechanizmusok hiányosak, nem megfelelően kidolgozottak, vagy nem hatékonyak, így a rendszerszinten túl nagy pénzügyi intézményeket sokszor állami garanciák és tőkeemelések segítségével, közpénzből mentették meg az államok. (Nem minden esetben, lásd pl. a Lehman Brothers befektetési vállalkozás felszámolása.) Ugyanakkor emiatt néhány országban az államadósság finanszírozása igen nehezzé vált, ami több esetben (pl. Írország) nemzetközi szervezektől való hitelfelvételt tett szükségessé.

Ugyanakkor az USA-ban már 2007-ben is működött a szanálás eszköze kisebb hitelintézetek esetén: a szanálási hatóság általában eladta a megrendült bank biztosított betéteit és jó eszközeit egy másik piaci szereplőnek. Európában a szanálás kevésbé volt ismert és alkalmazott, de 2013 végén a bankunió egyik pilléréként (lásd 10. fejezet) létrejön az Egységes Bankszanálási Mechanizmus, aminek köszönhetően az egyes országok egységes eszköztárral, azonosan szabályozott feltételekkel és harmonizált finanszírozási elvek mentén hozhatják létre a saját szanálási szabályozásukat.

A **szanálás** tehát az intézmény (hitelintézet vagy befektetési vállalkozás) vagy csoport szerkezetátalakítására irányuló eljárás, amely az intézmény alapvető funkciói folyamatosságának biztosítására, a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitásának megőrzésére és az intézmény vagy csoport egésze vagy egy része életképességének helyreállítására irányul. Akkor alkalmazandó (mint legutolsó lehetséges eszköz), ha nem sikerül megakadályozni egyéb eszközökkel az intézmény helyzetének olyan mértékű súlyosbodását, ami miatt az intézmény (valószínűleg) csődbe jut.

A hazai **Szanálási Alap** 2014 nyarán kezdte meg működését, a szanálási hatóság feladatkörét az MNB tölti be. A szanálási eljárás során alkalmazható eszközök a következők:

- vagyonértékesítés, amely az intézmény részben vagy egészben történő értékesítése egy másik piaci szereplőnek;
- áthidaló intézmény alkalmazása, amely során a bank vagy befektetési vállalkozás jó eszközeit levásztják és egy új, állami tulajdonban lévő intézményhez (pl. hídbank) telepítik, amelyet idővel eladnak, az eredeti intézményt pedig felszámolják;
- eszközelkülönítés, azaz az intézmény rossz eszközeit a mérlegének tisztítása érdekében egy eszközközvetítő társaságra ruházza át;

- hitelezői feltőkésítés, amely során az intézmény nem biztosított hitelezőit (pl. kötvénytulajdonosokat) vonja be a veszteségviselésbe követeléseik leírása vagy tőkévé történő átalakítása révén.

A hazai hitelintézetek és befektetési vállalkozások számára kötelező az alaphoz történő csatlakozás. Az alap forrásai között meghatározóak a rendszeres befizetések (ami egy alapdíjból és kockázat alapú változó díjból áll), de az alap akár kölcsönt is felvehet vagy hitelviszonyt megtestesítő értékpapírt is kibocsáthat. Fontos kiemelni, az OBA is köteles hozzájárulni (az általa vállalt kártalanítás és a vagyona alapján) a szanalás költségeihez, amennyiben a szanalás a biztosított betétek folyamatos hozzáférhetőségének biztosítására irányul.

### 7.2.4 Hitelintézeti alapok és kockázatok

Leegyszerűsítve egy hitelintézet működését: a nála elhelyezett betétekért kamatot fizet, a nyújtott hitelek után pedig kamatot kap, a kettő különbsége a kamatjövedelem, mint a banki jövedelmezőség elsődleges forrása.

A hitelintézetek működésének fontos alapelveit fogalmazza meg a „bűvös háromszög”:

- a jövedelmezőség elve (rentabilitás), azaz a hitelintézet gazdálkodjon nyereségesen, és az elért eredményből fizessen osztalékot a tulajdonosainak;
- a likviditás elve (diszponibilitás), azaz a hitelintézet rendelkezzen elég pénzeszközzel a vele szemben aktuálisan felmerült követelések kielégítésére; illetve
- a fizetőképesség elve (szolvencia), azaz a hitelintézet követeléseinek értéke (kihelyezett hitelek) meghaladja a kötelezettségeinek értékét, tehát pozitív saját tőke mellett kötelezettségeinek hosszú távon is eleget tud tenni.

A háromszög azért bűvös, mert a három elem egyszerre nem tud teljesülni: amíg a likviditás és a fizetőképesség azonos irányban változik, addig a jövedelmezőség és a likviditás, illetve a jövedelmezőség és a fizetőképesség közötti kölcsönhatás általában ellentétes irányú (az egyik növekedése a másik csökkenését eredményezi).

Működésük során ráadásul a hitelintézetek többféle kockázattal szembesülnek: egy részüknek minden vállalkozás ki van téve, más részük pedig speciális, banki kockázat. A hitelintézetek ugyanis a pénzügyi közvetítés kiemelt szereplői, akik döntően idegen forrásokkal (ez által nagy tőkeáttétellel) gazdálkodnak, és közben összeg-, lejárat- és kockázati transzformációt is végrehajtanak. A bankok működésének alapja



tehát a – vállalkozásokhoz képest nagyobb mértékű – kockázatvállalás, amelynek kezelése speciális ismereteket igényel.

A kockázatokat sokféle módon lehet csoportosítani, a legfontosabb kockázattípusok a hitelezési, likviditási, piaci és működési kockázatok. (Az egyéb kockázatokra a jegyzet terjedelmi okok miatt nem tér ki.)

A **hitelkockázat** (credit risk) vagy más néven visszafizetési kockázat annak kockázata, hogy a kötelezett a futamidő során részben vagy teljes egészében nem fizeti vissza a vele szemben fennálló követelést. Mivel a hitelnyújtás egy tipikus banki tevékenység, ezért ez a legnagyobb banki kockázat. A hitelezési döntés során ezért nagyon fontos a hitelbíráló.

A **likviditási kockázat** (liquidity risk) annak a kockázata, hogy a bank a lejáró kötelezettségeik és követeléseik nem megfelelő összehangolása következtében aktuális kötelezettségeiknek nem, vagy csak veszteség árán képesek eleget tenni.

A **piaci kockázat** (market risk) annak a kockázata, hogy a banknak vesztesége keletkezik az általa vállalt pozícióból a piaci árak kedvezőtlen irányú változása következtében. Számos altípusra bontható, pl. kamatláb kockázat, devizaárfolyam kockázat stb.

A **működési kockázat** (operational risk) egy gyűjtőkategória, a banküzem speciális tulajdonságaiból adódó, nehezen becsülhető kockázatok foglalja magába. Nemzetközi szabályozás szerint az emberek, a belső folyamatok és rendszerek nem megfelelő vagy hibás működése, illetve külső tényezők által előidézett veszteségek kockázata. Pl. belső és külső csalás, rendszerbiztonság áthágásából fakadó problémák, természeti katasztrófák okozta veszteségek, hardver- és szoftverproblémák stb.

### 7.2.5 A hitelintézetek prudens működésének szabályozása

A hitelintézet szabályozása a fent említett közvetítői szerep és kockázatvállalás mellett azért is kiemelten fontos, mert jelentős a gazdasági beágyazottságuk. Egy rosszul működő hitelintézet működése a többi hitelintézetre is negatív hatással van, végső soron pedig a pénzügyi rendszer egészének a működését is veszélyeztetheti.

A már korábban említett hazai jogszabály mellett a nemzetközi szabályozási keret tekintetében kiemelendők a bázeli egyezmények és azok átültetése az egyes országok jogrendjébe. A Bázeli Bankfelügyeleti Bizottságot a G10 országok központi bankjainak a vezetői alapították 1974-ben, célja bankfelügyeleti szokványok és ajánlások megfogalmazása volt. Az 1988-ban megjelent első egyezmény (Bázel I.) a hitelkockázatok miatti veszteségek fedezéséhez szükséges minimális tőkekövetelményt határozta meg – a szavatoló tőke és – a tőkemegfelelési mutató (vagy Cook-ráta) bevezetésével. (1996-ban aztán Bázel I. ki lett terjesztve a

piaci kockázatokra is.) A 2006-ban megjelent második egyezmény (Bázel II.) már egy komplex, három pilléren nyugvó szabályozási rendszer volt, amelynek lényege – a felügyelet szerepe és a nyilvánosság mellett – a hitelezési, a piaci és a működési kockázatok tőkemegfelelés szempontjából elfogadható módszereinek és – a tőkemegfelelési mutató nevezője, a korrigált mérlegfőösszeg számítás megreformálásán keresztül – a tőkemegfelelés mérésének meghatározása volt. A 2010-ben nyilvánosságra hozott (eredetileg a Bázel II. kiegészítéseként szolgált volna) harmadik egyezmény (Bázel III., európai megfelelője, mint uniós irányelv a CRD IV.<sup>13</sup>, illetve mint uniós rendelet a CRR<sup>14</sup>) 2013-tól lépett érvénybe, de egyes területeken fokozatos bevezetést követően csak 2019-től. A Bázel III. változásai alapvetően a szavatoló mértékét és minőségét, illetve a tőkemegfelelés szintjét, továbbá a likviditási kockázatkezelést és a kockázatkezelés speciális területeit érintik.

- A Bázei Bankfelügyeleti Bizottság által publikált Bázel III. monitoring jelentések itt érhetőek el:

21. <http://www.bis.org/publ/bcbs289.htm>

A hitelintézet prudens (előrelátó, körültekintő) működésére vonatkozó szabályokat tehát jogszabályok fogalmazzák meg: a hitelintézet úgy köteles a rábízott idegen és saját forrásokkal gazdálkodni, hogy folyamatosan fenntartsa azonnali fizetőképességét (likviditását) és mindenkori fizetőképességét (szolvenciáját).

A prudenciális szabályozás kiemelt eleme tehát a **tőkemegfelelés**: azaz a hitelintézetnek nem csak alapításakor kell meghatározott jegyzett tőkével rendelkeznie, hanem a működés során a szavatoló tőkének egy meghatározott arányt kell képviselnie a bank korrigált mérlegfőösszegéhez (Risk Weighted Assets, RWA) viszonyítva (ez a **tőkemegfelelési mutató**). A szavatoló tőke két fő elemből tevődik össze:

- az alapvető tőkeelemekből (Tier1), amelyekhez nem társul fizetési kötelezettség, illetve belül pedig elsődleges alapvető tőkéből (Common Equity Tier 1, CET1) és kiegészítő alapvető tőkéből (Additional Tier 1, AT1), valamint
- járulékos tőkeelemekből (Tier2), amelyek valamilyen korlátozó tulajdonsággal bírnak<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup> 2013/36/EU irányelv (Capital Requirements Directive IV).

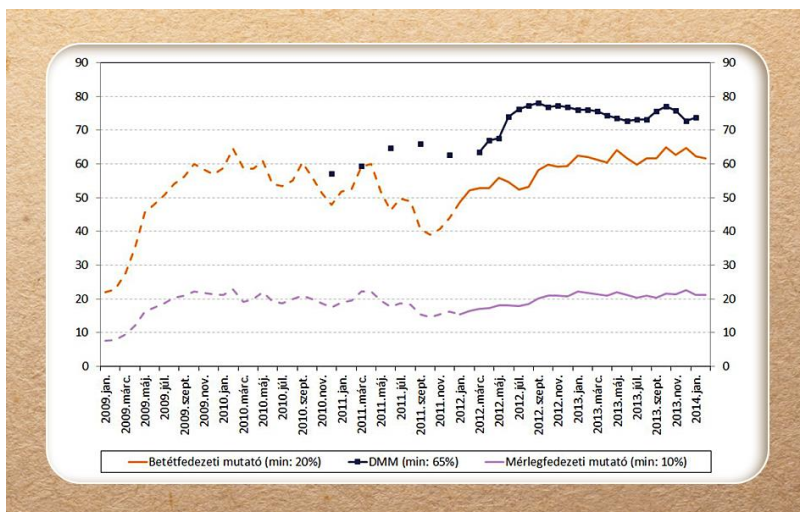
<sup>14</sup> 575/2013/EU rendelet (Capital Requirements Regulation).

<sup>15</sup> Terjedelmi okok miatt a jegyzet nem ismerteti a szavatoló tőke mérleg szerinti összetételét.

A tőke megfelelési mutató értéke jelenleg minimum 8% (2019-től 10,5%), a CET 1 ráta (CET 1 / RWA) értéke jelenleg minimum 3,5% (2019-től 7%), Tier1 ráta értéke pedig jelenleg minimum 4,5% (2019-től 8,5%). A tőke megfelelés területén további változást jelentenek a fizetőképesség biztosítása érdekében bevezetett **tőkepufferek** (tőketartalékok), illetve a hitelintézet túlzott tőkeáttétel kialakulásának megelőzése érdekében (2018-tól) bevezetendő **tőkeáttételi korlát** bevezetése.

Ugyanakkor, amíg a korábbi bázeli javaslatcsomagok elsősorban a tőke megfelelésre fókuszáltak, addig a Bazel III. javaslatcsomag egyik legfontosabb újítása – a 2008-as válság hatásaként – a **likviditási szabályozás**. A bázeli ajánlás a pénzügyi intézmények mérlegében a lejáratú eltérések csökkentése és a likviditási kockázatok kezelése érdekében két mutató bevezetését javasolta:

- a (2015-től fokozatosan bevezetendő 2018-ig) **rövid távú likviditásfedezeti ráta** (Liquidity Coverage Ratio, azaz LCR) célja, hogy rövid távon (30 nap) megfelelő mennyiségű és minőségű likvid eszköz álljon a bankok rendelkezésére egy esetleges sokk esetén, illetve
- a (2018-tól bevezetendő) **nettó stabil finanszírozási ráta** (Net Stable Funding Requirement, azaz NSFR), ami a hosszú követelések hosszabb forrásokból való finanszírozását kívánja kikényszeríteni.



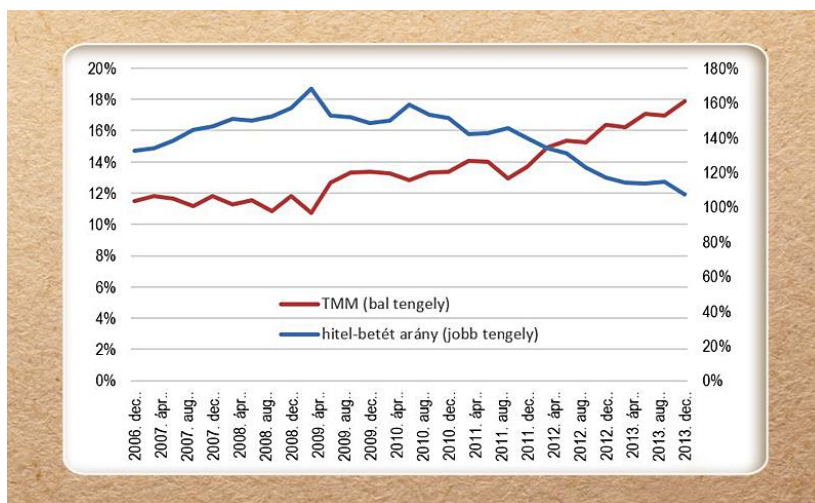
27. ábra: A hazai likviditási mutatók alakulása (bankrendszeri átlagok)

forrás: Fáykiss, 2014

Fontos kiemelni, hogy a likviditási kockázat szabályozása hazánkban két rövid távú és egy hosszú távú mutató 2012. júliusi bevezetésével Bázel III.-hoz képest korábban megvalósult.

- A **mérlegfedezeti és betétfedezeti mutatók** célja (az LCR rátához hasonlóan), hogy a bankok egy 30 napos időhorizontot tekintve mérlegfőösszeg (mérlegfedezeti mutató) vagy betétállomány-arányosan (betétfedezeti mutató) megfelelő likviditással rendelkezzenek. A mutatók értéke minimálisan 20%, illetve 10%.
- A **devizafinanszírozás-megfelelési mutató** célja (a 2014 tavaszi szigorításnak köszönhetően az NSFR rátához hasonlóan) a bankok mérlegen belüli és kívüli devizapozíciója lejárat eltérésének együttes kezelése. A mutató értéke minimálisan 65%, 2014. július 1-ével 75%, majd félévente 5 százalékpontonként 100%-ra nő 2017. január 1-ig.

Érdemes még említeni a **hitel-betét arány** (Loan-To-Debt, azaz LTD) mutatót, ami azt jelzi, hogy egy egységnyi bankbetét felhasználásával hány egységnyi hitelt helyezett ki a hitelintézet. Bár a mutató nem része a prudenciális szabályozásnak, ennek ellenére a bankok likviditásának kifizettségét (ezáltal a likviditási kockázatot) jelzi, hiszen az ügyfélforrások relatív alacsony szintje miatt külső, azaz pénz- és tőkepiaci források bevonása válhat szükségessé.



28. ábra: A hazai hitelintézetek tőkemegfelelésének (%) és hitel-betét arányának alakulása 2006 és 2013 között

forrás: saját szerkesztés MNB adatok alapján

## 7.3 ÖSSZEFOGLALÁS, KÉRDÉSEK

### 7.3.1 Összefoglalás

Egy fejlett gazdaságokra jellemző kétszintű bankrendszerben a pénzügyi intézményeket pénzügyi vállalkozásokra és hitelintézetekre, utóbbiakat pedig bankokra, szakosított hitelintézetekre és szövetkezeti hitelintézetekre oszthatjuk. A lecke bemutatta a hazai hitelintézeti rendszer működését támogató intézményeket: a felügyelet, a szanálási alap, a hitelinformációs rendszer és a betétbiztosítás és befektető-védelem funkcióit, működésének jellemzőit és főbb paramétereit, kitérve az elmúlt években bekövetkező változásokra is. A banki üzemgazdaságtan alapelvei és kockázatai mellett az elmúlt évtizedekben, és különösen a pénzügyi válságot követően folyamatosan bővültek a prudens működés előírásai a Bázeli III. javaslatcsomag gyakorlatba való átültetésének eredményeképpen, így a tőke megfelelés mellett megjelentek a tőkeáttétel- és a likviditásszabályozás eszközei is.

### 7.3.2 Önellenőrző kérdések

1. Mutassa be és jellemezze a bankrendszer fogalmát és két fő típusát!
2. Határozzon meg legalább hét darab pénzügyi szolgáltatást!
3. Mutassa be és jellemezze a hitelintézet fogalmát és három fő típusát!
4. Mutassa be és jellemezze az Országos Betétbiztosítási Alap működését!
5. Mutassa be és jellemezze a Befektető-védelmi Alap működését!
6. Mutassa be és jellemezze a Központi Hitelinformációs Rendszerben tárolt adatok körét!
7. Mutassa be és jellemezze a hazai Szanálási Alap működését!
8. Sorolja fel és jellemezze a hitelintézetek főbb kockázatait!
9. Mutassa be és jellemezze a prudenciális szabályozás tőke megfelelés eszközét!
10. Mutassa be és jellemezze a likviditásszabályozás nemzetközi és hazai eszközét!

### 7.3.3 Gyakorló tesztek

Az alábbiak közül mit jelent a kétszintű bankrendszer?

- A központi bank a jegybanki funkciók mellett közvetlen kapcsolatban áll a gazdálkodókkal.
- A központi bank nem áll kapcsolatban a gazdálkodókkal, csak a kereskedelmi bankokkal.
- A központi bank a többi hitelintézetet két szintre sorolja: „A”, és „B” besorolású hitelintézetekre.

Az alábbiak közül melyek a hitelintézetek fajtái?

- bankok, szakosított hitelintézetek, szövetkezeti hitelintézetek
- bankok, lízingscégek, takarékszövetkezetek
- hitelszövetkezetek, központi bank, pénzügyi vállalkozások

Az Országos Betétbiztosítási Alap kártalanításának mértéke maximum

- 20.000 euró úgy, hogy a kártalanítás mértéke egymillió forint összeghatárig 100%, egymillió forint összeghatár felett egymillió forint és az egymillió forint felett rész 90%-a.
- 100.000 euró.
- hatmillió forint úgy, hogy a kártalanítás mértéke egymillió forint összeghatárig 100%, egymillió forint összeghatár felett egymillió forint és az egymillió forint felett rész 90%-a.

Melyik tekinthető az Országos Betétbiztosítási Alap forrásának?

- költségvetési támogatás
- bankbetétekre kivetett kamatadó
- hitelintézetek által fizetett éves, rendszeres díj

A Befektető-védelmi Alap jelenleg a tagintézeteinél elhelyezett névre szóló (forint és deviza) betéteket (és azok kamatát) betétesenként és hitelintézetenként védi.

- igaz
- hamis

A Központi Hitelinformációs Rendszer

- a bankok hitelezési döntéseit segíti az ügyfelek hitelképességének megítélésében.

- a lakossági ügyfelek segíti abban, hogy a legolcsóbb terméket találják meg az adott hitelkategórián belül.
- a jegybank nyilvános adatbázisa, amely a hazánkban kihelyezett lakossági hitelek árának alakulását mutatja meg.

A szanálás mint eszköz akkor alkalmazható, ha nem sikerül megakadályozni egyéb eszközökkel egy bank helyzetének olyan mértékű súlyosbodását, ami miatt az valószínűleg csődbe jut.

- igaz
- hamis

A hitelintézetek működésének melyik alapelveinek való megfelelés mutatja meg azt, hogy a hitelintézet rendelkezik e elég pénzeszközzel a vele szemben aktuálisan felmerült követelések kielégítésére?

- jövedelmezőség elve
- szolvencia elve
- likviditás elve

Melyik hitelintézeti kockázat az, amelyik esetén a banknak vesztesége keletkezhet az általa vállalt pozícióból a piaci árak kedvezőtlen irányú változása következtében?

- működési kockázat
- piaci kockázat
- hitelkockázat

Melyik mutató jelzi azt, hogy egy egységnyi bankbetét felhasználásával hány egységnyi hitelt helyezett ki a hitelintézet?

- hitel-betét arány
- tőkemegfelelési mutató
- devizafinanszírozás-megfelelési mutató

### **Próbavizsga**

A pénzügyi vállalkozások betétgyűjtési lehetőséggel igen, számlavezetéssel azonban nem állhatnak ügyfeleik rendelkezéseire.

- igaz
- hamis

Mit jelent egy bank fizetőképessége?

- mindenkor rendelkezik elegendő (saját vagy idegen) forrással a vállalt kötelezettségei teljesítéséhez
- minden esetben tud hitelt nyújtani
- minden esetben tud betétet befogadni

### **Záróvizsga A**

Az Országos Betétbiztosítási Alap kártalanításának mértéke maximum hatmillió forint úgy, hogy a kártalanítás mértéke egymillió forint összeghatárig 100%, egymillió forint összeghatár felett egymillió forint és az egymillió forint felett rész 90%-a.

- igaz
- hamis

Melyik hitelintézeti kockázat foglalja magában az emberek, a belső folyamatok és rendszerek nem megfelelő vagy hibás működése, illetve külső tényezők által előidézett veszteségek kockázatát?

- likviditási kockázat
- működési kockázat
- piaci kockázat

### **Záróvizsga B**

Melyik intézménytípusra nem igaz, hogy a pénzügyi szolgáltatások közül legalább betétet gyűjt, vagy más visszafizetendő pénzeszközt fogad el a nyilvánosságtól, valamint hitelt és pénzkölcsönt nyújt?

- bank
- takarékszövetkezet
- pénzügyi vállalkozás

A tőkemegfelelési mutató a bankok tőkéjének mérését és az egyes bankok összehasonlíthatóságát szolgáló fontos pénzügyi mutató.

- igaz
- hamis

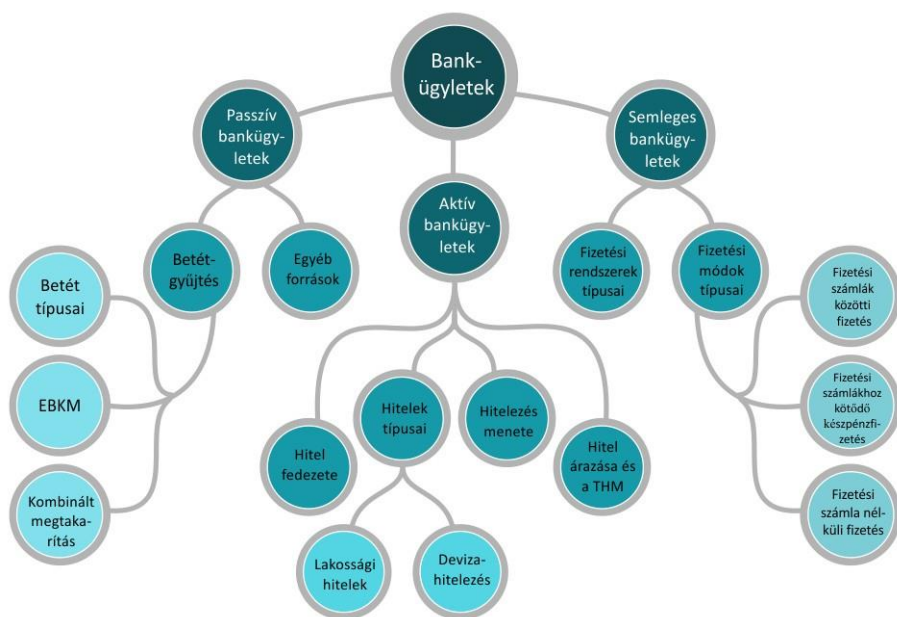


## **8. BANKÜGYLETEK**

### **8.1 CÉLKITŰZÉSEK ÉS KOMPETENCIÁK**

A bankügyletekkel mindenki, a magánszemélyek is kapcsolatba kerülnek a hétköznapiak során: szinte minden felnőttnek van bankszámlája, egy vagy több bankkártyája, és jellemzően valamilyen hitele, illetve használ különböző fizetési módokat (átutalás, sárga csekk stb.). Ezekben a területeken folyamatosan változás tapasztalható: ma már nincsenek (vagy legalábbis ritkák) lakossági devizahitelek, létezik a hitel árának felső korlátja, és újabb és újabb fizetési technikák jelennek meg (lásd például az egyre népszerűbb érintésmentes bankkártyák terjedése).

A lecke célja a hitelintézetek ügyleteinek bemutatása, azokat három fő csoportba sorolva. A hallgató ismerje a hitelintézetek forrásszerzési lehetőségeit, kiemelten a betétgyűjtés, és a speciális betéti konstrukciók főbb jellemzőit. Képes legyen különbséget tenni hitel és kölcsön fogalma között, ismerje a lakossági hitelek főbb típusait, a hazai devizahiteles probléma okait és kezelésnek eddig ismert módjait, illetve a hitelezés menetét, kiemelve a hitel árazását és a THM fogalmát. A hallgató ismerje a fizetési módok főbb csoportjait és típusait, illetve fel tudja sorolni a hazai fizetési rendszer fő elemeit.



29. ábra: Bankügyletek lecke struktúrája

forrás: saját szerkesztés

## 8.2 TANANYAG

A hitelintézetek által végzett szolgáltatásokat, műveleteket (bankügyleteket) három nagy csoportba sorolhatjuk:

- a passzív bankügyletek a forrásszerzést szolgálják, és arra irányulnak, hogy a hitelintézet valamilyen kötelezettségvállalás ellenében pénzeszközöket vonjon be a mérlegébe (pl. betéti ügylet);
- az aktív bankügyletek során történik a források kihelyezése, amelynek során a hitelintézet követelést, az ügyfelek oldaláról nézve pedig kötelezettségvállalást szerez (pl. hitelezés);
- a semleges bankügyletek a pénzügyi közvetítésen kívül eső, igen szerteágazó ügyletek (pl. fizetési forgalom bonyolítása, vagyonekezelés), sem a mérleg eszköz, sem a mérleg forrás oldalán nem jelennek meg (emiatt mérleg alatti tételeknek is szokták nevezni).

### 8.2.1 Passzív bankügyletek

A legrégebbi banki üzletág, mely során, a bank koncentrálja mások pénzét (betétgyűjtés), de igyekszik más műveletekkel is pénzhez jutni.

Aktivitás szempontjából két csoportot lehet megkülönböztetni: passzív módon szerzett források (pl. bankbetét), illetve aktív módon, a bank kezdeményezésére szerzett források (pl. jegybanki hitel). A passzív bankügyletek főbb típusai: betétgyűjtés, hitelviszonyt megtestesítő értékpapír kibocsátása, hitelfelvétel, saját tőke.

### 8.2.1.1. Betétgyűjtés

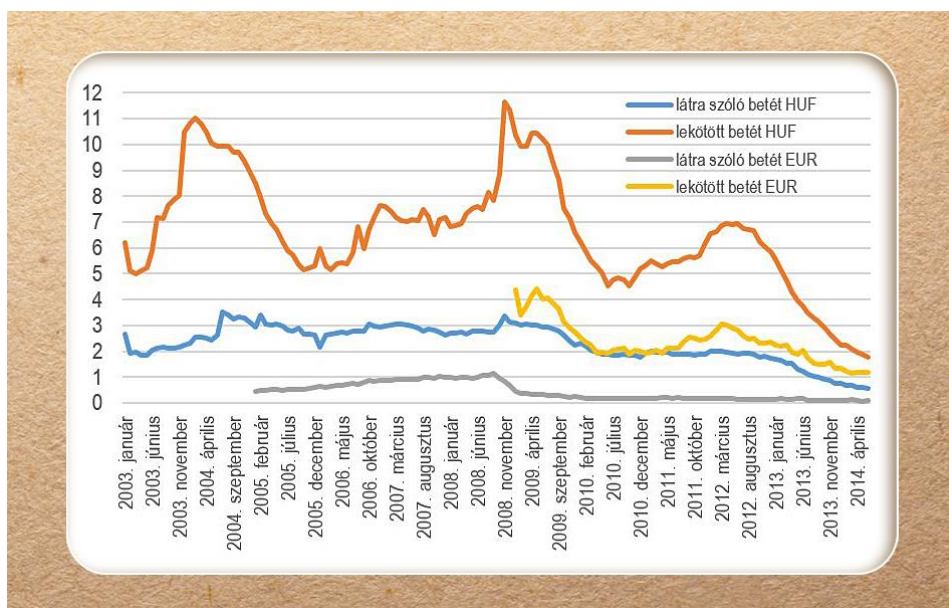
A Polgári Törvénykönyvről szóló 2013. évi V. törvény szerint a betétszerződés alapján a betétes jogosult a bank számára meghatározott pénzüsszeget fizetni, a bank pedig köteles a betétes által felajánlott pénzüsszeget elfogadni, ugyanakkora pénzüsszeget későbbi időpontban visszafizetni, valamint kamatot fizetni. Léteznek ugyanakkor olyan betétek is, amelyek esetén nem a kamat a hitelintézet ellenszolgáltatása: nyereségbetét esetén ahol a kamat nem jóváírt pénzmennyiségben jelentkezik, hanem a betétek kamatait nyereségalapba gyűjtik, és az azon vásárolt nyereséget (gépkocsi, lakás) sorsolják ki a résztvevők között.

Mivel a betét a tőkét és a kamatot is visszafizeti, ezért legfőbb előnyét a biztonság és a kiszámíthatóság jelenti. Éppen emiatt egy alacsony kockázatú, emiatt alacsony hozamot produkálni képes – és hazánkban elterjedt – megtakarítási lehetőség. A betéteknek számtalan fajtája, típusa található a hitelintézetek kínálatában.

**Látra szóló betét** esetén annak felhasználásáról a tulajdonosa bármikor rendelkezhet, azaz a számlán elhelyezett pénzüsszeg lekötés nélkül kamatozik. Mivel ez a hitelintézet számára nagyobb (likviditási) kockázatot jelent, ezért hozama általában minimális (pl. 0,1%).

**Lekötött betét** esetén a számlatulajdonos egy időre lemond a pénze használati jogáról a hitelintézet javára, így az elhelyezett összeg kamatvesztés nélkül általában csak a lekötési idő lejártakor vehető fel. Mivel a hitelintézet számára jobban tervezhető forrás, ezért kamata is magasabb, jellemzően az irányadó kamat környéki hozamok érhetőek el. Futamidő alapján legjellemzőbbek az 1, 3, 6 hónapra vagy 1 évre lekötött betétek, de nem ritka az 1 éven túli időtartam sem. A *betételhelyezés módja* alapján az egyszeri alkalomra történő lekötés mellett létezik folyamatos lekötés is: ebben az esetben esetén a hitelintézet a betét összegét (egyszerű kamatozás), vagy az aktuális kamattal növelt összegét (kamatos kamatozás) mindaddig újra leköti (pl. havonta), amíg az ügyfél ellentétes megbízást nem ad bankjának. A *kamat-meghatározás módja* szerint megkülönböztetünk lépcsős (küszöbös) és sávós kamatozást: míg lépcsős kamatozás esetén az egyes összeghatárookra megadott kamatláb a lekötés teljes összegére jár, addig sávós kamatozásnál a lekö-

tött összeg adott összeghatárra eső részei más-más kamatlábbal kama-  
toznak.



30. ábra: A háztartásoknak által elhelyezett betétek átlagos évesített kamatlába (%), a szerződéses összeggel súlyozva)

forrás: saját szerkesztés MNB adatok alapján

Mivel tehát a betételhelyezés számos módját meg lehet különböztetni, ezért hasznos az **Egységesített Betéti Kamatláb Mutató (EBKM)**, amelynek legfontosabb célja az egyes banki betét ajánlatok összehasonlíthatóságának megteremtése. Számítását jogszabály határozza meg 365 napra vonatkozóan (egyes bankok – pl. Erste Bank – által közölt kamatlábak 360 napra szólnak), figyelembe véve az esetleges levonásokat, illetve a kamatos kamatozás hatását.

A klasszikus betétek mellett ugyanakkor az elmúlt években a **kombinált megtakarítás** (speciális betéti konstrukció) is megjelent: ez a bankbetét mellett még legalább egy másik pénzügyi terméket is tartalmaz. Közös jellemzőjük, hogy a lekötött betétre a piaci szintet meghaladó kamatot ígérnek, de csak az első lekötési időszakra (általában 2-3 hónap), aztán a hozam visszaáll a normál piaci kamatszintre. Három klasszikus típusát lehet kiemelni:

- az *indexált betét* esetén a kamat egy része egy pénzpiaci vagy tőkepiaci változó (pl. infláció, irányadó kamat, keresztárfolyam alakulása egy adott időszakban stb.) teljesítményétől függ;
- a *függő kamatozású betét* esetén a betétben elhelyezett összegre garantáltan csak egy minimális kamatot fizetnek, a kamat nagyobbik része valamilyen pénzügyi szolgáltatás (hitelkártya használat, átutalás, beszedési megbízás stb.) igénybe vételétől és azok számától függ.
- a *befektetési termékkel kombinált betéti termék* egy lekötött betétet és egy befektetési terméket (pl. befektetési jegy, unit-linked életbiztosítás, banki kötvény stb.) foglal magában, amelyek esetén a befektetési részen elért veszteség akár az induló összegnél is kisebb kifizetést eredményezhet.

#### 8.2.1.2. Egyéb hitelintézeti források

A **hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok** körébe a kötvény, a letéti jegy és a jelzáloglevél tartozik. Jellemzően a jelzálog-hitelintézetek által alkalmazott forrásgyűjtési lehetőség, de hazai viszonylatban a kötvénykibocsátást, mint finanszírozási lehetőséget több bank is alkalmazza (pl. OTP Bank, CIB Bank stb.).

A **hitelfelvétel** főként bankközi hiteleket és jegybanki hiteleket (lásd pl. refinanszírozási hitelek) jelent, de ide tartozik a nemzetközi pénzügyi szervezetek által nyújtott közvetlen hitel, és az alárendelt kölcsöntőke igénybevétele is. A bankközi hitelek hitelintézetek – forrásaik alakulásának függvényében – egymás közötti hitelnyújtását jelenti, amely esetén a források árát a Budapesti Bankközi Forint Hitelkamatláb<sup>16</sup> (BUBOR) – mint kiemelt referencia kamatláb<sup>17</sup> – mutatja meg.

A források fontos típusa lehet még a **saját tőke**, amelyet a tulajdonosok biztosítanak a hitelintézet számára. Mivel túlnyomó hányaduk részvénytársasági formában működik, ezért a forrás biztosítása – a saját tőke emelése – általában új részvények kibocsátásával valósul meg. (Amire a gazdasági válságot követően több hazai bank esetén is sor került.)

<sup>16</sup> Különböző futamidőkre vonatkozóan naponta, meghatározott időben a Magyar Nemzeti Bank számítja ki és teszi közzé, a jegyző bankok által adott árak alapján, egy előre meghatározott átlagolási eljárást alkalmazva.

<sup>17</sup> Hasonló kamatlábak még a svájci frank hitelek esetén a LIBOR, illetve az euró hitelek esetén az EURIBOR.

### 8.2.2 Aktív bankügyletek

Az aktív bankügyletek során a hitelintézet az összegyűjtött forrásokat olyan műveletek végzésére fordítja, amelyek során követelése keletkezik a partnerekkel szemben. A műveleteknek három fő csoportja van: hitelnyújtás, értékpapír vásárlás, illetve betéthelyezés más banknál (de ide sorolható a pénzügyi lízing és a faktoring is), amelyek közül a hitelnyújtással foglalkozunk részletesen.

A **hitel** a hitelintézet kötelezettségvállalása arra, hogy a szerződésben meghatározott feltételek teljesülése esetén kölcsönt folyósít a rendelkezésre tartott hitelkeret terhére. A **kölcsön** pedig az a szerződés alapján rendelkezésre bocsátott pénzösszeg, amelyet az adós a szerződésben meghatározott feltételek szerint (pl. kamatláb, futamidő stb.) köteles visszafizetni. Fontos hangsúlyozni tehát a két fogalom közötti különbséget (amelyet a köznyelv sokszor szinonimaként használ), illetve azt, hogy a hitelnek és a kölcsönnek is ára van: a hitel után jutalékot (mert a bankot rendelkezésre áll), a kölcsön után pedig kamatot kell fizetnünk.

A hitelintézetek a hitelezés során vállalt hitelezési kockázat ellen adós- alapvetően **fedezetek** (biztosíték) bevonásával védekeznek, amely csak akkor kerül érvényesítésre, ha az adós a hitelintézettel szemben fennálló kötelezettségének nem tud eleget tenni. Főbb formái:

- óvadék, amelynek tárgya lehet betét és értékpapír;
- zálogjog (zálogszerződésben meghatározott vagyontárgy a hitelező javára történő leköltése), amelynek két fő fajtája a jelzálog (tárgya ingatlan, esetleg gépjármű) és a kézzizálog (tárgya pl. ékszer);
- kezesség, amely a kezes kötelezettségvállalását jelenti (egyszerű – vagy más néven sortartó – kezesség esetén a tartozás behajtását először az adóstól kell megkísérelni, míg készfizető kezesség esetén a hitelező egyaránt fordulhat az adóshoz és a kezeshez is); illetve
- garancia, amely egy hitelintézet kötelezettségvállalását jelenti.

A jelzálog alapú biztosítékot felmutató hitelek fedezettségével kapcsolatos mutató a **hitelfedezettségi arány** (loan-to-value, LTV), ami a hitel értéknek és a vagyontárgy árának hányadosaként határozható meg. (A mutató maximális értékének meghatározása gyakori – mint az eladósodást korlátozó – eleme a jegybanki makroprudenciális eszköztárnak.)

#### 8.2.2.1. A hitelek típusai

A hiteleket számos szempont – a teljesség igénye nélkül – alapján lehet csoportosítani:

- folyósító szerint léteznek jegybanki, kereskedelmi banki, nem monetáris intézeti hitelek;
- igénybevevő (hiteladós) szerint léteznek vállalati, lakossági, bankközi, költségvetési, önkormányzati hitelek;
- kamatláb szerint léteznek fix kamatú, változó kamatú, illetve diszkont hitelek;
- devizanem szerint léteznek forint, euró, dollár, svájci frank stb. hitelek;
- lejárat szerint pedig léteznek rövid lejáratú (futamidő maximum egy év), közép lejáratú (1-5 év között), illetve hosszú lejáratú hitelek (az öt év felett futamidő).

Terjedelmi okok miatt csak a lakossági hitelek főbb típusai kerülnek bemutatásra, illetve kiemelten foglalkozunk a devizahitelezéssel.

#### 8.2.2.1.1. Lakossági hiteltípusok

A lakossági hitelek egyik nagy csoportját a **fogyasztási hitelek** alkotják, amelyeket a mindennapi élet szokásos használati tárgyainak megvásárlásához, illetve szolgáltatások igénybeviteléhez veszi igénybe egy természetes személy.

**Folyószámlahitel** esetén a hitelintézet a hitelkeret terhére oly módon folyósít kölcsönt, hogy teljesíti azokat a fizetési megbízásokat, amelyekre az ügyfél számlakövetelése egyébként már nem nyújt fedezetet. Jóváhagyásának alapja általában az ügyfél havi rendszeres terhelhető jövedelme, a keret összege annak kétszeres-háromszorosa.

A **személyi kölcsön** szabadon felhasználható (pl. autóvásárlás, utazás), jellemzően középlejáratú (általában 12-72 hónap), fedezet nélküli kölcsön. Összege jellemzően 100.000 Ft-tól 5.000.000 Ft-ig terjed, forintban és devizában is igényelhető.

Az **áruvásárlási hitelt** tartós fogyasztási cikkek beszerzéséhez, megvásárlásához, szolgáltatások igénybeviteléhez nyújtják. Összege általában 20 ezertől 2 millió forintig terjed, de jellemzően kisösszegű. Futamideje 4-12 hónap és három év között, de egyes bankok akár 4-5 évre is kínálják a nagyobb összegű hiteleket. Igénylése általában a kereskedő üzletén belül történik.

A **lombardhitel** célja az adós átmeneti (általában éven belüli) pénzügyi szükségletének finanszírozása, amelynek fedezete tágabb értelemben valamilyen forgalomképes ingó dolog, szűkebb értelemben pedig értékpapír-letét vagy bankbetét. Kamata a lakossági kölcsönök más típusaihoz képest mérsékeltnak mondható.

A **hitelkártya** a hitelintézet által biztosított hitelkeret erejéig szabadon felhasználható bankkártyás vásárlásra illetve készpénzfelvitelre. Igény-

lésének feltétele – a folyószámlahitelhez hasonlóan – a rendszeres havi jövedelmének egy meghatározott minimuma, a kölcsön összege néhány százezer forinttól akár néhány millió forintig is terjedhet. A kártya használata a kártya éves díján túl a kölcsön fizetési határidő (számlázási időszak plusz 15-20 nap) előtti visszafizetése esetén kamatmentes, azon túl ugyanakkor a kölcsönre viszonylag magas kamatot kell fizetni.

A másik nagy csoportot a **lakáscélú hitelek** jelentik, amelyeket lakás vásárlására, építésére, felújítására, korszerűsítésére, illetve közműfejlesztésre lehet igényelni. Az igényelhető kölcsönösszeg lényegesen magasabb, mint a fogyasztási hiteleknél, és a futamidejük is hosszú, 20-25 év (de már elérhetőek akár a 30-35 éves lejáratú hitelek is). A hitelintézet által vállalt kockázata magas a hitelösszeg nagysága és a hitel futamideje miatt, ezért a fedezet minden esetben ingatlanon alapított jelzálogjog. Az összeg nagyságát a fedezetül felajánlott ingatlan bank által megállapított forgalmi és hitelbiztosítéki értéke szabja meg:

- a *forgalmi érték* az értékbecslő által meghatározott piaci értéket jelenti;
- a *hitelbiztosítéki érték* az ingatlanok a forgalmi értékből egy becslés alapján meghatározott minimális értéke, amennyiért az ingatlan értékesíthető a fedezet érvényesítése esetén (jellemzően a forgalmi érték 70-90%-a);
- a *szerződés összeg* pedig lakáscélú jelzáloghitelek igénylésekor a hitelbiztosítéki érték 70-80%-a, míg szabad felhasználású jelzáloghitelek esetén a 60-70%-a.

#### 8.2.2.1.2. Devizahitelezés

Ha a hitelek devizanem szerinti bontását nézzük, akkor a nem forint hiteleket devizahitelnek nevezzük. Ugyanakkor fogalmilag különbséget kell tenni a devizahitel és a deviza alapú hitel között:

- devizahitel esetén a folyósítás, nyilvántartás és a törlesztés is ténylegesen devizában történik;
- deviza alapú hitel esetén a folyósítás és a törlesztés forintban történik, de devizában van meghatározva a hitelösszeg és a törlesztendő részlet.

A devizahitel esetén az adós kétféle kockázattal szembesül:

- a forinthitelekre is jellemző **kamatláb kockázat** szerint a kamatperiódus lejártával (ami a forinthitelek kamatperiódusához képest rövidebb, jellemzően három, hat, esetleg 12 hónap) az adott deviza piaci körülményeihez igazodva a kamatlábak esetleges növekedése a törlesztőrészlet emelkedését eredményezi; illetve

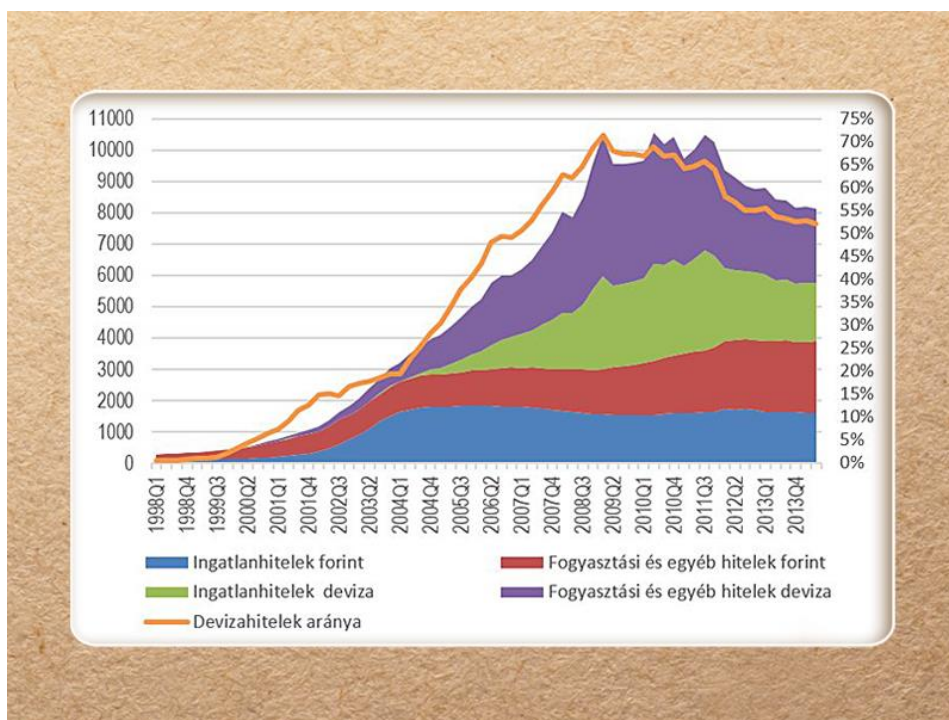


- az **árfolyamkockázat**, amely esetén a devizában változatlan törlesztő részletek, illetve a fennálló tartozás az árfolyam ingadozása miatt hónapról hónapra változhatnak, egy esetleges gyengülés esetén növekedhetnek (és ezzel a tőketartozás növekedésével rontva a jelzáloghitelek fedezettségét is).

Utóbbi hatás a 2008-as válságot követően igen intenzív volt a hazai deviza tekintetében: például a svájci frank árfolyama a 2004-2005-ös években átlagosan jellemző 160 forint / svájci frankos tartományból 2011-től a 240-250 forint / svájci frankos tartományba gyengült.

Fenti kockázatok vállalatok esetén csökkenthetőek: a kamatláb-kockázat swap ügylet kötésével, míg az árfolyamkockázat határidős ügylet alkalmazásával, illetve – lehetőség szerint, az exporttevékenység intenzitásától függően – a bevételek egy részének devizában történő képzésével. A származékos ügyletek ugyanakkor a lakossági hitelek esetén költségesek, és emiatt nem használtak, de nem jellemző a hazai lakossági bérek devizában való kifizetése sem (kivétel lehet a külföldi munkavállalás).

A devizahitelezés egyik fő oka az irodalom szerint a **belföldi és a külföldi kamatok** – igen sokféle tényező (pl. infláció, laza hazai fiskális politika stb.) által alakított – **különbözete**: euró és svájci frank alapon kedvezőbb feltételek (kisebb törlesztőrészlet) mellett lehetett hitelt felvenni, a forinthitelekhez képest. A 2000-es években hazánkban (a régiós országokhoz képest is) a lakossági devizahitelek gyors felfutása volt jellemző: először 2000-ben jelent meg a gépkocsi-finanszírozásban, majd 2004-től az állami lakáshitel-támogatási program megszüntetésével a lakáshitelezésben, illetve a szabad felhasználású jelzáloghitelezésben. A devizahitel-állomány legnagyobb mértékű növekedése a 2006–2008 közötti időszakra tehető, majd 2008 végétől az állományának – a különböző szabályozói intézkedések hatására – lassú mérséklődésnek indult.



31. ábra: A háztartások hiteleinek (milliárd forint, bal tengely) és a devizahitelek arányának (% ,jobb tengely) alakulása

forrás: saját szerkesztés MNB adatok alapján

A hazai devizahitel állomány a válság kitörését követően komoly problémák forrásává vált: a háztartások törlesztési terhei nagymértékben megnöttek, és ezzel együtt a hitelek romló portfólióminőségén keresztül a gazdasági növekedés egyik jelentős korlátját jelentette. Emiatt 2010-ben két jelentős, a további lakossági eladósodást korlátozó szabályozói intézkedés született:

- tavasszal **maximalizálták** a lakossági jelzálog-, illetve gépjármű-hitelek esetében **az engedélyezhető hitelfedezet értékeit** (hitelfedezettségi arány): forint-hitelek esetén 75%-ban, euró alapú hiteleknel 60%-ban, egyéb devizában kötött hiteleknel 45 %-ban; majd
- 2010 nyarán **megtiltották** a zálogjog ingatlanra történő földhivatali bejegyzését devizaalapú kölcsön esetén, ezáltal megszüntetve a **devizaalapú jelzáloghitelezést**.

Fenti intézkedések megállították a devizahitel-állomány további növekedését, de nem kezelték a meglévő állományból fakadó problémákat. Emiatt 2011-ben további intézkedések születtek:

- május végén **hároméves árfolyamrögzítési** lehetőséget vezettek be, illetve **kilakoltatási kvótát** alkalmaztak, valamint meghatározták a **Nemzeti Eszközkezelő** ingatlanvásárlásaira vonatkozó szabályokat;
  - szeptember közepén bejelentették a **rögzített árfolyamú végtörlesztés** 2012. február 28-ig történő lehetőségét; továbbá
  - december közepén **kedvezményes árfolyamrögzítési lehetőséget** vezettek be, a rögzített és a piaci árfolyam különbségéből fakadó terheket megosztván az adós, a hitelintézet és az állam között.
- ☐ Az intézkedések közül a végtörlesztés és a kedvezményes árfolyamrögzítési lehetőség volt népszerű: a jelzálog fedezetű devizahitel állománynak előbbi (a 2011. szeptember végi mintegy 5.600 milliárd forintnyi érték) mintegy negyedét érintette, míg utóbbi (a program első két évében) mintegy harmadát. Ennek ellenére a devizahiteles probléma további meglétét jelzi, hogy 2013 végén a háztartások körében a nem teljesítő hitelek aránya megközelített a 20 %-ot.

#### 8.2.2.2. A hitelezés menete

A hitelezés menetének vizsgálata során fontos kiemelni, hogy a hitelintézeti döntés során elsődleges cél a kihelyezett tőke adós részéről történő visszafizetése, illetve a nyereség biztosítása. A hitelezési döntés két fő szakaszát emelhetjük ki:

- a kérelem benyújtásától a kölcsön folyósításáig tartó szakasz, amely magában foglalja a hitelnyújtás feltételeiről való tájékoztatót, a hitelkérelem benyújtását és annak formai ellenőrzését, a hitelbírálat, a hitelkérelemről való döntést, illetve a szerződéskötést; valamint
- a kölcsön gondozásának szakasza, amely tartalmazza a folyósítást, a kölcsön és kapcsolódó járulékok, díjak beszedését, illetve hitelmonitoring keretében a kölcsön törlesztésének ellenőrzését, illetve az ügyfél fizetőképességének és a fedezetnek ellenőrzését; továbbá kései fizetés vagy fizetéselmaradás esetén az ügyfél felszólításától kezdve – végső esetben – a követelés visszaszerzése érdekében a fedezet érvényesítését.

A legfontosabb lépés a **hitelbírálat**, amelynek célja a hitelezési kockázatot felvállaló döntés megalapozása, jellemző elemei az ügyfélminősítés, a biztosítékok értékelése és az ügyletminősítés.

Az **ügyfélminősítés** (vagy adósminősítés) célja az adós hitelképességének értékelése, azaz a hitel vissza nemfizetés valószínűségének meghatározása. A minősítési rendszerek jellemzően két részből állnak:

- jövedelmi és vagyoni helyzetre (magánszemély esetén a magánvagyonra és a nettó jövedelemre, vállalkozás esetén a mérlegre és az eredménykimutatásra) vonatkozó, objektív mutató meghatározása; illetve
- szubjektív szempontok figyelembevétele (pl. banki kapcsolatok, vagy vállalkozás esetén menedzsment megítélése, termékek / szolgáltatások piaci helyzete stb.).

A hitelintézet az adósminősítés során az ügyfél- és partnerminősítési szabályzata alapján az egyes szempontok alapján pontozza a leendő adóst, majd annak alapján besorolja valamilyen kockázati osztályba, a nemfizetés valószínűségét pedig az adott osztályba tartozó korábbi ügyfelek nemfizetése alapján határozza meg.

A felajánlott **biztosítékok értékelése** során a fedezet piaci értékét, értékállóságát, tehermentességét, mobilizálhatóságát és érvényesíthetőségét vizsgálják. Az **ügyletminősítés** során a hitelintézet az ügyfél jövőképe alapján azt vizsgálja meg, hogy a kért célra érdemes-e hitelt folyósítani, a rendelkezésre álló információkat figyelembe véve megalapozott és biztosított-e a kölcsön törlesztése.

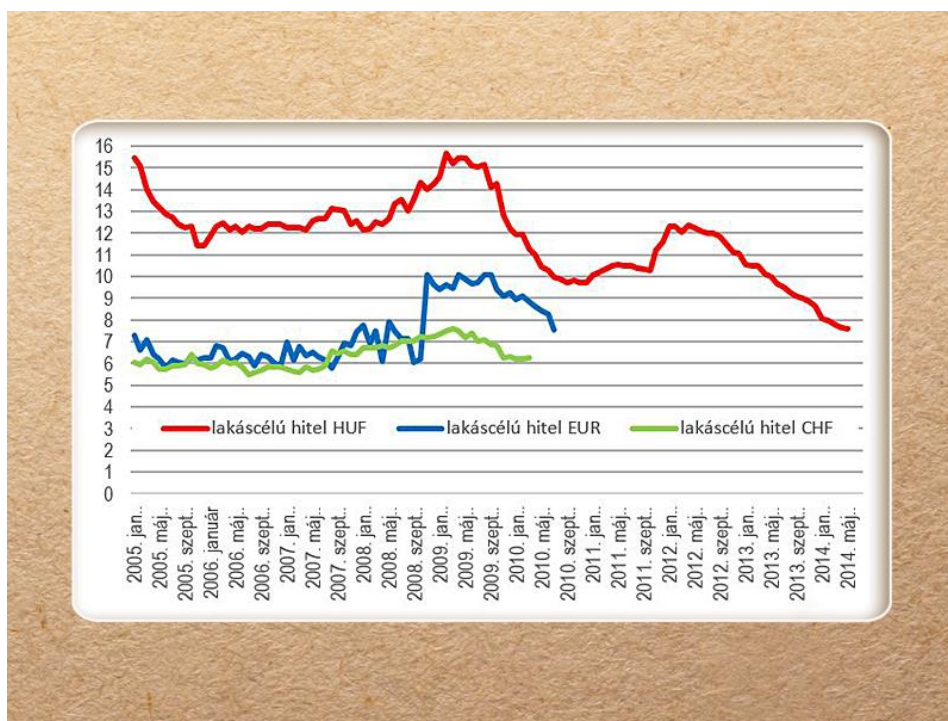
A túlzott lakossági eladósodás megakadályozása érdekében a makroprudenciális szabályozás, és azon belül az adósságfék-szabályozás elemeként a hitelbírálatra 2015-től két fontos mutató lesz hatással:

- a **hitelfedezettségi arány** maximális értéke jelzáloghitelek esetében 80%, gépjárműhitelek 75% lesz (euró hiteleknél 50%, illetve 45%, egyéb devizahiteleknél 35%, illetve 30%),
- a szabályozásban új elemként megjelenő **jövedelemarányos törlesztőrészlet mutató** szerint az adós havi törlesztő részlete nem lehet magasabb a rendszeres, legális jövedelem 50%-ánál 400 ezer forint alatti, illetve 60%-ánál legalább 400 ezer forintos havi jövedelem esetén (euró hiteleknél 25%, illetve 30%, egyéb devizahiteleknél 10%, illetve 15% a két maximum arány).

#### 8.2.2.3. A hitel árazása és a Teljes Hiteldíj Mutató (THM)

Mivel a hitel áráként a kamat mellett a hitelintézetek számos költséget felszámítanak, ezért a különböző hitelezők hasonló termékeit, ajánlatait

az ügyfelek egy jogszabály<sup>18</sup> szerint – az egyes hiteltípusokra előírt egységes példa alapján – számított egységes mutatóval, a **Teljes Hiteldíj Mutatóval (THM)** tudják összehasonlítani. A THM a hitel teljes díjának aránya a hitel teljes összegének éves százalékában kifejezve, gyakorlatilag minden olyan költséget tartalmaz, amelyet a hitelintézet felé az ügyfélnek a tőkén felül fizetnie kell.



32. ábra: A háztartásoknak nyújtott lakáscélú hitelek átlagos hitelköltség mutatójának (%) alakulása

forrás: MNB adatok alapján saját szerkesztés

Így a THM **fő elemei**: kamat, kezelési költség, hitelbírálati díj, értékbecslési díj, a helyszíni szemlék díja (lakásépítés esetén), hitelközvetítőnek fizetendő díj, ingatlan-nyilvántartási eljárás díja. A THM **számításánál nem vehető figyelembe**: a prolongálás (futamidő hosszabbítás) költsége, a késedelmi kamat, a közjegyzői díj, a számlavezetés és a készpénz-helyettesítő fizetési eszköz használatának költségei és a fize-

<sup>18</sup> 83/2010. (III. 25.) Korm. rendelet a teljes hiteldíj mutató meghatározásáról, számításáról és közzétételéről.

tési műveletekkel kapcsolatos egyéb költségek (ha a számla fenntartását a hitelező nem írja elő az adott hitelszerződéshez). Fontos ugyanakkor kiemelni, hogy változó kamatozású hitelek esetében, a THM mutató értéke nem tükrözi a hitel kamatkockázatát, a devizaalapú hitelek esetében pedig az árfolyamkockázatot.

2012 tavaszán több jogszabály módosítás is életbe lépett, melyek a hitel konstrukciók árazásának az ügyfelek számára átláthatóbbá tételét célozzák. A legfontosabb változás, hogy maximalizálásra kerül a felszámítható THM mértéke: új szerződéseknél a pénzügyi intézmények nem nyújthatnak a fogyasztóknak olyan kölcsönt, amelynek THM-je meghaladja a jegybanki alapkamat 24 (pl. jelzáloghitel, gépjárműhitel) vagy 39 (pl. folyószámlahitel, áruhitel, hitelkártya) százalékponttal növelt mértékét. A fizetendő kamat számításakor az érintett naptári félévvel megelőző hónap első napján érvényes jegybanki alapkamat az irányadó az adott naptári félév teljes idejére.

További változás, hogy a hitelintézetek a lakossági jelzáloghitel-szerződések megkötésekor kötelesek a kamatláb változását előre meghatározni:

- kamatát vagy referencia kamatláb változásához kell kötni (pl. BUBOR, EURIBOR vagy CHF LIBOR, esetleg 3 éves vagy 5 éves állampapír átlaghozam plusz az ügyfél minősítésétől függő kamatfelár); vagy
- fix kamatozást kell alkalmazni (3, 5 vagy 10 éves kamatperiódusra).

A pénzügyi intézmény a kamatfelárat az ügyfél számára kedvezőtlenül alapvetően akkor módosíthatja, ha az ügyfél egy havi törlesztő részlettel 45 napot meghaladó fizetési késedelembe esik.

A vállalati hitelezés és a nyugat-európai lakossági gyakorlatnak megfelelő új szabályozás előnye, hogy a referencia kamatlábak csökkenése esetén párhuzamosan csökken a hitel kamata és ezzel együtt a törlesztőrészlet nagysága.

### **8.2.3 Semleges bankügyletek**

A semleges bankügyletek tehát nem érintik a mérlegnek sem az eszköz, sem a forrás oldalát, a hitelintézetnek sem követelése, sem kötelezettsége nem keletkezik. Ebbe a kategóriába olyan tevékenységeket sorolhatunk, mint például a pénzváltás, a széfszolgáltatás, a befektetési, vagyongazdálkodási vagy egyéb bankári tanácsadás, illetve kiemelten a fizetési forgalom (pénzforgalom) bonyolítása.

A pénzforgalom (mint a pénztulajdonosok közötti pénzmozgások összessége) lebonyolítása a hitelintézetek legrégebbi tevékenységei közé tartozik.

- ☐ A hazai szabályozást két különböző szintű jogszabályi elem képviseli<sup>19</sup>:
  - a pénzforgalmi szolgáltatás nyújtásáról szóló 2009. évi LXXXV. törvény, amely többek között a fizetési számla szabályait, a pénzforgalmi szolgáltatókkal szemben támasztott követelményeket, és a fizetési műveletek teljesítésének jogi vonatkozásait határozza meg, továbbá
  - a pénzforgalom lebonyolításáról szóló 18/2009. (VIII.6.) MNB rendelet szabályozza, amely a pénzforgalmi szolgáltatások nyújtásának, illetve igénybevételének konkrét feltételeit, valamint az egyes fizetési módokat szabályait határozza meg.

### 8.2.3.1. A fizetési módok típusai

A fizetési művelet során alkalmazható **fizetési módok** három nagy csoportját különböztetjük meg:

- a fizetési számlák közötti fizetés (átutalás, beszedés, akkreditív, és fizető fél által a kedvezményezett útján kezdeményezett fizetés),
- a fizetési számlákhoz kötődő készpénzfizetés (készpénzfizetésre szóló csekk kibocsátása és beváltása, készpénzbefizetés fizetési számlára, készpénzkifizetés fizetési számláról),
- a fizetési számla nélküli fizetés (készpénzáttalalás).

#### 8.2.3.1.1. A fizetési számlák közötti fizetés

**Áttalalás** esetén a fizető fél megbízza a pénzforgalmi szolgáltatóját, hogy fizetési számlája terhére meghatározott összeget utaljon át (számoljon el) a kedvezményezett fizetési számlája javára. Benyújtható papíralapon a fiókban, telefonon, illetve interneten keresztül is, a kedvezményezett 16 vagy 24 karakterből álló pénzforgalmi jelzőszámának (bankszámlaszámának) ismerete a megbízás feltétele.

Az áttalalások teljesítése jellemzően két munkanap alatt történik, de fontos változás volt a haza fizetési rendszer fejlesztése 2012 nyarán, amelynek eredményeképpen az *elektronikusan benyújtott forintátalalá-*

<sup>19</sup> Együttesen megvalósítva a belső piaci pénzforgalmi szolgáltatásokról szóló 2007/64/EK irányelv hazai jogrendbe való átültetését.

sok legfeljebb 4 órán belül megérkeznek a kedvezményezett fél pénzforgalmi szolgáltatójához.

Az átutalás három fő típusa a csoportos átutalás, a rendszeres átutalás, illetve a hatósági átutalás és az átutalási végzés. Közülük kiemelhető a csoportos átutalás: a fizető fél a pénzforgalmi szolgáltatójával történt megállapodás alapján meghatározott helyen és módon az azonos jogcímű, különböző kedvezményezettek javára szóló átutalási megbízásokat kötegelve, csoportos formában is benyújthatja. (Így egy munkáltató egy megbízás keretében egyszerre több alkalmazott munkabérét is utalhatja.)

**Beszedési megbízás** esetén a kedvezményezett megbízza a fizetési számláját vezető pénzforgalmi szolgáltatót, hogy fizetési számlája javára, a fizető fél felhatalmazása alapján, fizetési számlája terhére meghatározott összeget szedjen be. A hazai szabályozás hat típusát határozza meg. Közülük kiemelendő a csoportos beszedési megbízás, amely esetén a kedvezményezett az azonos jogcímű, különböző fizető felek fizetési számlái terhére szóló beszedési megbízásokat kötegelve, csoportos formában nyújtja be (így egy gázszolgáltató egy megbízás keretében juthat hozzá a több ügyfélszámla ellenértékéhez).

**Okmányos meghitelezés** vagy más néven akkreditív esetén a pénzforgalmi szolgáltató – az alapügyletben kötelezett megbízása alapján – saját nevében arra vállal kötelezettséget, hogy ha a kedvezményezett meghatározott határidőn belül a meghatározott okmányokat hozzá benyújtja, akkor egy meghatározott összeget az okmányok megfelelősége esetén részére megfizet. Jellemzően a külkereskedelemben alkalmazott fizetési forma, biztonságos, de egyben költséges.

A fizető fél által kedvezményezett útján kezdeményezett fizetés csoportjába a fizetési kártyával történő fizetések tartoznak. A **fizetési kártya** (bankkártya) egy olyan, nemzetközi szabványnak megfelelő 85x54 mm-es műanyag kártyaként megjelenő, kártyakibocsátó társaság (pl. Visa, Europay, American Express stb.) által kibocsátott készpénz-helyettesítő fizetési eszköz, amely készpénzfelvételre, vásárlás, illetve szolgáltatás ellenérték kiegyenlítésére szolgál. Kiemelendő, hogy a kártya az öt kibocsátó pénzforgalmi szolgáltató tulajdonát képezi, ezért a kártyát használó ügyfél csak a kártya birtokosa.

Fizetési kártyával történő fizetés esetén a fedezet ellenőrzését követően a kereskedő elküldi a tranzakció adatait az elfogadónak, aki ezt továbbítja a kártyatársaságok által üzemeltetett elszámoló rendszerbe. A kereskedő és a kártyabirtokos bankja közötti elszámolást és kiegyenlítést követően pedig a kereskedő bankja jóváírja a vásárlás összegét a kereskedő számláján. A rendszer működése során kétféle költséggel kell kalkulálni:



- a kereskedői jutalék, amit a fizetési kártyák elfogadásáért a kereskedők fizetnek az elfogadói szolgáltatásra szerződött pénzforgalmi szolgáltatóknak; illetve
- a bankközi jutalék, ami egy a vásárlás összegének százalékában meghatározott érték, és az elfogadó pénzforgalmi szolgáltató fizeti meg a fizetésnél használt kártyát kibocsátónak.

A fizetési kártyákat sok szempont alapján csoportosíthatjuk (adathorozó, célcsoport stb.), a legfontosabb a terhelés alapján történő osztályozás. Használatkor terhelt kártya a betéti kártya, amely a tranzakciókor, vagy rövidebb idő után terhelt kártyafajta, használata csak fedezet (betét) segítségével lehetséges. A halasztott fizetést lehetővé tevő kártyák két típusát lehet megkülönböztetni: a hitelkártyát és a terhelési kártyát. A már korábban bemutatott hitelkártyához képest a terhelési kártya abban tér el, hogy a felhasznált pénz teljes egészét a számlakivonat kézhez vétele után teljes egészében vissza kell fizetni. Megemlítendő még az előre fizetett kártya, amely esetén a kártyán, vagy a mögötte álló számlán tárolt, előre kifizetett összeget lehet fizetési célokra használni (pl. üzemenyag-kártya).

#### 8.2.3.1.2. A fizetési számlákhoz kötődő készpénzfizetés

A pénzforgalmi szolgáltatóval kötött csekkszerződés alapján kibocsátott csekk – amely fizetési mód, és egyben értékpapír is – esetén a pénzforgalmi szolgáltató a neki címzett csekket a kibocsátó számlatulajdonos által a csekken feltüntetett fizetési számlán lévő fedezet erejéig váltja be (teljesíti) az előírt határidőn belül. Hazánkban kevésbé – de több európai országban és az USA-ban gyakran – alkalmazott fizetési forma.

Fizetési számlára készpénzbefizetést és számáról készpénzkifizetést a számlavezető pénzforgalmi szolgáltató fogadhat el, egy erre a célra szolgáló, meghatározott adatokat tartalmazó nyomtatvánnyal (pl. be- és kifizetési bizonylat). A fizetési számla terhére készpénzfelvételi utalványfüzet használatával, vagy postai úton, kifizetési postautalvánnyal (belföldi postautalvány, vagy a köznyelvben postai rózsaszín csekk) is történhet kifizetés.

#### 8.2.3.1.3. A fizetési számla nélküli fizetés

A **készpénzátutalás** olyan fizetési számla használata nélküli pénzátutalás, amelynek során az összeget a pénzforgalmi szolgáltató a pénztáránál való kifizetéssel vagy postai úton (kézbesítéssel) bocsátja a kedvezményezett rendelkezésére. A postai készpénzátutalási megbízás – más néven postai sárga csekk – széles körben alkalmazható, és a hazai

lakosság körében népszerű fizetési eszköz, gyakran használják közüzemi díjak, havi törlesztő részletek és helyi adók beszedésére.

### 8.2.3.2. A fizetési rendszerek típusai

A fizetési rendszer a pénzügyi infrastruktúra része, magában foglalja a fizetési eszközöket, banki eljárásokat, valamint a bankközi fizetési rendszereket, amelyek együttesen teszik lehetővé a gazdaság különböző szereplői között megvalósuló pénzügyi tranzakciók lebonyolítását.

A fizetési rendszereknek kétféle típusát különböztetjük meg:

- a **bruttó elszámolási rendszer** esetén az elszámolás és a kiegyenlítés egy időben történik, késleltetett kiegyenlítés révén (az üzleti nap meghatározott időpontjában, pl. nap végén) vagy folyamatosan (valós idejű rendszerek); illetve
- a **nettó elszámolási rendszer** esetén az elszámolás és a kiegyenlítés két lépésben, speciális szabályok szerint történik (kisebbségi technikai likviditást igényel, de a nemfizetés kockázata nagyobb).

A **hazai fizetési rendszer** forgalma több rendszeren keresztül is teljesülhet:

- a nagy összegű, sürgős forintátutalások fizetési rendszere a Valós Idejű Bruttó Elszámolási Rendszer (VIBER),
- a kis összegű forintátutalásokat és –beszedéseket a Bankközi Klíring Rendszer (BKR) számolja el,
- a fizetési kártyás tranzakciók elszámolása a kártyatársaságok (Visa, MasterCard) nemzetközi rendszereiben történik,
- a postai fizetési módoké jellemzően a Posta Elszámoló Központban (PEK) történik, illetve
- a tőkepiaci tranzakciók a KELER által működtetett értékpapír-elszámolási és –kiegyenlítési rendszerben bonyolódnak le.

## 8.3 ÖSSZEFOGLALÁS, KÉRDÉSEK

### 8.3.1 Összefoglalás

A bankügyleteket három csoportba sorolhatjuk: aktív, passzív és semleges bankügyletekbe. A passzív bankügyletek a bank forrásszerzését szolgálják, a kiemelten tárgyalt betétgyűjtés mellett léteznek egyéb forrástípusok is. Az aktív bankügyletek középpontjában a hitelek állnak, amelyeket sokféle szempont alapján csoportosíthatunk. A lecke kiemelten a lakossági hitelek főbb típusait vizsgálta, kitérve a devizahitelek kockázataira és az abból fakadó, az elmúlt években jelentkező, pénzügyi

stabilitást veszélyeztető problémákra és azok kezelésének eddigi módzataira. A hitelezés menetét több lépésre bonthatjuk, melyek közül a legfontosabb a hitelbírálat. A semleges bankügyletek középpontjában a három nagy csoportba sorolt fizetési módzatok állnak, illetve ide sorolhatóak a fizetési rendszer azokat támogató részei.

### 8.3.2 Önellenőrző kérdések

1. Csoportosítsa és jellemezze a bankügyleteket!
2. Mutassa be és jellemezze a kombinált megtakarítás három típusát!
3. Mi az EBKM? Ismertesse a mutató jelentését és lényegét!
4. Csoportosítsa és jellemezze a hitelek biztosítékait!
5. Mutassa be és jellemezze a lakossági hiteltípusokat!
6. Mutassa be és jellemezze a további lakossági eladósodást korlátozó szabályozói intézkedéseket!
7. Mutassa be az adóminősítés, mint a hitelezés menetének legfőbb szakaszát!
8. Mutassa be a THM tartalmát, és annak 2012 tavaszi változását!
9. Mutassa be és jellemezze a fizetési számlák közötti fizetés módzatait!
10. Jellemezze a fizetési kártyát, mint fizetés módzatot!
11. Jellemezze a fizetési rendszerek típusait! Sorolja fel a hazai fizetési rendszer elemeit!

### 8.3.3 Gyakorló tesztek

Mi nem minősül passzív bankügyletnek az alábbiak közül?

- betétgyűjtés
- hitelnyújtás
- kötvénykibocsátás

Lekötött betét esetén annak felhasználásáról a tulajdonosa bármikor rendelkezhet, azaz a számlán elhelyezett pénzösszeg lekötés nélkül kamatozik.

- igaz
- hamis

Sávós kamatozás esetén az egyes összeghatárookra megadott kamatláb a lekötés teljes összegére jár.

- igaz
- hamis

Az alábbiak közül melyik alkalmas arra, hogy különböző betéti ajánlatokat összehasonlítsunk?

- THM
- EBKM
- BUBOR

Az alábbi lakossági hitelek közül jellemzően melyik rövidlejáratú?

- személyi kölcsön
- lakásvásárlási hitel
- folyószámla hitel

A devizaalapú hitelek kamata és törlesztőrésze is devizában kerül meghatározásra, a hitelező pénzügyi intézmény ezek összegét számítja át forintra.

- igaz
- hamis

Az ügyfélminősítés fő célja

- adós pénzügyi helyzetének folyamatos figyelés abból a célból, hogy teljesíti e vállalt kötelezettségeit.

- az adós hitelképességének értékelése.
- a teljes hiteldíjmutató kiszámítása.

Melyik nem eleme a THM-nek?

- hitelbírálati díj
- késedelmi kamat
- kezelési költség

Új jelzáloghitel szerződéseknél a pénzügyi intézmények nem nyújthatnak a fogyasztóknak olyan kölcsönt, amelynek THM-je meghaladja a jegybanki alapkamat 39 százalékponttal növelt mértékét.

- igaz
- hamis

Melyik nem tartozik a semleges bankügyletek közé?

- a széfszolgáltatás
- bankközi hitel felvétel
- a fizetési forgalom bonyolítása

Melyik nem tartozik a fizetési számlák közötti fizetések csoportjába?

- átutalás
- készpénzáttalalás
- akkreditív

Minden átutalás legfeljebb 4 órán belül megérkezik a kedvezményezett fél pénzforgalmi szolgáltatójához.

- igaz
- hamis

Hogyan nevezzük azt a készpénzes fizetési módot, amellyel a magánszemélyek a közüzemi tartozásaikat jellemzően rendezik?

- beszédési megbízás
- készpénz-átutalási megbízás
- okmányos meghitelezés

Melyik az a fizetési kártya típus, amely esetén a kibocsátó az ügyfele hitelképességének megfelelően kialakított összeg erejéig, kamat felszámítása ellenében rulírozó jellegű hitelt nyújt?

- betéti kártya
- hitelkártya
- előre fizetett kártya

Melyik állítás igaz?

- a BKR a nagy összegű, sürgős forintátutalások fizetési rendszere
- a postai fizetési módok elszámolása jellemzően a Posta Elszámoló Központban történik
- a fizetési kártyás tranzakciók elszámolásai a KELER rendszerében bonyolódnak le

### **Próbavizsga**

Melyik fizetési módra jellemző, hogy a fizető fél megbízza a pénzforgalmi szolgáltatóját, hogy fizetési számlája terhére meghatározott összeget utaljon át a kedvezményezett fizetési számlája javára?

- átutalás
- beszedési megbízás
- akkreditív

Melyik mutató határozható meg a hitel értéknek és a vagyontárgy árának hányadosaként?

- jövedelemarányos törlesztőrészlet mutató
- a hitelfedezettségi arány
- BUBOR

### **Záróvizsga A**

Melyik bankügyletre igaz, hogy a bank a forrásszerzést szolgálják, és arra irányulnak, hogy a valamilyen kötelezettségvállalás ellenében pénzeszközöket vonjon be a mérlegébe?

- aktív bankügylet
- passzív bankügylet
- semleges bankügylet

A kereskedői jutalék egy a vásárlás összegének százalékában meghatározott érték, amit az elfogadó pénzforgalmi szolgáltató fizet meg a fizetésnél használt kártyát kibocsátónak.

- igaz
- hamis

### **Záróvizsga B**

Melyik kombinált megtakarításra jellemző, hogy egy lekötött betétet és egy befektetési terméket (pl. befektetési jegy) foglal magában?

- indexált betét
- befektetési termékkel kombinált betéti termék
- függő kamatozású betét

Az ügyfélminősítés fő célja adós pénzügyi helyzetének folyamatos figyelése abból a célból, hogy teljesíti e vállalt kötelezettségeit.

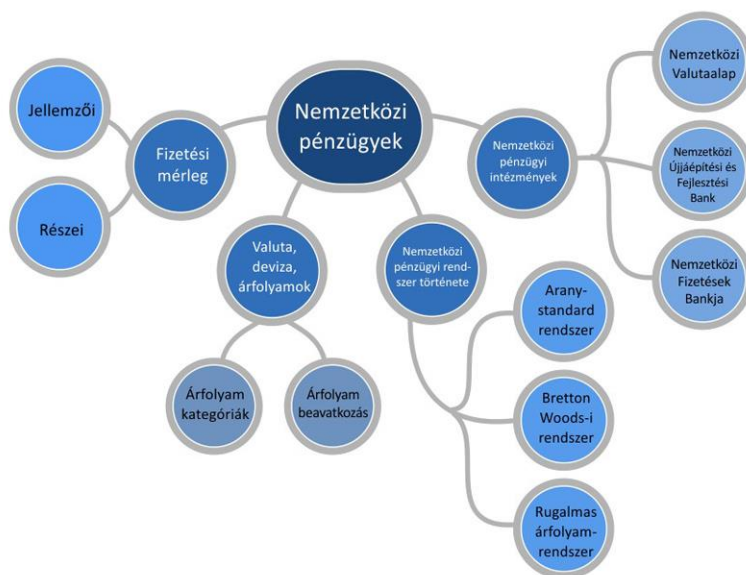
- igaz
- hamis

## 9. NEMZETKÖZI PÉNZÜGYEK

### 9.1 CÉLKITŰZÉSEK ÉS KOMPETENCIÁK

A nemzetközi pénzügyi rendszer alapvető változáson esett át a XX. században, a viszonylag fix jellegű Bretton Woodsi rendszer 1970-es években bekövetkező felbomlását követően hektikusabbá váltak az árfolyamok, amelyet erősítettek a kialakuló pénzügyi válságok. Az árfolyamok alakulása ugyanakkor ma már nem csak az államadósságot, vagy az export és/vagy import tevékenységgel érintett vállalatok gazdálkodását befolyásolja, de hatással van a háztartások pénzügyi döntéseire is.

A lecke célja nemzetközi pénzügyek alapösszefüggéseinek és a nemzetközi pénzügyi rendszer fejlődésének és intézményeinek a tárgyalása. A hallgató ismerje meg a fizetési mérleg fogalmát, jellemzőit, részeit, illetve a valuta-deviza különbségét, valamint az árfolyamok típusait. Képes legyen röviden bemutatni a nemzetközi pénzügyi rendszer fejlődésének főbb szakaszait, és a rendszer jelenlegi meghatározó intézményeinek főbb jellemzőit.



33. ábra: Nemzetközi pénzügyek lecke struktúrája

forrás: saját szerkesztés



## 9.2 TANANYAG

### 9.2.1 A fizetési mérleg

A fizetési mérleg olyan kétoldalú kimutatás, amely egy ország a külfölddel szemben folytatott reálgazdasági és pénzügyi tranzakcióit foglalja össze, azáltal a gazdaságpolitikai döntéshozók számára fontos információkat szolgáltatva a nemzetgazdaság külső gazdasági kapcsolatairól, nemzetközi gazdasági helyzetéről.

Az összehasonlíthatóság érdekében a (nemzetközi) fizetési mérleg a Nemzetközi Valutaalap (IMF) által készített nemzetközi módszertani keretrendszeren, a fizetésimérleg-statisztikai kézikönyvön (Balance of Payments Manual, BPM) alapul. Az első kiadást 1948-ban publikálták, és azóta a nemzetközi pénzügyi rendszerben bekövetkezett változások miatt újabb és újabb verziók jelentek meg. Az 1993-ban megjelent 5. kiadás az alapvető definíciók és kategóriák tekintetében is hozott változásokat<sup>20</sup>, a jelenleg érvényben lévő, 2009-ben megjelent, a nemzeti számlák (SNA) szerkezetével és fogalmaival harmonizált 6. kiadás ebből a szempontból már kevésbé volt radikális<sup>21</sup>. A nemzetközi módszertani elveknek köszönhetően az elmúlt évtizedekben az egyes országok által készített fizetési mérlegek egyre egységesebbé váltak.

- Sixth Edition of the IMF's Balance of Payments and International Investment Position Manual (BPM6)

22. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>

Definíció szerint a fizetési mérleg a rezidensek és a nem rezidensek között zajló jószág-, illetve vagyoni tranzakciókat méri pénzürtéken, egy adott időszakra vonatkoztatva. A kapcsolódó fogalmak tekintetében:

- a rezidens az olyan szervezet és magánszemély, akinek közvetlen gazdasági érdeke elsődlegesen hazánk gazdasági területéhez kapcsolódik (tehát nem csak a székhely vagy az állampolgárság számít);
- a jószágtranzakció áruk és szolgáltatások exportja és importja;
- a vagyont tranzakció: a pénz, értékpapírok, egyéb pénzügyi instrumentumok nemzetközi adásvétele.

<sup>20</sup> Kategóriák tekintetében például 1993-ig a fizetési mérleg két részből állt, a folyó és tőke mérlegből.

<sup>21</sup> Alkalmazni 2014-től egységesen kötelező (a megújított európai sektorszámlák rendszerével – ESA 2010 – együtt) az Európai Unió országában, a hazai fizetésimérleg-statisztikák esetén 2014 júniusában került sor első alkalommal az új módszertannak megfelelő adatok közzétételére.

### 9.2.1.1. A fizetési mérleg jellemzői

A tranzakciók jellemzően különböző devizákban bonyolódnak, ezért (előre meghatározott módon) megfelelő árfolyamon átszámítva, a nemzetközi gazdasági pozíció és külkereskedelmi forgalom által meghatározott devizában történik a mérleg összeállítása (hazánk esetében euróban).

A fizetési mérleg egyik fontos jellemzője a **forgalmi (flow) típusú szemlélet**, azaz a kimutatás egy időszakra, és a számviteli mérleggel ellenben nem egy naptári napra szól. Az időszak jellemzően egy pénzügyi év, amely nem feltétlenül egyezik a naptári évvel (pl. USA esetén július 1. és június 30. között), de a statisztikákat jellemzően negyedéves bontásban teszik közzé.

A fizetési mérleg másik fontos jellemzője a **kettős könyvelés elve**: minden egyes tranzakció két helyen kerül elszámolásra, egyrészt maga az üzleti esemény, másrészt pedig az ahhoz kapcsolódó finanszírozás kerül be ellenkező előjellel (a követel tétel pozitív, a tartozik tétel pedig negatív előjellel) a statisztikába. Az előjel mutatja azt, hogy a tranzakció az ország szempontjából finanszírozási forrást jelent, vagy finanszírozási igényt támaszt. Az elvből következik az is, hogy a fizetésimérleg definíciószerűen mindig nulla egyenleggel zár, és hiányt (passzívum) vagy többletet (aktívum) csak annak valamely részmérlegével kapcsolatban lehet értelmezni. Értelmetlen tehát a fizetési mérleg deficitjéről beszélni, sok ilyenkor jellemzően annak részmérlegére, a folyó fizetési mérlegre gondolnak.

Mivel a gyakorlatban a fizetési mérleg összeállítása eltérő adatforrásokra (kérdőíves felmérések, vállalati jelentések, hitelintézeti adatszolgáltatások stb.) épül, ezért tartalmaz a fizetésimérleg-statisztikája egy úgynevezett **tévedések és kihagyások egyenlege** sort, amely utólag teszi lehetővé a tartozik és követel oldal egyezőségét.

☐ EU-s fizetési mérleg statisztikák (Eurostat):

23. [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics\\_explained/index.php/Balance\\_of\\_payment\\_statistics](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Balance_of_payment_statistics)

☐ Hazai fizetési mérleg statisztikák (MNB):

24. <http://english.mnb.hu/Kiadvanyok/report-on-the-balance-of-payments>

### 9.2.2.2. A fizetési mérleg részei

A fizetési mérleg egyik legfontosabb részmérlege a **folyó fizetési mérleg**. Három nagyobb egységre tagolható:

- áruk és szolgáltatások, amely a megnevezésnek megfelelően kettő, és még egy további részmeleget, az utazásokat tartalmazza (a korábbi idegenforgalom helyett);
- elsődleges jövedelmek, amely a munkából származó jövedelmeket (bérként kapott vagy fizetett összegek), a befektetések (közvetlen, portfólió és egyéb befektetések) jövedelmeit és egyéb tételeket tartalmaz; illetve
- másodlagos jövedelmek (korábban viszonzatlan folyó transzferek, illetve új kategóriaként a személyes átutalások).

A folyó fizetési mérleg egyenlege megmutatja az adott időszakban termelt jövedelem és a belföldi felhasználás esetleges eltérését: aktívuma azonos mértékű nettó tőkeexportot, passzívuma azonos mértékű nettó tőkeimportot jelent.

Megnevezés	2013. IV. negyedév (millió euró)
1. Folyó fizetési mérleg (1.A.+1.B.+1.C.)	917
1.A. Áruk és szolgáltatások	1.552
1.B. Elsődleges jövedelmek	-674
1.C. Másodlagos jövedelmek	69
2. Tőkemérleg	1.590
3. Pénzügyi mérleg (3.1+3.2+3.3+3.4+3.5)	1.909
3.1. Közvetlentőke-befektetések	-1.636
3.2. Portfólióbefektetések	-1.438
3.3. Pénzügyi derivatívák	-185
3.4. Egyéb befektetések	1.830
3.5. Tartalékeszközök	3.338
4. Tévedések és kihagyások egyenlege	-597

4. táblázat: A fizetési mérleg szerkezete és adatai 2013 negyedik negyedévben

forrás: saját szerkesztés KSH adatok alapján

A **tőkemérleg** a nem termelt, nem pénzügyi javak forgalmát (pl. szellemi tulajdonnal kapcsolatos tranzakciók) és a tőketranszfereket (pénzben vagy dologi formában nyújtott egyoldalú átutalás) tartalmazza.

A **pénzügyi mérleg** részmérlegei:

- közvetlentőke-befektetések (egy vállalatban tartós érdekeltség megszerzésére törekvő külföldi befektetések);
- portfólióbefektetések, amely a tőzsdéken és egyéb pénzügyi piacokon forgatott pénzügyi instrumentumokat tartalmazza;
- pénzügyi derivatívák (származékos, azaz határidős opciós és swap ügyletek);
- egyéb befektetések (pl. vállalatcsoporton kívüli kereskedelmi hitelek);
- tartalékeszközök (a jegybank által ellenőrzött és számára azonnal elérhető devizaeszközök).

A pénzügyi mérleg a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes egyenlegének tükörképe<sup>22</sup>:

- ha a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes egyenlege pozitív, akkor nettó finanszírozási képességről<sup>23</sup> beszélünk;
- amennyiben pedig a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes egyenlege negatív, akkor nettó finanszírozási igényről beszélünk.

### 9.2.2 Valuta, deviza, árfolyamok

A **valuta** valamely ország nemzetközi forgalomba került törvényes fizetőeszköze, egy ország fizikai formában megjelenő pénze. A **deviza** az valutára szóló számlakövetelés, tehát számlapénz<sup>24</sup>.

Az árfolyam egy fizetőeszköz külföldi fizetőeszközben kifejezett ára, amelyet kétféle formában (és jellemzően 5 számjegy keretében) lehet közölni:

- **direkt (közvetlen) jegyzés** szerint, amikor a külföldi pénznem egy egységének az árát adják meg a hazai pénznemben (pl. 300,15 HUF/EUR); illetve
- **indirekt (közvetett) jegyzés** szerint, amikor a hazai pénznem egy egységének az árát adják meg a külföldi pénznemben (pl. 0,0033 EUR/HUF).

Az országokra általában a direkt árfolyamjegyzés (árjegyzésnek is hívják) jellemző, az indirekt jegyzést alkalmazza például Nagy-Britannia,

---

<sup>22</sup> Elméletben, a gyakorlatban a tévedések és kihagyások egyenlege közöttük az eltérés.

<sup>23</sup> Felülről számított finanszírozási képesség, a pénzügyi mérleg egyenlege pedig az alulról számított finanszírozási képesség.

<sup>24</sup> Az angolszász irodalmak nem tesznek közöttük különbséget, mindkettőre az idegen pénz (foreign currency) kifejezést használják.

illetve az Európai Központi Bank. (A kétféle jegyzési mód matematikailag egymás reciproka).

Tehát mind a valuta, mind a deviza esetében értelmezhetünk árfolyamot:

- a valutaárfolyam valamely valuta egységnyi mennyiségének más valutában kifejezett ára;
- a devizaárfolyam pedig valamely deviza egységnyi mennyiségének más devizában kifejezett ára.

A valutaárfolyam magasabb, mint a devizaárfolyam, aminek az az oka, hogy a valuták szállítása, kezelése költségeket jelent a pénzügyi közvetítők számára.

Ráadásul a gyakorlatban nem csak egy valuta- vagy devizaárfolyammal találkozunk: létezik vételi árfolyam, eladási és közép árfolyam. A kettő közötti különbség a spread (vagy marge), ami a pénzügyi közvetítő átváltással kapcsolatos költségét és hasznát fedezi. Mivel az árfolyamok egy egyes pénzügyi közvetítőknél is különbözőek, ezért fontos a gazdasági szereplők számára az MNB középárfolyam. (A jegybank minden munkanapon délelőtt 11 órakor állapítja meg a forint-euró (EUR/HUF) hivatalos árfolyamot<sup>25</sup>).

5. táblázat: Néhány árfolyamjegyzés 2013. december 31-én az MNB-nél és OTP banknál

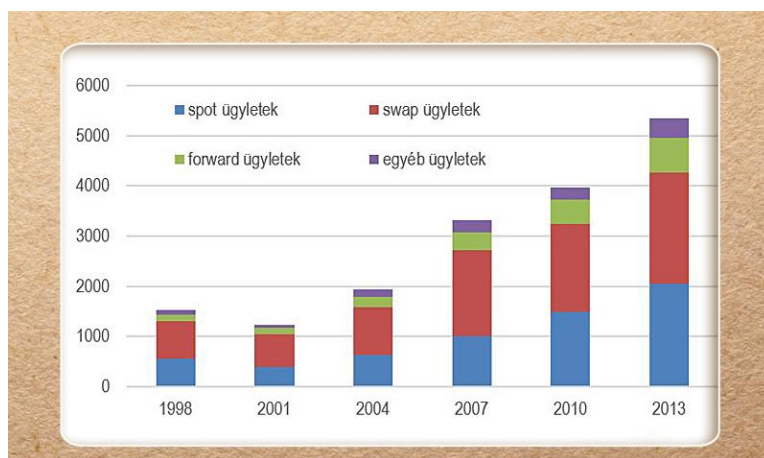
Név	Jelölés	MNB közép-árfolyam	OTP közép-árfolyam	OTP valuta vételi árfolyam	OTP valuta eladási árfolyam	OTP deviza vételi árfolyam	OTP deviza eladási árfolyam
ausztrál dollár	AUD	192,36	192,05	185,71	198,39	190,13	193,97
svájci frank	CHF	242,14	242,26	234,27	250,25	239,84	244,68
kínai jüan	CNY	35,62	35,66	-	-	35,3	36,02
euró	EUR	296,91	297,2	288,88	305,52	294,23	300,17
angol font	GBP	356,76	356,74	346,75	366,73	353,17	360,31
orosz rubel	RUB	6,55	6,57	6,22	6,92	6,5	6,64
USA dollár	USD	215,67	215,88	209,84	221,92	213,72	218,04

forrás: saját szerkesztés MNB és OTP adatok alapján

<sup>25</sup> A tíz legaktívabb devizapiaci tevékenységet folytató belföldi hitelintézet által közölt EUR/HUF árfolyamadatokról, a legmagasabb és legalacsonyabb 2-2 érték elhagyásával, számított számtani átlag képezi az aznapi EUR/HUF hivatalos devizaárfolyamot. A forint-dollár (USD/HUF) devizaárfolyam meghatározása az EUR/HUF és az EUR/USD keresztárfolyam alapján történik, a többi devizaárfolyamé pedig a számított USD/HUF és a nemzetközi devizapiacra kialakult keresztárfolyamok alapján.

A nemzetközi pénzügyi alapfogalmakat vizsgálva még két további árfolyamkategóriát érdemes kiemelni. Az **effektív árfolyam** egy olyan multilaterális mérőszám, amely megmutatja a hazai pénznem értékének változását a legfontosabb kereskedelmi partnerországok pénznemeivel (azokat fontosságuk szerint természetes súlyokkal ellátva) szemben. Értelmezni a változását lehet, figyelembe véve a kereskedelmi kapcsolatokban (és ezzel a súlyokban) bekövetkező változásokat. A **reál effektív árfolyam** – amely az effektív árfolyam inflációs különbözettel korrigált értéke – alakulásából pedig egy ország versenyképességében bekövetkezett változásra lehet következtetni.

A valuta- és a devizaárfolyam – legalábbis egy rugalmas árfolyamrendszerben, lásd pl. USA dollár vagy euró – piaci kategória, állandó mozgásban van. Az árfolyamok alakulása a háztartások, a vállalatok, a pénzügyi intézmények és egyéb gazdasági szereplők vételi és eladási szándékaitól, azaz a keresletétől és a kínálatától függ. A devizapiacok – amelyek alapvetően OTC jellegű, bankközi piacok (vagy más néven forex, azaz FX piacok) – működését a hatalmas forgalom, a piac kiemelkedő likviditása, a szereplők nagy száma és földrajzi szétszórtsága jellemzi, ezért közel állnak a közgazdasági értelmű tökéletes piac fogalmához. A kereslet-kínálat, és ezzel az árfolyam alakulását az óriási forgalomnak köszönhetően jellemzően egy piaci szereplő sem tudja tartósan befolyásolni, kivéve talán néhány nagyobb jegybankot (lásd devizapiaci intervenciók).



34. ábra: A világ globális napi devizapiaci forgalma (napi áprilisi átlag, milliárd USD)

forrás: saját szerkesztés BIS adatok alapján

Nem rugalmas árfolyamok esetén a jegybanki beavatkozás nyomán is megváltozhatnak az árfolyamok, kétféle módon:

- leértékelés esetén a külföldi deviza egy egysége több hazai pénzzel lesz egyenlő (pl. 300 HUF/EUR helyett 315 HUF/EUR), azaz növekszik az árfolyam;
- felértékelés esetén a külföldi deviza egy egysége kevesebb hazai pénzzel lesz egyenlő (pl. 300 HUF/EUR helyett 280 HUF/EUR), azaz csökken az árfolyam.

A leértékelés a gazdaságpolitika kedvelt eszköze, mert serkenti az exportot (az exportőr vállalatnak nő az árbevétele vagy esetleg csökkentheti eladási árait) és visszafogja az importot (az 1 EUR-ért behozott külföldi termék megdrágul, az eddigi 300 Ft helyett 315 Ft-ba fog kerülni), és ezzel kedvező hatással van a fizetési mérleg szerkezetére. Az import-termékek drágulása miatt (függően azok szerepétől a fogyasztási szerkezetben) ugyanakkor a lépés inflációt generál.

Hazai vonatkozásban az árfolyam (piaci alapú) gyengülése, vagy egy esetleges leértékelése két további fontos hatását célszerű még kiemelni: egyrészt növekedne az államadósság (illetve annak deviza alapú hányada), illetve negatívan érintené a hazai devizahiteles problémakört. (Ugyanakkor az Európai Uniótól érkező támogatásokat forintra váltva több projekt lenne finanszírozható.) Ennek következménye, hogy az árfolyam alakulásának megítélése – a gazdaság szereplőinek szempontjából nézve is – egy igen komplex gazdaságpolitikai területet jelent.

### 9.2.3 A nemzetközi pénzügyi rendszer története

A **nemzetközi pénzügyi rendszer** azoknak a szabályoknak az összessége, amelyek révén az egyes országok bonyolítják egymással monetáris tranzakcióikat. Egy másik – rendszer szemléletű megközelítésben – megközelítésben (Vigvári, 2013) „Nemzetközi pénzügyi rendszer alatt a pénzügyi rendszer elemeinek (törvényes fizetőeszközök, instrumentumok, információk) és alrendszerének nemzetállamokon és valutaövezeteken kívül megvalósuló kapcsolódásai, folyamatai, kölcsönhatásai összességét, valamint e kapcsolatok, folyamatok és kölcsönhatások struktúráját értjük”.

A nemzetközi pénzügyi rendszer első szakaszának a XIX. század utolsó harmadában kialakult, 1871-től<sup>26</sup> az I. világháborúig működő **aranystandard rendszert** tekinthetjük. A rendszer főbb jellemzői:

<sup>26</sup> Először Németországban, 1871-ben rögzítették az arany árfolyamát a francia-porosz háborút követően, majd a rendszerhez a legtöbb ország még az 1870-es években csatlakozott (házánk a Monarchia révén csak 1892-ben).

- rögzíteni kell az egyes pénznemek aranyparitását (pl. 1 uncia arany 86,58 német márkával és 20,67 USA dollárral volt egyenlő, és ezáltal pedig 1 USA dollár 4,19 német márkával), amelyet
- az államok fenntartanak, és amely mellett vállalják az arany vételét, illetve eladását a hazai pénz ellenében.

A pénzkibocsátás tehát az aranykészlethez kötött, a valutaárfolyamok stabilitását az aranyautomatizmus biztosította, amely révén az árfolyamok egy, az arany országok közötti szállításának költsége által kijelölt felső (kiviteli) és az alsó (behozatali) aranypontok által meghatározott, nem túl széles sávban ingadozhatott.

A rendszer az árfolyamok és az árak stabilitását eredményezte, de ezzel együtt szűkítette a tagországok monetáris politikájának mozgásterét. Működésének az I. világháború, illetve a hadikiadások okozta fedezetlen pénzkibocsátás vetett véget. Bár próbálták módosult formában a háborút követően visszaállítani, de már nem tudott tartósan működni, és válságát csak erősítette az 1929-33-as nagy gazdasági világválság okozta leértékelés versenyfutás (pl. 1931-ben a font sterlinget 30%-kal, 1934-ben az USA dollárt 41%-kal értékelték le).

A II. világháború követően jött létre a nemzetközi pénzügyi rendszer második szakasza, a II. világháború alatt megerősödő USA vezérlésével (1946-ban a világ aranytartalékának 71%-ával rendelkezett), 1945 és 1971 között működő **Bretton Woods-i**<sup>27</sup> rendszer. A rendszer főbb jellemzői:

- tartalékképzési mechanizmus;
- fix árfolyamrendszer;
- devizakorlátozások leépítése (konvertibilitás biztosítása);
- pénzügyi intézményrendszer kiépülése (pl. IMF, IBRD)

A fix árfolyamrendszer keretében rögzítették a dollár aranyparitását (1 uncia arany egyenlő 35 USA dollár), az USA pedig vállalta, hogy a paritáson hajlandó aranyat dollárért adni-venni a többi tagállammal szemben. A többi ország rögzítette saját pénzneme és az USA dollár paritását, amelyet egy szűk ingadozási sávban ( $\pm 1\%$ ) kellett (jegybanki intervenciókkal) tartani.

1958-ig a rendszer zavartalanul működött, de a 1960-as évektől változtak a körülmények. A rendszer alapja az USA folyó fizetési mérlegének deficitje volt, és pénzpolitikájának a világgazdaság likviditási igényéhez való igazítása. A hidegháború és a vietnami háború következtében emelkedő költségvetési kiadások miatt az USA dollár gyengülését ered-

---

<sup>27</sup> Ezen amerikai kisvárosban tartották 1944. júliusában a rendszert megalapozó pénzügyi konferenciát.



ményezték, emiatt pedig a további nagyarányú dollárkiáramlások megfékezésére az USA 1971 augusztusában felfüggesztette a dollár aranyra való átválthatóságát. Bár az 1971 decemberében az tíz legfejlettebb tőkés ország kísérletet tett a helyzet rendezésére (az USA dollárt leértékeltek, a paritást 38 USA dollárra emelték, és az ingadozási sávot  $\pm 2,25\%$ -ra bővítették), az USA dollárt 1973 februárjában újra leértékeltek (11%-kal), majd márciustól a fejlett országok általános lebegtetésre tértek át. A lépések egyúttal hivatalosan is Bretton Woods-i rendszer végét jelentették.

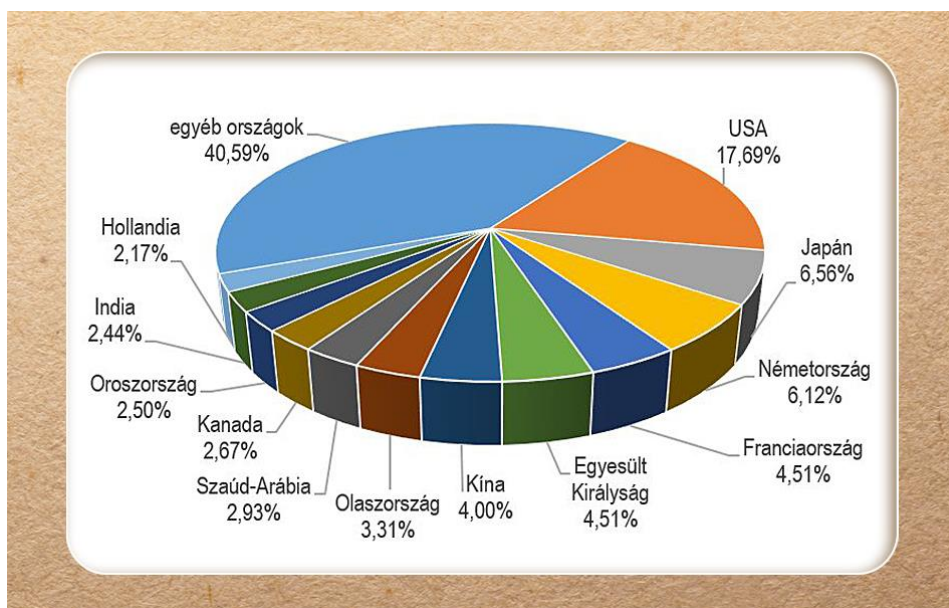
1973-tól (gyakorlatilag 1971-től) a világ vezető pénzei között (USA dollár, japán jen, illetve a közös európai pénz) **rugalmas árfolyamrendszer** van érvényben, többször intervenciókkal kísérten. Az 1970-es évek végén fellépő nemzetközi adósságválság, és az egyre gyakoribb pénzügyi válságok (pl. 1982-es latin-amerikai, vagy az 1994-es mexikói) ugyanakkor a nemzetközi pénzügyi rendszer szabályozását és a globális felügyeletet követelték meg, amit erősítettek az elmúlt évtizedekre jellemző pénzügyi integrációs törekvések.

#### 9.2.4 Nemzetközi pénzügyi intézmények

A nemzetközi pénzügyi szervezetek alapvetően 1944 után fejlődtek ki, és ma már nagymértékben befolyásolják az országok közötti pénzügyi kapcsolatokat, szerepük pedig a 2008-as válság után még inkább felerősödött.

Az 1944-ben alapított, jelenleg 188 tagországgal rendelkező **Nemzetközi Valutaalap** (International Monetary Fund, IMF) a nemzetközi monetáris rendszer egyik központi intézménye. Létrehozása óta célkitűzései nem változtak, működése azonban folyamatosan igazodott a világgazdasági helyzet változásához. Tevékenységének három fő pillére a gazdaságpolitikai felügyelet (gazdasági- és pénzügyi folyamatok elemzése és tanácsadás), a szakértői segítségnyújtás, illetve a hitelnyújtás a fizetési mérleg problémákkal küzdő országok számára.

Az alap működését a tagországok gazdasági és pénzügyi helyzete alapján meghatározott befizetések, kvóták finanszírozzák, amelyek egyúttal a tagországok szavazati súlyát is meghatározzák. Az alap saját pénzneme az 1969-ben létrejött SDR (Special Drawing Rights, azaz Különleges Lehívási Jogok), ami egy elszámolási egység, számlapénz, értékét pedig egy valutakosár alapján határozzák meg (2011-től 41,9% USA dollárt, 37,4% eurót, 11,3% angol fontot és 9,4% japán jent tartalmaz), amelyben a valuták súlyát a nemzetközi kereskedelemben betöltött szerep szerint súlyozzák.



35. ábra: A 12 legnagyobb tagország kvótarészesedése 2014 szeptemberében

forrás: saját szerkesztés IMF adatok alapján

A 2008-as válságot követően főként a hitelezési szerepköre erősödött fel, 2009 tavaszán a G20-as csúcs határozata alapján megháromszorozták az IMF erőforrásait (mintegy 750 milliárd dollárra). A hitelt hitel-megállapodás keretében folyósítják, amelyben rögzítik az adott ország által felvállalt gazdaságpolitikai intézkedéseket is. A két nagy csoportba sorolható hitelek (rendes és különleges hitelkeretek) közül több új is megjelent az elmúlt évtizedben, jelenleg három hiteltípust érdemes kiemelni:

- az 1946 óta létező, és a válság hatására rugalmasabbá alakított **készenléti hitelkeret** (Stand-by Arrangement, SBA) célja a rövidtávú fizetési mérleg problémák megoldása, a hitelnyújtás időtartama jellemzően 1-2 év, a visszafizetés határideje pedig 3,5-5 év (pl. 2008-ban Izland és Görögország számára biztosított keret);
- az 1997 után bevezetett **rugalmas hitelkeret** (Flexible Credit Line, FCL) célja válság megelőzése és kezelése az erős gazdasági alapokkal rendelkező országok vonatkozásában (pl. 2009-ben Lengyelország esetében);

- **elővigyázatossági hitelvonal (PCL)**, amelyet stabil gazdasági alapokkal rendelkező, de a rugalmas hitelkeret feltételeinek nem megfelelő országok számára kínálnak.

Magyarország 1982 óta tagja a Nemzetközi Valutaalapnak, a csatlakozás óta 11-szer vettük igénybe a Valutaalap eszközeit készenléti, illetve kiterjesztett hitel megállapodások formájában.

- ☐ A legutolsó hitelfelvételre<sup>28</sup> a 2008-as pénzügyi válság kirobbanását követően, 2008. november 6-án került sor: a 10,5 milliárd SDR összegű (12,3 milliárd euró) készenléti hitelkeretnek kb. 73%-a lett felhasználva. A törlesztés 3 év 3 hónap türelmi idő után 2012 elején indult, és 2013. augusztus elején előtörlesztést követően az összes kölcsön visszafizetésre került. 2012-ben felmerült ugyan egy újabb hitelkeret lehetősége, de a javuló piaci körülmények nyomán nem került sor újabb hitelszerződés megkötésére.

Az 1945-ben – eredetileg átmeneti jelleggel – alapított **Nemzetközi Újjáépítési és Fejlesztési Bank**<sup>29</sup> (International Bank for Reconstruction and Development) fő célja a II. világháborút követő újjáépítések és a fejlesztések finanszírozása, az 1960-as évektől pedig alapvetően szerkezetátalakítási és infrastruktúra-fejlesztési programokat számára forrás biztosítása. Forrásait a nemzetközi pénz- és tőkepiacokon való kötvénykibocsátás biztosítja. Magyarország 1982-ben lett tagja, és azóta több mint 40 egyezmény keretében 3,6 milliárd dollár értékben finanszíroztak különböző (pl. mezőgazdaság fejlesztési, vagy ipari szerkezetátalakítási) programokat.

A **Nemzetközi Fizetések Bankját** (Bank for International Settlements, BIS) 1930-ban alapították, eredetileg az I. világháborút követő német jóvátételi kötelezettségek lebonyolítása céljával. Jelenleg a központi bankok közötti nemzetközi monetáris együttműködés legfőbb szervezője („bankok bankja”), közgazdasági és monetáris kutatási tevékenységet és adatgyűjtést folytat, illetve a bázeli bankfelügyeleti bizottság működtetőjeként a **bankok** szabályozásával kapcsolatos tanácsadói és koordinációs tevékenységet folytat.

- ☐ Az IMF honlapja:

25. <http://www.imf.org/external/index.htm>

<sup>28</sup> Érdekeség, hogy az azt megelőzően az 1995-ös gazdaságpolitikai intézkedések („Bokros-csomag”) kapcsán elővigyázatosságból megkötött hitelkeret (264 millió SDR) végül egyáltalán nem került lehívásra.

<sup>29</sup> A Nemzetközi Fejlesztési Társulással együtt Világbank, és további három másik pénzügyi intézménnyel együtt Világbank-csoport néven is találkozhatunk vele.

☐ A Világbank honlapja:

26. <http://www.worldbank.org/>

☐ A BIS honlapja:

27. <http://www.bis.org/index.htm>

### **9.3 ÖSSZEFOGLALÁS, KÉRDÉSEK**

#### **9.3.1 Összefoglalás**

A nemzetközi pénzügyek alakulásának egyik fontos eszköze a fizetési mérleg, amely részmérlegeinek alakulása megmutatja az ország külső gazdasági kapcsolatainak alakulását. Az árfolyam egy gazdaság legfontosabb külső változója, annak alakulása hatással van a gazdaság szereplőinek pénzügyi helyzetére. Az alapfogalmak mellett a lecke a bemutatta a nemzetközi pénzügyi rendszer fejlődésének főbb szakaszait az 1870-es évektől napjainkig, kiemelve az aranystandard rendszer, a Bretton Woods-i rendszer és a rugalmas árfolyamrendszerek főbb jellemvonásait. A nemzetközi pénzügyi rendszer intézményei közül az IMF, az IBRD és a BIS működését tárgyaltuk, kiemelve a pénzügyi válságot követően felértékelődött IMF hitelkonstrukcióit, illetve hazánk és az IMF kapcsolatát.

#### **9.3.2 Önellenőrző kérdések**

1. Mutassa be és jellemezze a fizetési mérleget!
2. Mutassa be és jellemezze a fizetési mérleg részeit!
3. Definiálja és jellemezze a jegybank árfolyamok alakulásába való beavatkozásának két fő módját!
4. Jellemezze az aranystandard rendszert!
5. Jellemezze a Bretton Woods-i rendszert!
6. Mutassa be a Nemzetközi Valutaalap működését!
7. Mutassa be a Nemzetközi Újjáépítési és Fejlesztési Bank és a Nemzetközi Fizetések Bankja működését!

#### **9.3.3 Gyakorló tesztek**

A folyó fizetési mérleg aktívuma azonos mértékű nettó tőkeimportot jelent.

- igaz
- hamis

A devizák adásvétele a lebonyolított forgalmat tekintve döntően

- OTC piacon zajlik.
- a tőzsdén zajlik.
- a jegybankok által működtetett közös nemzetközi fizetési rendszerben történik.

A felértékelés hatására megdrágul az import hazai pénzben, illetve a külföldi pénzben kifejezett exportárak csökkenhetnek, de hazai pénzben – növelve a vállalatok árbevételét – nőhetnek is.

- igaz
- hamis

Melyik nem a Bretton Woods-i rendszer jellemzője?

- devizakorlátozások leépítése
- rugalmas árfolyamrendszer
- nemzetközi pénzügyi intézményrendszer kiépülése

Melyik nemzetközi pénzügyi intézményre igaz az, hogy a bázeli bankfelügyeleti bizottság működtetőjeként a bankok szabályozásával kapcsolatos tanácsadói és koordinációs tevékenységet folytat?

- Nemzetközi Újjáépítési és Fejlesztési Bank
- Nemzetközi Valutaalap
- Nemzetközi Fizetések Bankja

### **Próbavizsga**

A folyó fizetési mérleg három nagyobb egységre tagolható:

- áruk és szolgáltatások, tőkemérleg, jegybanki tartalékok
- másodlagos jövedelmek, portfólióbefektetések, tévedések és kihagyások egyenlege
- áruk és szolgáltatások, elsődleges jövedelmek, másodlagos jövedelmek

A készenléti hitelkeret egy 1997 után bevezetett IMF hiteltermék, amelynek célja a válság megelőzése és kezelése az erős gazdasági alappal rendelkező országok vonatkozásában.

- igaz

- hamis

### **Záróvizsga A**

Melyik árfolyamközlésre igaz, hogy a hazai pénznem egy egységének az árát adják meg a külföldi pénznemben?

- direkt jegyzés
- közvetett jegyzés
- effektív árfolyam

Ha a folyó fizetési mérleg és a tőkemérleg együttes egyenlege pozitív, akkor nettó finanszírozási igényről beszélünk.

- igaz
- hamis

### **Záróvizsga B**

Melyik nem a fizetési mérleg jellemzője?

- a forgalmi (flow) típusú szemlélet
- a jegybank intézkedéseinek árstabilitásra gyakorolt hatását mutatja meg
- kettős könyvelés elve

Az aranystandard rendszerben rögzítették az egyes pénznemek aranyparitását, amely mellett a részt vevő országok vállalják az arany vételét, illetve eladását a hazai pénz ellenében.

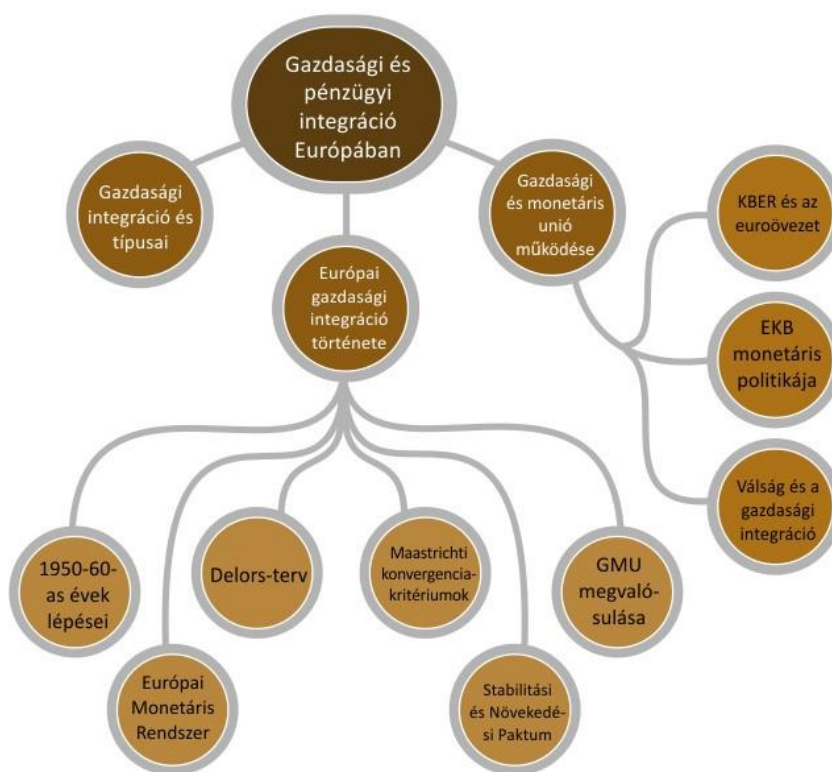
- igaz
- hamis

## **10. GAZDASÁGI ÉS PÉNZÜGYI INTEGRÁCIÓ EURÓPÁBAN**

### **10.1 CÉLKITŰZÉSEK ÉS KOMPETENCIÁK**

2002. január elsején került sor a történelem legnagyobb készpénzcseréjére, amelynek keretében több mint 15 milliárd bankjegyet és 51 milliárd érmét gyártottak, és ezekkel cserélték le a nemzeti forgalomban akkor lévő 9 milliárd bankjegyet és 107 milliárd érmét. A 2001. szeptember eleje és 2002. február vége között lezajlott művelet jelentős sikerként volt elkönnyvelhető. Ugyanakkor 1957-től hosszú út vezetett odáig, és az azóta eltelt tizenkét évben tovább erősödött az integrációs folyamat. A 2008-as pénzügyi válság többek között a közös gazdaságpolitika és egyúttal az euró alapjainak hiányára hívta fel a figyelmet, lehetőségként 2012-ben még Görögország eurozónából való kilépése is felmerült.

A lecke célja gazdasági integráció formáinak és kiemelten az európai gazdasági integráció folyamatának a tárgyalása. A hallgató ismerje meg a gazdasági integráció lehetséges típusait. Képes legyen bemutatni az EGK létrehozásától kezdve az gazdasági és pénzügyi integráció európai folyamatát, az egységes monetáris politika és az euró bevezetése érdekében tett lépéseket és erőfeszítéseket. Képes legyen értelmezni a közös monetáris politika működését, ismerje a gazdasági integráció mélyítése érdekében a pénzügyi válság óta tett intézkedéseket.



36. ábra: Gazdasági és pénzügyi integráció Európában lecke struktúrája

forrás: saját szerkesztés

## 10.2 TANANYAG

### 10.2.1 A gazdasági integráció és típusai

A XX. században felerősödtek a gazdasági integrációs folyamatok, amely során az abban részt vevő országok között egyre szorosabb gazdasági együttműködés jön létre. A gazdasági integrációnak ugyanakkor számos (egymásra épülő) formáját, típusát megkülönböztethetjük:

- *preferenciális övezet*, ami egy laza együttműködési forma, amelyben az részt vevő országok egymásnak bizonyos kedvezményeket nyújtanak;
- *szabadkereskedelmi övezet*, amely során a részt vevő országok egymással szemben eltörik a kereskedelmi akadályokat, de megmarad a tagországok önálló vámpolitikája (pl. az 1960-as



években létrehozott Európai Szabadkereskedelmi Társulás (EFTA), vagy az 1994-ben létrehozott Észak-Amerikai Szabadkereskedelmi Társulás (NAFTA);

- *vámunió*, amely esetén a részt vevő országok egységes vámpolitikát folytatnak a kívülálló országokkal szemben, ezzel megvalósítva az áruk és szolgáltatások szabad áramlását;
- *közös piac*, amely esetén az erőforrások optimális allokációja érdekében minden termelési tényező (áruk, szolgáltatások, tőke, munkaerő) szabadon áramlik az országok között;
- *gazdasági unió*, amelyben megvalósul az egységes gazdaságpolitika;
- *pénzügyi unió*, amely esetén egységes pénzügypolitika valósul meg, valamint közös pénzt vezetnek be.

További szakasznak tekinthetjük a politikai uniót, amelyben a nemzetállamok között államszövetség, konföderáció, vagy föderáció jön létre.

## 10.2.2 Az európai gazdasági integráció története

### 10.2.2.1. Az 1950-60-as évek lépései

Az európai gazdasági integráció előzménye az 1950-es években hat<sup>30</sup> európai ország által aláírt három szerződés volt:

- az 1951-ben aláírt, az Európai Szén- és Acélközösséget létrehozó (ESZAK) szerződés;
- az 1957-ben aláírt Európai Atomenergia-közösséget létrehozó (EURATOM) szerződés, illetve
- az ugyanazon évben aláírt, az Európai Gazdasági Közösséget létrehozó (EGK) Római Szerződés.

Az EKG fontos célja volt a tagállamok gazdasági integrációja, ezen belül – közös politikák kidolgozása mellett az közösség egészére kiterjedő vámunió (1968-ra valósul meg), majd az ezt követő tizenkét éves átmeneti idő után a közös piac létrehozása. A közös pénzre vonatkozó elképzelések ugyanakkor még nem szerepeltek a szerződésekben, és gazdaságpolitikai együttműködés terén csak is csak alapelveket fogalmaztak meg:

- a tagállamok a Szerződés céljainak eléréséhez szükséges mértékben *koordinálják gazdaságpolitikájukat*; illetve

<sup>30</sup> Franciaország, Német Szövetségi Köztársaság, Olaszország, Belgium, Hollandia és Luxemburg.

- a Közösség intézményeinek tekintettel kell lenniük arra, hogy *ne veszélyeztessék a tagállamok belső és külső pénzügyi stabilitását.*

Ezen túl két bizottság létrehozását lehet még kiemelni:

- az 1958-ban létrejött **Monetáris Bizottság** feladata a gazdasági és pénzügyi folyamatainak elemzése volt, illetve
- az 1964-ben megalapított **Jegybankelnökök Bizottságának** feladata a monetáris stratégiák egyeztetése volt.

A közös pénz bevezetésének első érdemi állomása az 1962-ben elfogadott Marjolin-memorandum volt, amely a gazdasági unió vámunióból való kialakulását tűzte ki célul az 1960-as évek végére, a tagállamok valutái közötti véglegesen rögzített árfolyamokkal. Mivel az 1960-as években a jól működő Bretton Woods-i rendszer széles körű árfolyamstabilitást biztosított, ezért a közös pénz érdekében nem történtek további lépések.

Az 1960-as évek végére a nemzetközi környezet jelentős mértékben megváltozott, ezért felerősödtek az integrációs törekvések. Az Európai Bizottság 1969-ben előterjesztett egy javaslatot (az úgynevezett Barretervet) a közös pénznemmel kapcsolatos elképzelés továbbfejlesztésére, aminek hatására a Gazdasági és Monetáris Unió szakaszos megvalósításáról szóló terv kidolgozásával bízták meg a (Luxemburg miniszterelnöke) Pierre Werner vezette szakértői csoportot.

1970-ben nyilvánosságra hozott **Werner-jelentés** azt javasolta, hogy a GMU-t több lépésben, 1980-ig bezárólag hozzák létre. A terv fő elemei:

- **teljes konvertibilitás**, azaz a tagországok valutáinak a tőke mozgások teljes liberalizációja melletti szabad átválthatósága;
- **árfolyamsávok szűkítése, majd rögzítése**: a közös valuta bevezetése érdekében a valutaárfolyamok teljes és visszavonhatatlan rögzítése;
- **monetáris tartalékalap-képzése** a fizetési mérlegek stabilizálása érdekében.

A tervezet nagy hangsúlyt helyezett a gazdaságpolitikai koordinációra is, és emiatt egy közösségi szintű gazdaságpolitikai döntésközpont felállítását szorgalmazta.

Az árfolyampolitika terén a „valutakígyó” mechanizmusa 1972 áprilisában lépett működésbe, amely a valuták összehangolt árfolyam-ingadozását, a dollárhoz viszonyítva szűk keretek közé szorította: a részt vevő valuták árfolyamát egy 2,25% szélességű sávban („kígyó”) kellett tartani, szemben az egyes devizáknak az USA dollárral szembeni megállapított 4,5%-os szélességű sávval („kígyó az alagútban”). 1973-ban létrejött az Európai Monetáris Együttműködési Alap (EMCF), amelynek – a

valutakígyó működésének elősegítésén túl – a központi bankok jövőbeni közösségi szerveződésének kiindulópontja lett.

A tervezet végrehajtásának ugyanakkor belső, és főként külső körülmények sem kedveztek. A tagállamok nem hajtották végre a folyamatos árfolyamszűkítéseket, és a meglévő gazdaságpolitikai egyeztetés kereteit is elégségesnek tartották. Megváltozott a nemzetközi pénzügyi környezet is: 1973 márciusában az USA bejelentette az USA dollár lebegtetését (és ezzel megszűnt a Bretton Woods-i rendszer), illetve 1973 decemberében megtörtént az első olajárrobbanás (a kőolaj-exportáló országokat tömörítő OPEC 3 \$-ról 12 \$-ra emelte az olaj hordónkénti árát). Bár 1973 márciusában a megszüntették a dollárral szembeni ingadozási sávot, tehát lebegtetni kezdték a dollárral szemben (azaz a „kígyót kiengedték az alagútból”), a valutakígyó – kilépések és árfolyam le- és felértékelések miatt – már nem működött.

A folyamat tehát lendületét veszítette, a nemzetközi pénzügyi rendszer változása és az egyes országok eltérő gazdaságpolitikai reakciói miatt 1974-ben hivatalosan is lemondtak a Werner-terv megvalósításáról.

#### 10.2.2.2. Az Európai Monetáris Rendszer

Az 1970-es évek végén a tagországokban végbe menő politikai változásoknak köszönhetően újra felerősödtek az integrációs törekvések, amelynek eredménye az 1979 márciusában létrehozott **Európai Monetáris Rendszer** (European Monetary System, EMS) lett. A rendszer működésének pillérei:

- az európai pénzügyi egység, azaz az ECU (European Currency Unit, ECU), mint mesterségesen kialakított valutakosár<sup>31</sup>, aminek az értékét a tagállami valutái révén határozták meg a közösségen belüli, kereskedelem arányában (ötéves felülbírálat mellett);
- az *árfolyam-mechanizmus* (European Exchange Rate Mechanism, ERM), amely szerint a bilaterális piaci árfolyamoknak a hivatalos paritáshoz (ECU) képest meghatározott sávhatáron belül ( $\pm 2,25\%$ ) kellett maradniuk<sup>32</sup>;
- a *hitelmechanizmus*, amely szerint a tagállamok közös alapot hoztak létre a gyengébb valutával rendelkező országok árfolyam-problémáik és fizetési mérleg nehézségeik támogatására.

<sup>31</sup> 1979. március 13. és 1984. szeptember 16. között a kosár szerkezete: 32,98% német márka, 19,83% francia frank, 13,34% font sterling, 10,51% holland forint, 9,64% belga frank, 9,49% olasz líra, 3,06% dán korona, 1,15% ír font.

<sup>32</sup> Kivételesen az olasz líra, amely esetén szélesebb,  $\pm 6\%$ -os lebegtetési sávot engedélyeztek.

Az ECU nem volt törvényes fizetőeszköz, fizikai formában, azaz bankjegy és érme formában nem jelent meg működése alatt, de használata folyamatosan terjedt: mint elszámolási egység a tagállamok központi bankjai közötti tranzakciókban, majd a valuta- és kötvénypiacon is fontos fizetési eszköz lett, illetve tartalékvalutaként is egyre hangsúlyosabb szerepet kapott.

A rendszer 1979-ben nyolc ország<sup>33</sup> részvételével indult, Nagy-Britannia kívül maradt<sup>34</sup>. Az EMS végül céljának megfelelően hozzájárult a monetáris stabilitáshoz, segítette az infláció csökkenését és az árfolyamok viszonylagos stabilitását.

#### 10.2.2.3. A Delors-terv

Az 1980-as évek közepén újra felerősödtek a monetáris integrációs törekvések, amelynek fontos eleme volt – az Európai Gazdasági Közösséget létrehozó szerződés első átfogó módosításaként – az 1986. februárban aláírt Egységes Európai Okmány (Single European Act, SEA). Az okmány megerősítette a monetáris unió létrehozásának a szándékát, továbbá az egységes áru-, szolgáltatás-, tőke- és munkaerőpiac kialakítása érdekében megteremtette az Európai Egységes Piac 1992 végére való létrehozásának feltételeit. A tagországok számára az európai árfolyam-mechanizmusban való részvételt kötelezettségként rögzítette, továbbá előírta a tőkeforgalmi liberalizációt.

1988 nyarán az Európai Tanács a hannoveri ülésén megerősítette a Gazdasági és Monetáris Unió (továbbiakban GMU) megvalósításának szándékát, és létrehozott egy bizottságot, amely Jacques Delors, az Európai Bizottság elnöke vezetésével vizsgálta az unió megvalósításának lehetőségét és javaslatot tett annak szakaszaira<sup>35</sup>.

A tervezet fontos megállapítása volt, hogy a monetáris unió létrehozása objektív, gazdasági szükségszerűség, az egységes belső piac létrehozásának része. A korábbi Werner-tervhez képest újdonság volt a jegybankok közötti együttműködés erősítésének, és a központi bankok európai rendszere létrehozásának célja. A bizottság szerint a monetáris uniót három, egymásra épülő szakaszban kell megvalósítani:

---

<sup>33</sup> Franciaország, NSZK, Belgium, Luxemburg, Hollandia, Olaszország (mint az EGK alapítói), illetve az 1973-ban csatlakozott Dánia és Írország.

<sup>34</sup> Bár 1990 októberében csatlakozott hozzá, de 1992 őszén erős árfolyamspekuláció következtében a brit kormány már nem tudta a font sterlinget az árfolyamsávon belül tartani, így 1992. szeptember 16-án a britek az EMS-ből kiléptek („Fekete Szerda”).

<sup>35</sup> A bizottság tagja volt többek között Lámfalussy Sándor („az euró atyja”) magyar származású közgazdászprofesszor, mint a Nemzetközi Fizetések Bankja vezérigazgatója. (1994-től 1997. június 30-ig az Európai Monetáris Intézet első elnöke.)

- az 1993 végéig tartó első szakaszban erősíteni kell a monetáris szintű együttműködést, elhárítani a pénzügyi integráció akadályait, és csökkenteni a tagállami gazdaságpolitikák eltéréseit;
- a második szakaszban létre kell hozni a gazdasági és monetáris unió szervezeti kereteit, és erősíteni a gazdasági konvergenciát;
- a harmadik szakaszban az árfolyamok visszavonhatatlan rögzítésével és a központi bank működésének megkezdésével a közös monetáris politika megvalósítása.

Míg az első szakasz a fennálló intézményi kereteken belül valósult meg, addig a további szakaszokhoz már szükséges volt az intézményi struktúra formális megváltoztatása a Római Szerződés módosításával.

#### 10.2.2.4. A maastrichti konvergenciakritériumok

1989 végén az Európai Tanács kormányközi konferencia összehívását kérte a gazdasági és monetáris unió megvalósítása érdekében, amelynek eredményeképpen született meg az 1992. február 7-én aláírt Maastrichti Szerződés. Az Európai Uniót létrehozó, a ratifikáció elhúzódása miatt csak 1993 novemberétől életbe lépő Maastrichti Szerződés három nagy pillérre támaszkodik: Európai Közösségek, a közös kül- és biztonságpolitikán, valamint a bel- és igazságügyi együttműködésen.

Az első pillér kiegészült egy gazdasági és monetáris politikával foglalkozó új fejezettel, lefektetve benne a GMU alapjait és megvalósításának menetét. Az új monetáris rendszer, azaz a Központi Bankok Európai Rendszere és az Európai Központi Bank alapokmányát, illetve az Európai Monetáris Intézet alapokmányát jegyzőkönyv formájában csatolták a szerződéshez.

Fontos lépés volt a gazdasági konvergencia mérése tekintetében a **maastrichti konvergenciakritériumok** kialakítása. Ezek ma is olyan gazdasági és pénzügyi követelmények, amelyeket a Gazdasági és Monetáris Unióba való belépéshez és az euró közös pénzként való bevezetéséhez egy tagállamnak teljesítenie kell. A kritériumok a következők:

- **árstabilitás**, amely szerint a monetáris unióba való belépést megelőző egy évben az inflációs ráta legfeljebb 1,5 %-kal múlhatja felül az EU leg-alacsonyabb inflációs rátát felmutató három országának számtani átlagát;
- **kamatláb-konvergencia**, amely szerint a hosszú távú referenciakamatláb (tíz éves állampapír éves hozama) legfeljebb 2 %-kal múlhatja felül az EU legalacsonyabb inflációs rátát felmutató három ország a hosszú távú kamatlábjának számtani átlagát;

- **kormányzat pénzügyi helyzetének fenntarthatósága**, amely szerint az államháztartás folyó deficitje nem haladhatja meg a GDP 3%-át, a bruttó államadósság pedig nem lehet több a GDP 60%-ánál;
- **árfolyamstabilitás**, amely szerint az árfolyam súlyos feszültségek nélkül egy rögzített sávon belül ( $\pm 2,25\%$ , majd 1993 augusztusától  $\pm 15\%$ ) marad, illetve a monetáris unióba való belépést megelőző két évben az adott ország egyoldalúan nem értékelheti le valutáját.

Ugyanakkor a szerződés az államháztartási egyenlegére és adósságára vonatkozó feltétel kapcsán kivételeket is meghatározott:

- a GDP-arányos költségvetési hiány jelentős mértékben és folyamatosan csökken, és elér egy, a referenciaértékhez közeli szintet; vagy
- a referenciaérték túllépése csak kivételes (pl. természeti katasztrófa nyomán) és átmeneti, és az arány közel marad a referenciaértékhez; illetve
- az állami szektor adósságára vonatkozó arány elegendő mértékben csökken, és kielégítő ütemben közelít a referenciaértékhez (utóbbi kivételt több tagország esetén is alkalmazták, pl. Belgium, Olaszország, vagy Görögország).

A kritériumok előnye, hogy viszonylag objektíven, és több szempontból nézve teszik lehetővé a gazdasági konvergencia mérését, de kritikájaként említhető, hogy a reálgazdaság teljesítményét (pl. növekedés, foglalkoztatottság, fizetési mérleg helyzete) nem jelzik.

#### 10.2.2.5. A Stabilitási és Növekedési Paktum

A fiskális kivételek pontosítása és kiegészítése érdekében fogadták el 1996-ban a **Stabilitási és Növekedési Paktumot** (Stability and Growth Pact, SGP), amelynek célja az eredményes államháztartási gazdálkodás folyamatos szinten tartása volt. Az egyezmény két ágra bontható:

- a **megelőző ág** (1466/1997/EK rendelet) a költségvetési egyenleg felügyeletére és gazdaságpolitikáik összehangolására vonatkozik;
- a **kiigazító ág** (1467/1997/EK rendelet) pedig túlzott hiány eljárás szabályait foglalja össze.

Az egyezmény értelmében a harmadik szakasz kezdetére minden országnak be kell mutatnia a költségvetési stabilitási tervét, amelynek középtávú célja egyensúly vagy többlet. Az ellenőrzés keretében a monetáris unió tagjai stabilitási programot, az azon kívüli tagállamok pedig

konvergencia-programot nyújtanak be, amelyeket az Európai Bizottság értékkel.

Amennyiben egy tagállam esetén a költségvetési hiány a megengedett referenciaértéket (3%) meghaladja, uniós szinten úgynevezett **túlzott hiány** (deficit) **eljárás** indul. A folyamat összetett, a Tanács a túlzott hiány fennállásának megállapítását követően specifikus ajánlásokat ad az érintett tagállamnak. Ha a túlzott hiány továbbra is fennáll, akkor végző esetben a költségvetési fegyelmet megsértő tagország köteles kama- tozó letétet befizetni a közösségi költségvetésbe, amely két részből áll:

- egy állandó rész, amely a GDP 0,2%-ának felel meg; illetve
- egy változó rész, amely a hiány és a referenciaérték közötti különbség egytizedének felel meg (pl. 6%-os hiány esetén 0,3%).

A letét éves összegének felső határa a GDP 0,5%-a, és ha a hiányt a következő két év során sem igazítják ki, akkor bírsággá alakul. (A tapasztalatok szerint ez már politikai kérdés, eddig – kiemelve a német és francia túlzottdeficit-eljárás 2004-ben elmaradt szankcionálását – nem került még sor bírság kiszabására.)

A fiskális fegyelmet biztosító rendelkezések között szerepelt továbbá a költségvetési hiány monetáris finanszírozásának tilalma is, azaz a jegybankok nem nyújthatnak hitelt az államháztartási deficit fedezésére. Egy másik – a 2008-as válság kapcsán érdekes – záradék szerint pedig sem a közösség, sem pedig egyetlen tagállam nem felelős más tagállam adósságáért, illetve azt nem vállalhatja át.

#### 10.2.2.6. A Gazdasági és Monetáris Unió megvalósulása

A GMU **első szakasza** 1990. júl. 1-jétől vette kezdetét, az alábbi megvalósított elemekkel:

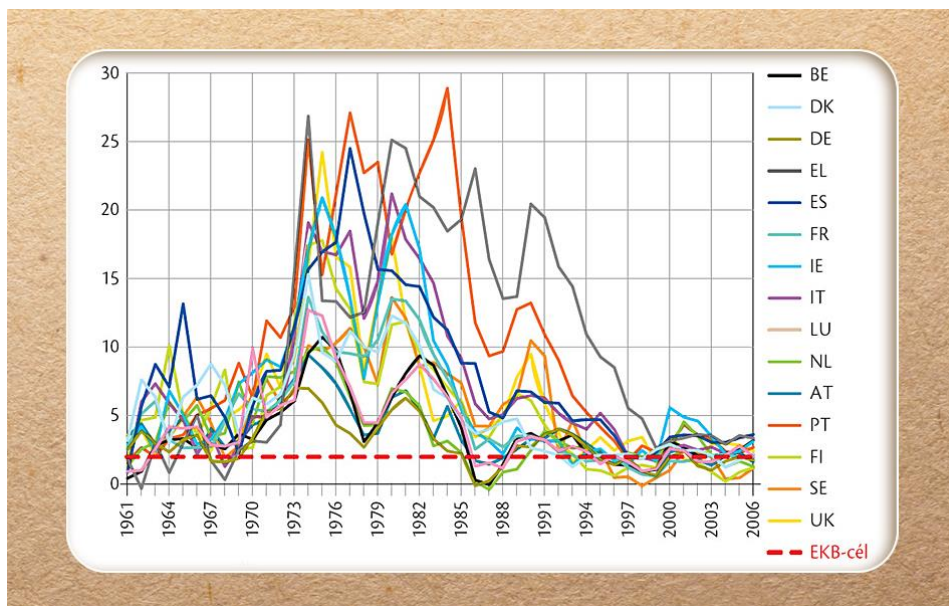
- a tőke mozgásokra vonatkozó korlátozások teljes leépítése;
- a nemzeti jegybankok közötti szorosabb együttműködés kialakítása (az 1964-ben megalapított Jegybankelnökök Bizottsága hatáskörének bővítésével);
- a tagállamok közötti szorosabb gazdaságpolitikai egyeztetés kereteinek kialakítása.

A GMU **második szakasza** 1994-ben vette kezdetét, és – az időközben 1995 decemberében az EU madridi csúcsértekezleten hozott döntés alapján – 1998 végéig tartott. Főbb elemei:

- az európai jegybank elődje, az Európai Monetáris Intézet (EMI)<sup>36</sup> megalapítása;

<sup>36</sup> Ezzel egy időben megszűnt a Jegybankelnökök Bizottsága.

- az egységes monetáris politikára való áttérés jogi, intézményi és technikai előfeltételeinek kialakítása;
- a tagállamok gazdasági teljesítményének közelítése a konvergencia-kritériumok teljesítése révén; illetve
- a nemzeti jegybankok függetlenségének biztosítása.



37. ábra: Az infláció konvergenciája a 12 tagú euróövezetben (éves növekedés %-ban)

forrás: Európai Bizottság, 2007.

Az EMI vizsgálva a maastrichti konvergenciakritériumok teljesülését, konvergenciajelentéseket<sup>37</sup> tett közzé. Az utolsó jelentését 1998 tavaszán tette közzé, és annak alapján 1998 májusában az EU brüsszeli csúcstalálkozóján megerősítették, hogy a 15 tagállam közül tizenegy<sup>38</sup> teljesítette a közös valuta bevezetésének feltételeit. Svédország és Görögország eltérésben részesülő tagállamnak minősültek, azaz nem teljesítették az euro bevezetéséhez szükséges feltételeket (de hosszú távon kötelezettségük a közös valuta bevezetése). Dánia és az Egyesült Ki-

<sup>37</sup> 1995-re nézve egy tagország tudott minden, és öt tagország tudott három feltételt teljesíteni, 1996-ra pedig kicsit romlottak az arányok (egy és négy tagországra).

<sup>38</sup> Belgium, Németország, Spanyolország, Franciaország, Írország, Olaszország, Luxemburg, Hollandia, Ausztria, Portugália és Finnország.



ráltság „kivülmaradási záradéknak” nevezett joggal élt, ami alapján felmentést kaptak a GMU harmadik szakaszában való részvétel alól (fenntartva maguknak a későbbi csatlakozás jogát).

A GMU **harmadik szakasza** 1999-ben vette kezdetét. Visszavonhatatlanul rögzítették a monetáris unióban részt vevő országok valutája és az euró közötti átváltási arányokat, és a monetáris politikát a Központi Bankok Európai Rendszeréhez delegálva, az Európai Központi Bank irányításával létrejött az egységes monetáris politika.



38. ábra: Visszavonhatatlanul rögzített euroátváltási árfolyamok

forrás: saját szerkesztés

Ezzel egy időben – az 1979-ben létrejött Európai Monetáris Rendszer egyik pillérének módosításaként – **ERM-II** néven új árfolyammechanizmus lépett életbe, amelynek célja az eurónak az euroövezeten kívüli EU-tagállamok nemzeti fizetőeszközeivel szembeni árfolyamát stabilizálni. A belépés időzítése opcionális, de teljesítése – mint az árfolyamstabilitás feltétele és – az euró bevezetése miatt kötelező. A rendszer keretében:

- meghatározzák az adott ország valutájának a központi paritását az euróval szemben, és ahhoz képest egy  $\pm 15\%$ -os ingadozási sáv engedélyezett;

- a sáv közepe (paritás) módosítható, de a tagország valutáját csak felértékelni lehet (ahogy azt tette pl. Szlovákia 2007 márciusában);
- az ingadozási sáv közös megegyezés alapján szűkebb is lehet (pl. Dánia esetén az euró ellen 7,46038 dán koronában meghatározott központi árfolyamhoz képest  $\pm 2,25\%$ ).

A közös pénz ugyanakkor a harmadik szakasz kezdetén fizikailag még nem jelent meg: az euró csak számlapénzként funkcionált. A pénzügyi piacokon tehát kereskedés ettől a naptól kezdve kizárólag euróban zajlott, de a „hétköznapiakon” a nemzeti valutáknak kellett átmenetileg forgalomban maradni, mint az euró váltópénzei. Az eurobankjegyek és az euroérmék bevezetésére, és ezzel a történelem legnagyobb készpénzcseréjére az EU 12 országában<sup>39</sup> 2002. január elsején került sor, a csere viszonylag zökkenőmentesen, két hónapon belül lezajlott.

- ☐ Az euró bankjegyek és érmék képei az alábbi linkeken érhetőek el:

28. <https://www.ecb.europa.eu/euro/banknotes/html/index.en.html>

29. <https://www.ecb.europa.eu/euro/coins/common/html/index.en.html>

30. <https://www.ecb.europa.eu/euro/coins/2euro/html/index.en.html>

### 10.2.3 A gazdasági és monetáris unió működése

A **Központi Bankok Európai Rendszere (KBER)** az Európai Központi Bankot (EKB) és az EU-tagállamok nemzeti központi bankjait (NKB) foglalja magában függetlenül attól, hogy az adott tagállamban bevezették-e az eurót vagy sem. Jogi személyiséggel nem rendelkezik, nincs intézkedési joga és saját döntéshozó testülete.

- ☐ Az Európai Központi Bank honlapja:

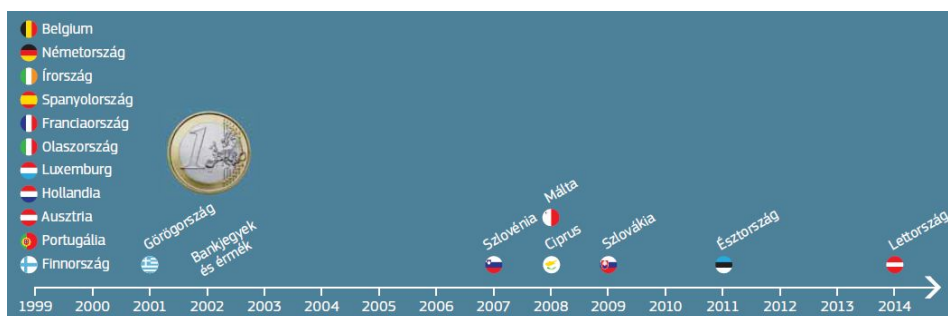
31. <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

Az Európai Központi Bank feladata 1999-től az euroövezet monetáris politikájának alakítása. Az **euroövezet** (eurorendszer) a KBER-hez képest egy szűkebb csoport, amely az EKB-t, valamint az eurót már bevezetett országok nemzeti központi bankjait tömöríti. Az EKB mint az Európai Unió egyik intézménye jogi személyiséggel is rendelkezik.

---

<sup>39</sup> A korábban említett 11 országhoz csatlakozott Görögország, miután az Európai Bizottság 2000-ben elkészített jelentése alapján teljesítette a közös valuta alkalmazásához szükséges feltételeket. Érdekeség – mint utólag kiderült –, hogy a költségvetési hiányára vonatkozó feltételt csak „kreatív könyvelés” (csalás) révén tudták teljesíteni.

Bevezetése óta ugyanakkor folyamatosan bővült az **euroövezet**, sőt a jelenleg 18 tagú csoport 2015-től újabb tagországgal, Litvániával bővül. Érdekes, hogy az eurózónán kívül az euró további hat európai ország fizetőeszköze: azt Andorra, Monaco, San Marino és a Vatikán szerződés alapján, ugyanakkor Koszovó és Montenegró nem hivatalosan vezette be.



39. ábra: Az euró bevezetése az EU-ban

forrás: Az euroövezet

Az **euroövezeten** kívüli uniós tagországok Nagy-Britannia és Dánia kivételével minden évben konvergenciaprogramot készítenek, bemutatván abban a közös pénz feltételeinek való megfelelés érdekében tett intézkedéseiket. A programokat az Európai Bizottság és az Európai Központi Bank vizsgálja, közzétéve a konvergenciajelentését, legalább kétfévente egyszer, illetve az euróövezethez csatlakozni kívánó uniós tagállam kérésére.

- Magyarország 2014-es konvergenciaprogramja itt érhető el:

32. [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2014/cp2014\\_hungary\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2014/cp2014_hungary_en.pdf)

- Az EU-s konvergenciajelentések pedig 1996 visszamenőleg itt érhetőek el:

33. <http://www.ecb.europa.eu/pub/convergence/html/index.en.html>

### 10.2.3.1. Az EKB monetáris politikája

Az eurorendszer **elsődleges célja** az árstabilitás fenntartása, annak veszélyeztetése nélkül támogatja a közösség általános gazdaságpolitikáját, hozzájárulva a közösség célkitűzéseinek (a foglalkoztatás magas szintje, kiegyensúlyozott gazdasági növekedés) eléréséhez. A monetáris politika átláthatósága érdekében 1998 októberében az EKB Kormányzótanácsa számszerű meghatározást adott az árstabilitás fogalmára: az

euroövezetben mért harmonizált fogyasztói árindex<sup>40</sup> 2% alatti éves növekedését jelenti középtávon.



40. ábra: A harmonizált fogyasztói árindex alakulása az euroövezetben

forrás: EKB

Az eurorendszer alapvető feladatai:

- a monetáris politika meghatározása és végrehajtása;
- devizaműveletek végzése;
- az euroövezet tagjai hivatalos devizatartalékainak tartása és kezelése;
- a fizetési rendszerek zavartalan működésének előmozdítása.

Az eurorendszer **további feladatai**:

- bankjegykibocsátás az euroövezeten belül;
- a nemzeti központi bankokkal együttműködve statisztikai információk gyűjtése;
- hozzájárulás az illetékes hatóságok prudenciális felügyelethez és a pénzügyi rendszer stabilitásához kapcsolódó tevékenységéhez;

---

<sup>40</sup> Az egyes tagállamok által szolgáltatott adatokból, az Eurostat által összeállított, összehasonlítható fogyasztói árindex.

- nemzetközi és európai szintű együttműködés.

Az EKB monetáris politikai stratégiájának alapja két pillér:

- a közgazdasági elemzés, amely rövid és középtávra koncentrál, és főként a reálgazdasági folyamatokra és a gazdaságban fennálló pénzügyi feltételekre összpontosít; illetve
- a monetáris elemzés, amely hosszabb távra fókuszálva a pénzmennyiség és az árak között hosszú távon fennálló összefüggést vizsgálja.

Az EKB monetáris politikai eszköztárának fő elemei: nyílt piaci műveletek (négy féle típusal különböző időtávokra), az egynapos likviditás nyújtására vagy kivonására a központi banki rendelkezésre állás, illetve a kötelező tartalék. Hozzá kell tenni, hogy a válságra adott reakcióként az EKB is alkalmazott rendkívüli intézkedéseket, mint a 2010 májusa és 2012 februárja között, az értékpapírpiacon nem megfelelő működésének kezelése érdekében működtetett értékpapír-piaci program (Securities Markets Programme, SMP), illetve a 2012 augusztusában elindított végleges, értékpapír-adásvételi tranzakciók (Outright Monetary Transactions, OMT).

- ☐ Bővebben lásd Lehmann–Mátrai–Pulai tanulmányában<sup>41</sup>.

34. [http://english.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/ENMNB/Kiadvanyok/mnben\\_mnbszemle/mnben\\_spec\\_bulletin-oct-2013/lehmann-matrai-pulai.pdf](http://english.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/ENMNB/Kiadvanyok/mnben_mnbszemle/mnben_spec_bulletin-oct-2013/lehmann-matrai-pulai.pdf)

Az EKB fő döntéshozó testületei a Kormányzótanács és az Igazgatóság. A **Kormányzótanács**, mint az eurorendszer monetáris politikájának irányítója az Európai Központi Bank fő döntéshozó testülete. Tagjai az Igazgatóság hat tagja, valamint az euroövezetbeli ország nemzeti központi banki elnökei. Jelenlegi elnöke 2011 novemberétől nyolc éven át Mario Draghi. Az **Igazgatóság** az operatív működésért felel: előkészíti a Kormányzótanács üléseit, illetve a Kormányzótanács iránymutatásai és határozatai alapján irányítja az euroövezet monetáris politikáját.

#### 10.2.3.2. A válság és a gazdasági integrációs törekvések

A 2008-as gazdasági válság ugyanakkor ráirányította a figyelmet arra, hogy hiányos a közös pénz alapja: létrejött ugyan a pénzügyi unió, de valódi gazdasági unió és egységes gazdaságpolitika nélkül.

A válság hatására az EKB intézkedései mellett az euróövezet stabilizálásának garantálása és a pénzügyi nehézségekkel vagy erős piaci nyo-

<sup>41</sup> Lehmann Kristóf–Mátrai Róbert–Pulai György: A Federal Reserve System és az Európai Központi Bank válság során alkalmazott intézkedéseinek bemutatása. MNB-Szemle, 2013. október.

mással szembesülő országok megsegítésére egy ideiglenes pénzügyi mentőcsomagot hoztak létre 2011-ben az IMF társfinanszírozásával. A csomag két eleme:

- az Európai Pénzügyi Stabilizációs Eszköz (European Financial Stability Facility, EFSF) célja az euroövezet pénzügyi nehézségekkel küzdő országainak megsegítése közös EU–IMF programok keretében, összesen 440 milliárd euró értékű hitelnyújtás révén; amely kiegészül
- az Európai Pénzügyi Stabilizációs Mechanizmus (Europe an Financial Stabilisation Mechanism, EFSM) keretében biztosított 60 milliárd eurós hitelkerettel.

A program keretében Írország, Portugália, illetve Görögország kapott pénzügyi segítséget, mintegy 200 milliárd eurónyi EFSF finanszírozással.

2011 decemberében új, hat jogszabályból álló („hatos csomag”) uniós jogszabálycsomag<sup>42</sup> lépett hatályba, megerősítve a Stabilitási és Növekedési Paktum megelőző és kiigazító ágát, illetve új makrogazdasági felügyeleti mechanizmust bevezetve a **makrogazdasági egyensúlyhiány eljárás**, illetve annak két ága révén. A preventív ág keretében a Bizottság évente értékeli öt külső (pl. GDP arányos folyó fizetésimérlegpozíció) és öt belső (pl. magánszektor adóssága a GDP-hez viszonyítva, vagy munkanélküliség hároméves átlaga) mutató alapján a tagállamok egyensúlyhiányokban rejlő kockázatait és eredményeit Riasztási Mechanizmus Jelentésben teszi közzé. Erre alapozva a tagország felülvizsgálatot indít a problémák feltárására, illetve a Tanács ajánlásokat tehet, és elindíthatja a túlzott egyensúlyhiány eljárást. Ezzel életbe lép a korrekciós ág, amelynek keretében a tagország intézkedési tervet készít, amelyet a Tanács megvizsgál, majd hozzá határidőket rendel. A korrekciós intézkedések megtételének többszöri elmulasztása pedig szankciót von maga után.

2012 szeptemberében létrejött – az EFSF és az EFSM helyét átvéve – az Európai Stabilitási Mechanizmus (European Stability Mechanism, ESM), ami az euroövezeti tagországok által szerződéssel alapított kormányközi szervezet. Célja – 500 milliárd euro induló effektív hitelezési kapacitással – pénzügyi támogatás nyújtása az euroövezeti országoknak, amennyiben azt euroövezet egésze pénzügyi stabilitásának védelme azt megkívánja. Alkalmazható eszközei: hitelnyújtás és elővigyázatosági pénzügyi támogatás a tagországoknak, államkötvényeket vásárlása a kezdeményezett tagállamoktól, kölcsönt nyújtása a pénzintézetek feltőkésítéséhez.

---

<sup>42</sup> Az Európai Bizottság 2010 szeptemberében terjesztette elő, és hosszas egyeztetések után 2011. december 13-án lépett hatályba.

A pénzügyi stabilitás és a válságok elkerülése érdekében további fontos lépés volt a 2012 nyarán bejelentett bankunióról szóló jelentés publikálása. A jelentés célja tíz éven belül a Gazdasági és Monetáris Unió megerősítése, továbbfejlesztése, az alábbi pillérek mentén:

- az integrált pénzügyi keretek (bankunió);
- az integrált költségvetési keretek (része a már említett hatos jogszabály-csomag mellett az Európai Pénzügyi Paktum);
- az integrált gazdaságpolitikai keretek; és
- a döntéshozatal demokratikus legitimitációja és kiszámíthatósága.

A **bankunió** célja egy olyan integrált pénzügyi keretrendszer kialakítása, amely védi a pénzügyi stabilitást, és minimalizálja a bankcsődök költségeit. Kialakítása három lépcsőben történik:

- egységes felügyeleti mechanizmus (2014 novemberétől az eurozóna tagországainak bankfelügyelete a nemzeti hatóságoktól átkerül az EKB felelősségi körébe);
- egységes szanalási mechanizmus (2016-tól fog működni), illetve
- egységes betétbiztosítási rendszer (jelenleg még nincs megegyezés).

Nagy kérdés azonban, hogy a megtett és bejelentett intézkedések elegendőek lesznek-e a pénzügyi unió tartós működéséhez, és milyen szintjét jelentik a gazdasági unió elmélyítésének.

## 10.3 ÖSSZEFOGLALÁS, KÉRDÉSEK

### 10.3.1 Összefoglalás

A gazdasági integráció több formáját is megkülönböztethetjük, amelyek lépcsősen épülve egymásra testesítik meg az egyre mélyülő integrációt. 1957-től hosszú folyamat vezetett az euró bevezetéséig, és bár már 1970-ben konkrét tervzet létezett a közös pénz kialakítására, akkor a nemzetközi pénzügyi rendszerben bekövetkezett változások nem kedveztek a folyamatnak. Az 1989-ben megjelent Delors tervzet már sikeresebb volt, három szakaszban 1999-től megvalósult az egységes monetáris politika az EU országainak egy szűkebb körében. A pénzügyi válság aztán felhívta a figyelmet a valódi gazdasági unió és az egységes gazdaságpolitika hiányára, amelynek kialakítása érdekében több intézkedés is született az elmúlt években.

### 10.3.2 Önellenőrző kérdések

1. Mutassa be és jellemezze a gazdasági integráció formáit!
2. Mutassa be a Werner-jelentést és annak megvalósulását!
3. Jellemezze az 1979-ben létrehozott Európai Monetáris Rendszert!
4. Mutassa be a Delors-tervet!
5. Definiálja a maastrichti konvergenciakritériumokat!
6. Mutassa be a Stabilitási és Növekedési Paktum fő előírásait és működését!
7. Jellemezze a Gazdasági és Monetáris Unió megvalósulásának három fő szakaszát!
8. Definiálja a KBER és az eurorendszer fogalmát! Melyek az eurorendszer feladatai?
9. Mutassa be a hatos csomag részeként létrehozott makrogazdasági egyensúlyhiány eljárást!

### 10.3.3 Gyakorló tesztek

A gazdasági integráció mely formájára nem jellemző, hogy a részt vevő országok egymással szemben eltörlik a kereskedelmi akadályokat, de megmarad a tagországok önálló vámpolitikája?

- preferenciális övezet
- pénzügyi unió
- közös piac

Melyik nem volt eleme a Werner-jelentésnek?

- teljes konvertibilitás,
- monetáris tartalékalap-képzése
- egységes gazdaságpolitika

Melyik nem volt eleme az 1979-ben létrehozott Európai Monetáris Rendszernek?

- az árfolyam-mechanizmus
- az euró bevezetése
- a hitelmechanizmus

A maastrichti konvergenciakritériumok között az árstabilitás, mint feltétel azt jelenti, hogy az árfolyam súlyos feszültségek nélkül egy rögzí-



tett sávon belül marad, illetve a monetáris unióba való belépést megelőző két évben az adott ország egyoldalúan nem értékelheti le valutáját.

- igaz
- hamis

Melyik maastrichti konvergenciakritériumra igaz, hogy a hosszú távú referencia-kamatláb legfeljebb 2 %-kal múlhatja felül az EU legalacsonyabb inflációs rátát felmutató három ország a hosszú távú kamatlábnak számtani átlagát?

- árstabilitás
- kamatláb-konvergencia
- kormányzat pénzügyi helyzetének fenntarthatósága

Melyik nem jellemző Gazdasági és Monetáris Unió első szakaszára?

- a tőke mozgásokra vonatkozó korlátozások teljes leépítése
- a monetáris politika Központi Bankok Európai Rendszeréhez való delegálása
- a nemzeti jegybankok közötti szorosabb együttműködés kialakítása

Melyik ország lépett be az alábbiak közül Gazdasági és Monetáris Unió harmadik szakaszába 1999-ben?

- Dánia
- Olaszország
- Svédország

Melyiknek tagja Magyarország 2014-ben?

- KBER
- eurorendsze
- egyiknek sem

2014-ben hány tagja van az euroövezetnek?

- 18
- 28
- 10

Az eurorendszer elsődleges célja

- a foglalkoztatás magas szintjének biztosítása.
- a kiegyensúlyozott gazdasági növekedés támogatása.
- az árstabilitás fenntartása.

### **Próbavizsga**

Melyik igaz a konvergenciaprogramra?

- bemutatja az EKB monetáris politikáját
- benne az euroövezeten kívüli uniós tagországok mutatják be a közös pénz feltételeinek való megfelelés érdekében tett intézkedéseiket
- bemutatja a bankunió érdekében hozott intézkedések megvalósulását

A makrogazdasági egyensúlyhiány eljárás keretében a Bizottság évente értékeli öt külső és öt belső mutató alapján a tagállamok egyensúlyhiányokban rejlő kockázatait és eredményeit.

- igaz
- hamis

### **Záróvizsga A**

A gazdasági integráció mely formájára jellemző, hogy az erőforrások optimális allokációja érdekében minden termelési tényező szabadon áramlik az országok között?

- szabadkereskedelmi övezet
- közös piac
- vámunió

A maastrichti konvergenciakritériumok között az kormányzat pénzügyi helyzetének fenntarthatósága, mint feltétel azt jelenti, hogy az államháztartás folyó deficitje nem haladhatja meg a GDP 60%-át, a bruttó államadósság pedig nem lehet több a GDP 3%-ánál.

- igaz
- hamis

## **Záróvizsga B**

Melyik nem az eurorendszer alapvető feladata?

- devizaműveletek végzése
- az euroövezet tagjai esetén a költségvetési hiány finanszírozása
- az euroövezet tagjai hivatalos devizatartalékainak tartása és kezelése

A Gazdasági és Monetáris Unió harmadik szakaszának kezdetén került sor a történelem legnagyobb készpénzcseréjére az EU 12 országában.

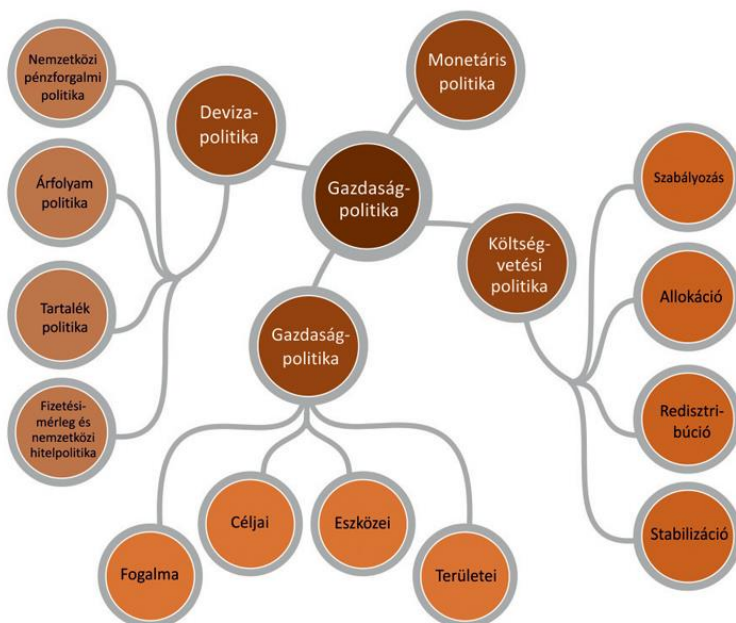
- igaz
- hamis

## 11. GAZDASÁGPOLITIKA, PÉNZÜGYI POLITIKA

### 11.1 CÉLKITŰZÉSEK ÉS KOMPETENCIÁK

A gazdaságpolitika fogalma rendkívül komplex, létét és működését a közgazdászok sem egységesen ítélik meg. Mivel a gazdaság működését és a gazdasági szereplők magatartását befolyásolja, így folyamata előre pontosan nem látható, és értékelése is csak hosszabb idő elteltével lehetséges.

A lecke célja a gazdaságpolitika fogalmának, céljainak, eszközeinek és főbb pénzügyi vonatkozású területeinek bemutatása. A hallgató ismerje meg az állam gazdasági szerepvállalásának négy klasszikus funkcióját, tudja azokat röviden jellemezni. Tudja értelmezni a monetáris politika célrendszerét, és röviden jellemezni annak egyes szintjeit. Képes legyen bemutatni a devizapolitika főbb területeit, és értelmezni a szabad és kötött devizagazdálkodás és a konvertibilitás fogalmát, az árfolyamrendszerek főbb típusait. Ismerje a hazai devizapolitika rendszerváltást követő főbb eseményeit.



41. ábra: Gazdaságpolitika, pénzügyi politika lecke struktúrája

forrás: saját szerkesztés

## 11.2 TANANYAG

### 11.2.1 A gazdaságpolitika fogalma

A gazdaságpolitika definíciójának meghatározása nem egyszerű, a közgazdászok eltérően közelítik a fogalmat:

- egy lehetséges megközelítés szerint „az állam gazdaságot és társadalmat szabályozó, irányító vagy befolyásoló célirányos tevékenysége, amelynek keretében a politikai értékeket és érdekeket a pénzügypolitika, a versenypolitika, regionális politika és sok egyéb állami szakpolitika alkalmazása szolgálja”<sup>43</sup>;
- egy másik megközelítés szerint „az állam nézeteit, elhatározásait, rendszeres döntéseit, cselekedeteit jelenti, amelyeket az állam társadalmi-politikai céljainak megvalósítása érdekében a gazdaság befolyásolására alkalmaz”<sup>44</sup>.

A gazdaságpolitika tehát állami (kormányzati) szintű kategória, és annak a gazdaságban való szerepvállalását testesíti meg. Az állam gazdasági szerepvállalásának formája és ideális mértéke sokat vizsgált terület a közgazdaságtanban: arról mást és mást gondoltak a merkantilisták (az állam szerepe a külkereskedelem támogatása), a neoklasszikusok (az állam beavatkozását korlátozni kell), Keynes követői (szükség van állami beavatkozásra) vagy az alternatív közgazdaságtan követői (a gazdaságpolitika haszontalan).

A gazdaságpolitika céljait rendszerezhetjük a **„bűvös négyszög”** mentén is, amelynek elemei:

- belső egyensúly megteremtése, lásd költségvetés egyenlege és államadósság alakulása;
- külső egyensúly megteremtése, lásd fizetési mérleg helyzete, esetleg külkereskedelmi mérleg alakulása;
- foglalkoztatás növelése, lásd munkanélküliségi és aktivitási ráta alakulása; illetve
- növekedés elősegítése (lásd GDP éves, és negyedéves növekedése).

A négy cél azért alkot egy „bűvös négyszög”-et, mert nincs olyan gazdaságpolitikai eszköz, amellyel mind a négy célt egyszerre és pozitív irányba lehetne befolyásolni. (Egyszerű példa: javítható a foglalkoztatottság állami munkahelyek létrehozásával, ami egyúttal a kiadások révén rontja a költségvetés egyenlegét.)

<sup>43</sup> BOD PÉTER ÁKOS: *Bevezetés a gazdaságpolitikába*. Aula Kiadó, 2006. 41. o.

<sup>44</sup> VERESS JÓZSEF: *Gazdaságpolitika*. Budapest, Aula Kiadó, 2001. 17. o.

A gazdaságpolitikai célokat **gazdaságpolitikai eszközök** alkalmazásával lehet elérni, úgy, hogy a kitűzött célok elérése érdekében az eszközök mixét alkalmazza a döntéshozó. Az eszközöket három nagy csoportra oszthatjuk:

- magatartásra utasító eszközök (pl. árkalkulációs előírások, bérminimum meghatározása stb.),
- magatartást indukáló eszközök (pl. folyamatszabályozás, információs prognózisok), illetve
- magatartást egyeztető eszközök (pl. egyeztetés a munkaadók és a munkavállalók között).

A gazdaságpolitika sok szempont szerint csoportosítható: lehet regionális (pl. térségi), országos és nemzetközi szintű, de az Európai Uniónak is van gazdaságpolitikája. A gazdaságpolitikán belül elkülöníthetünk részterületeket is, így beszélhetünk pénzügy-, struktúra-, foglalkoztatás-, külgazdaság- vagy agrárpolitikáról is.

A **pénzügyi politika** a gazdaságpolitika funkcionális eleme, pénzügyekre, pénzmozgásokra, pénzkapcsolatok szabályozására vonatkozó célok és annak megvalósítására szolgáló eszközök rendszere. A pénzügyi politika és a gazdaságpolitika között kölcsönhatás érvényesül: a pénzügypolitikának lehet önálló cél- és eszközrendszere, ugyanakkor a gazdaságpolitikához képest annak eszközrendszereként határozható meg. Alapvetően három területét lehet kiemelni:

- költségvetési (fiskális) politika,
- monetáris politika, illetve
- devizapolitika.

(A tananyag jellegénél fogva a pénzügypolitikával foglalkozik bővebben.)

### 11.2.2 Költségvetési (fiskális) politika

A költségvetési politika a pénzügyi politika azon eszköze, amely a gazdaság szereplőinek magatartására az állam a kormányzati bevételeken és kiadásokon keresztül kíván hatni. Célja a költségvetési bevételek biztosítása, az államháztartás rendszerén belüli optimális és hatékony feladatmegosztás kialakítása, illetve a költségvetés hiányának menedzselése és finanszírozása.

Az állam gazdaságpolitika funkciói közé klasszikusan az alábbiakat sorolhatjuk:

- a szabályozás,
- az erőforrások átcsoportosítása (allokáció),

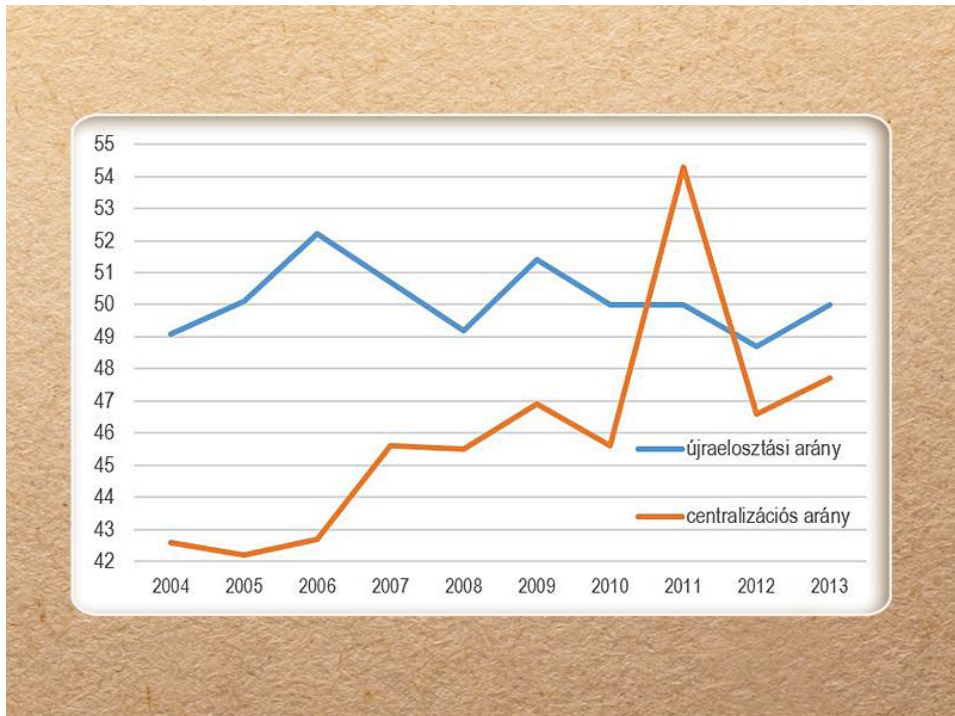
- a jövedelmek újraelosztása (redisztribúció) meghatározott elvek szerint,
- a stabilizáció, a fejlesztés és a versenyképesség javítása.

Az állami **szabályozás** célja a gazdaság jogi és társadalmi kereteinek biztosítása. Lehet

- normatív jellegű, ami gazdasági együttműködés kereteinek a létrehozását jelenti; illetve lehet
- diszkrecionális jellegű, ami a gazdasági szereplők, tevékenységek egy csoportjára alkalmaznak (pl. piacra lépés korlátozása, egy tevékenységek feltételeinek rögzítése stb.).

Az **allokáció** során az állam a piaci erőforrások elosztását korrigálva biztosít erőforrásokat valamilyen preferált cél elérése érdekében. Feladata közjavak, azaz közösségileg fogyasztható, kollektív javak nyújtása (pl. honvédelem, közoktatás stb.), illetve a piaci kudarcok és a gazdasági szereplő magatartása által egy másik számára pozitív vagy negatív hatást kifejtő externáliák kezelése.

A **redisztribúció** célja a piac működése során kialakult jövedelem eloszlás korrigálása, az egyenlenségek kiigazítása: a jövedelmek egy részét elvonva (centralizáció) majd a kiadások révén azt preferált célokra visszajuttatva (újraelosztás). Megvalósulhat generációkon belül (magasabb jövedelműek nagyobb adóterhelése révén az alacsonyabb jövedelműek támogatása) és akár generációk között (klasszikus példa a felosztó-kirovó típusú társadalombiztosítás, amely során is az aktívak befizetése fedezi az idősebbek nyugdíjkifizetéseit), de akár földrajzi területek között is (fejletlenebb régiók vagy falvak támogatása a fejlettebb régiókból vagy városokból származó bevételek terhére).



42. ábra: A hazai kormányzati szektor centralizációs és újraelosztási arányai 2004 és 2013 között<sup>45</sup>

forrás: saját szerkesztés Eurostat adatok alapján

A **stabilizáció** célja a gazdasági folyamatokra jellemző konjunktúraingadozások, hullámvázások hatásainak mérséklése és kezelése, illetve a gazdaság versenyképességének biztosítása. A gazdaságpolitika stabilizációs célja szempontjából az állam beavatkozást vizsgálva érdemes kiemelni az anticiklikus fiskális politikát: a költségvetés többletet halmoz fel a gazdasági bővülés idején, amellyel élénkíti a gazdaságot visszaeséskor.

A költségvetési politika, illetve az államháztartás működésével bővebben a következő leckében foglalkozunk.

<sup>45</sup> 2011-ben a centralizációs arány a magán-nyugdíjpénztári vagyon átvétele nélkül 46,3% volt.



### 11.2.3 Monetáris politika

A monetáris politika a pénzügyi politika azon részpolitikája, amely a gazdaság szereplőinek magatartására az irányadó kamatlábon, az árfolyamon, a pénzmennyiség-szabályozáson keresztül kíván hatást gyakorolni. Célja tehát a gazdaságpolitika céljai megvalósításának segítése, a gazdaság stabilitásának támogatása.

Célrendszerét három szintre tagolhatjuk:

- *végső célkitűzés*, ami a gazdaságpolitika céljai közül a legfontosabb és jellemzően jogszabályban deklarált cél (pl. árstabilitás elérése, foglalkoztatás növelése stb.);
- *közbülső célkitűzés*, ami egy, a monetáris politika által közvetlenül befolyásolható gazdasági változót jelent (pl. pénz mennyisége, árfolyam stb.);
- *operatív célkitűzés*, ami egy, a közbülső célt befolyásolni képes és a jegybank által azonnal változtatható gazdasági változót jelent (pl. rövid futamidejű pénzügyi hozamok).

A monetáris politika irányítása a nemzeti jegybankok kezében van (működésével bővebben az 6. leckében foglalkoztunk).

### 11.2.4 Devizapolitika

A **devizapolitika** a pénzügyi politikának az a területe, amely összekapcsolván a belső és a külső pénzügyi rendszert, a gazdasági szereplők magatartására az árfolyam-politikán keresztül kíván hatást gyakorolni.

A devizapolitika részterületei:

- nemzetközi pénzforgalmi politika,
- árfolyam politika,
- tartalékpolitika,
- fizetésimérleg politika,
- nemzetközi hitelpolitika.

#### 11.2.4.1. Nemzetközi pénzforgalmi politika

A nemzetközi pénzforgalmi politika keretében arról döntenek, hogy a gazdaság szereplői mennyire szabadon alakíthatják a valutáris kapcsolatokat, azaz egy adott ország milyen mértékben engedi a hazai pénznem forgalmát külföldön, illetve külföldi valutát milyen feltételekkel vált be hazai pénzre. Alapvetően két végletét lehet kiemelni: a kötött és a szabad devizagazdálkodást.

*Kötött devizagazdálkodás* esetén a gazdaság szereplői nem rendelkeznek szabadon más országok fizetőeszközeivel: a devizahatóság engedélyével, az általa meghatározott árfolyamon és mennyiségben juthatnak külföldi fizetőeszközhöz, esetleges exporttevékenység esetén pedig azt a hatóságnál kell hazai fizetőeszközre váltani (kötelező beszolgáltatás). A devizapiac nem működik, a devizahatóság (mint monopolisztikus szereplő) az ország külföldi fizetőeszközének egyetlen legális átváltója. Alkalmazása fizetési mérleg problémák és / vagy rendkívüli gazdasági helyzetek esetén indokolható. A rendszer előnye, hogy nincs árfolyamkockázat és spekulációs veszély, hátránya, hogy fenntartásának hatalmas adminisztrációs költségei mellett elriasztja a külföldi befektetőket.

*Szabad devizagazdálkodás* esetén nincsenek adminisztratív korlátok, a gazdasági szereplők szabadon tarthatnak és használhatnak külföldi fizetőeszközöket. A devizapiacra a piaci mechanizmusok érvényesülnek, a devizahatóság csak piacokonform eszközök használatával avatkozhat be a folyamatokba.

A két véglet közötti esetleges átmenetet, azaz a korlátozások szintjét mutatja meg a *konvertibilitás* foka, ami a nemzeti fizetőeszköz külföldi pénzekre való szabad felhasználhatóságát és átválthatóságát jelenti. Részleges konvertibilitás esetén a devizagazdálkodás egyes területein lesz állami beavatkozás, más területek pedig liberalizáltak.

Magyarországon a szocializmus idején, 1946-tól kötött devizagazdálkodás volt jellemző. A rendszerváltás éveiben fokozatosan indult be a devizapiac működése, 1990-től a kereskedelmi bankok már bonyolíthatták a vállalatok devizaforgalmi ügyleteit. 1992 nyarán elindul a bankközi devizapiac, majd 1996-tól részleges<sup>46</sup>, 2001. jún. 15-től pedig teljes konvertibilitás valósult meg.

#### 11.2.4.2. Árfolyam politika

Az árfolyam politika a devizapolitika egyik legfontosabb területe, amely a fizetőeszköz árfolyamának a kormányzat és/vagy a devizahatóság általi befolyásolását mutatja meg. Két véglete a rögzített és a rugalmas árfolyamrendszer, de számos köztes megoldást is ki lehet emelni.

*Rögzített (fix) árfolyamrendszer* esetén hivatalosan deklarálják a valuta árfolyamát egy adott valutához vagy valutakosárhoz (esetleg aranyhoz, lásd Bretton Woods-i rendszer) viszonyítva, majd annak előre megadott, rögzített értékét igyekeznek fenntartani különböző beavatkozások révén (pl. intervenció). Előnye az egyszerűsége, hátrányaként említhető

---

<sup>46</sup> Folyó fizetési műveletek terén szabad az átválthatóság, tőkeműveleteknél szabad a belföldiek vállalkozásalapítása és részesedésszerzése külföldön, a devizabelföldiek pedig kötelesek voltak hazautalni vagy hazahozni deviza-bevételeiket.

ugyanakkor a rögzített és az egyensúlyi árfolyam eltéréseiből fakadó beavatkozások folyamatos költsége.

*Rugalmas (lebegő) árfolyamrendszer* esetén a valuta árfolyamának alakulásába nincs beavatkozás, a piaci viszonyok (kereslet-kínálat) érvényesülnek. Előnye, hogy a nemzetgazdaságot a világgazdasági változásokhoz történő alkalmazkodásra kényszeríti, hátrányaként pedig az árfolyamok volatilitása említhető. Ilyen rendszerben az ország tulajdonképpen lemond az árfolyampolitikáról, mint gazdaságpolitikai eszközről.

- ☐ A világ országainak árfolyamrendszereit mutatja be az IMF éves jelentése:

35. <https://www.imf.org/external/pubs/nft/2013/areaers/ar2013.pdf>

A köztes megoldások egyik típusa az *intervenciós sávval kiegészített rögzített árfolyamrendszer*. Ebben az esetben a rögzített középárfolyamhoz képest egy intervenciós pontok által meghatározott sávban szabadon, a piaci viszonyoknak megfelelően mozoghat az árfolyam. Az eltérés mértékét a devizahatóság határozza meg, lehet  $\pm 15\%$ , de lehet akár szűkebb is (pl. az 1979-ben indult ERM esetén  $\pm 2,25\%$ ). Amennyiben az árfolyam eléri a sáv szélét, akkor avatkozik bele az állam annak alakulásába, jellemzően intervenciók segítségével. Problémát jelenthet ugyanakkor, hogy a hazai fizetőeszköz alulértékelttsége esetén a jegybanknak hazai fizetőeszközt kell vásárolnia, amely során korlátot jelent a saját devizatartaléka.

A rendszer egyik változatának is tekinthető a *csúszóan rögzített árfolyamrendszer*. Ebben az esetben a rögzített külső valutával szemben a devizahatóság által meghatározott árfolyamot időnként megváltoztatják a valuta leértékelésével, előre meghatározott (bejelentett) mértékben. Jellemzően a rendszer egy egyszeri nagyobb leértékeléssel kezdődik, aztán heti vagy havi mértékben határozzák meg a leértékelés ütemét. A leértékelés, és ütemének folyamatos csökkenése addig tart, amíg az árfolyam el nem éri az egyensúlyi szintet. Az intervenciós sáv szélessége általában szűk (pl.  $\pm 2,25\%$ ). Jellemzően egy ilyen rendszer célja a folyamatos leértékelés révén az exporttevékenység támogatása, és ezzel az ország versenyképességének növelése.

Köztes megoldás még az *irányítottan lebegtetett árfolyamrendszer*, amely esetén a hazai fizetőeszköz árfolyamának alakulását hosszútávon a piaci viszonyok határozzák meg, de rövidtávon a nagyobb mértékű le- vagy felértékelődést a jegybank egyedi és átmeneti devizapiaci intervencióval hárítja el.

Magyarországon a rendszerváltást követően az 1990-es évek elején több mint 20 alkalommal hajtottak végre leértékelést (pl. 1991 januárjában 15%-os, 1993 szeptemberében 4,5%-os mértékben). 1995. márc.

15-től csúszóan rögzített árfolyamrendszer volt érvényben, 9%-os egy-szeri és 1,9%-os havi leértékeléssel<sup>47</sup>. 2001. májusában először kiszé-lesztették az intervenciós sávot  $\pm 15\%$ -ra, majd októberben a rendszert megszüntették, bevezetve az intervenciós sávval kiegészített rögzített árfolyamrendszert (az euróval szemben meghatározott 276,1 Ft-os árfo-lyammal).

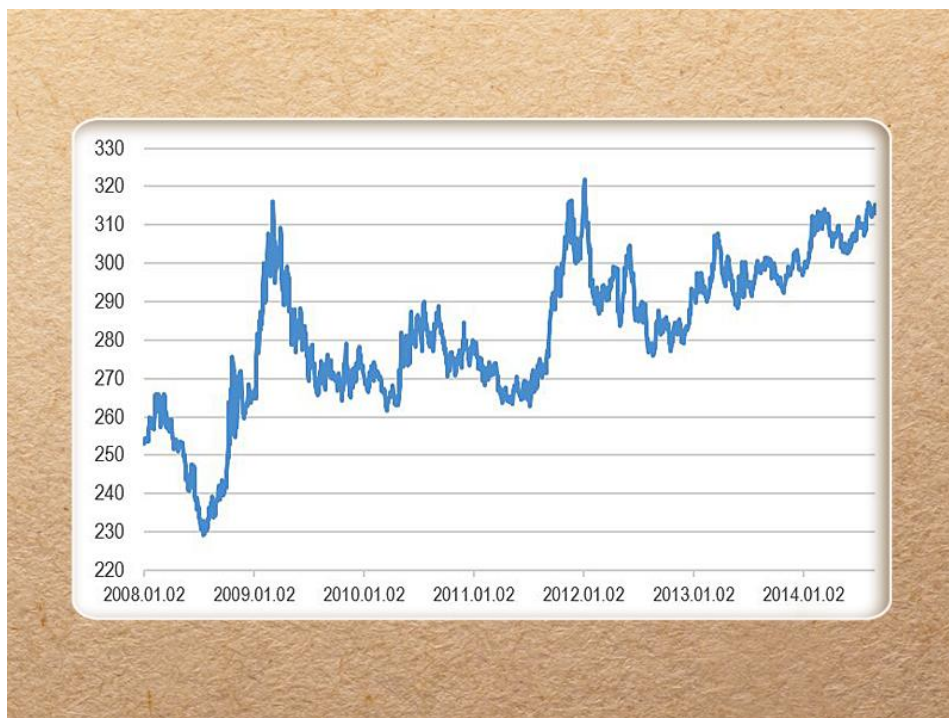


43. ábra: A forint helyzete az intervenciós sávban 2000-tól 2008. február 25-ig

forrás: saját szerkesztés MNB adatok alapján

Újabb változás 2008 tavaszán történt: február 26-tól a Monetáris Ta-nács a Kormánnyal egyetértésben – részben a monetáris politikában bekövetkezett változások miatt – megszüntette a forint ingadozási sávját, és életbe lépett a rugalmas árfolyamrendszer.

<sup>47</sup> A leértékelés üteme folyamatosan csökkent, 1995. június 2-től havi 1,3%-ra, majd folyamatosan egytized százalékponttal, a rendszer megszűnéséig.



44. ábra: A forint euróval szembeni árfolyamának alakulása 2008. február 26 és 2014. augusztus 29 között

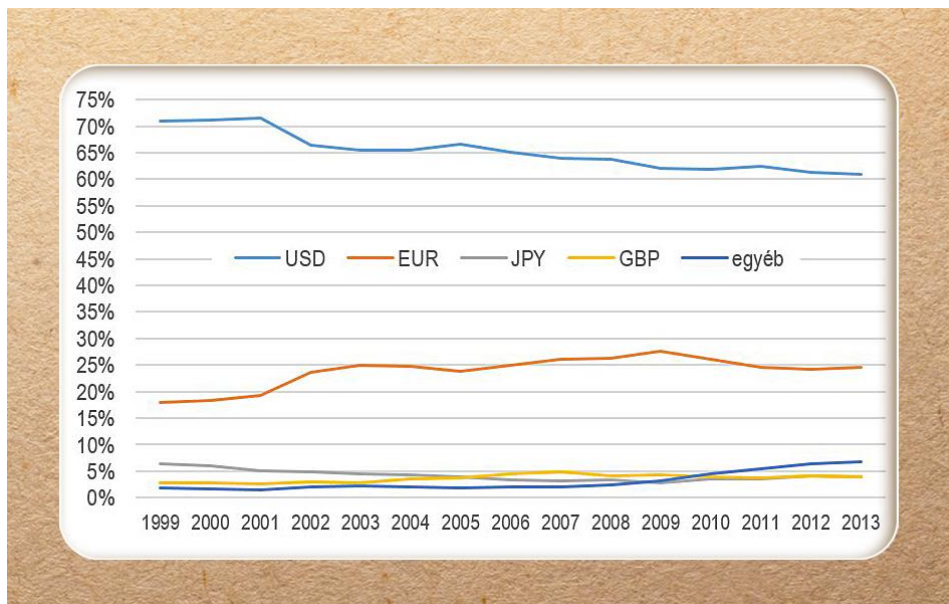
forrás: saját szerkesztés MNB adatok alapján

#### 11.2.4.3. Tartalékpolitika

A tartalék a jegybank azon likvid devizaeszközeit jelenti, amelyeket a monetáris hatóság fizetési problémák (államadósság-kezelés) esetén közvetlenül felhasználhat, illetve amelyek árfolyampolitikai célú devizapiaci intervencióinak fedezetét jelentik.

A devizatartalék menedzselése során a likviditás, a biztonság és a hozam szempontjainak kell megfelelni, azaz a jegybank minél kisebb kockázat mellett az (adott kockázat szintjén az) elérhető legmagasabb hozamszintet érje el. Éppen ezért a jegybankokat a világ legnagyobb és egyben legkonzervatívabb befektetői között tartják számon: míg az arany szerepe az elmúlt évtizedekben a tartalékezelésben visszaszorult (házánk esetében a rendszerváltáskori mintegy 60 tonnányi készlet mára 3 tonnára apadt), addig az értékpapírpiacon a legjobb hitelminősítésű devi-

za alapú papírokat keresik. A világ ismert<sup>48</sup> jegybanki tartalékainak devizális szerkezete tekintetében bár az USA dollár szerepe még mindig meghatározó, az aránya csökkent az elmúlt évtizedekben (1973-ban még több mint 80% volt.), ezzel együtt pedig erősödött az euró szerepe (a 1999-es bevezetésékor mért 18%-hoz képest jelenleg majd 25%).



45. ábra: A világ ismert valutatartalékainak összetétele 1999 és 2013 között

forrás: saját szerkesztés IMF adatok alapján

A tartalékpolitika egyik kulcskérdése az optimális tartalékszint meghatározása. Jellemzően két szabályt lehet kiemelni:

- egy *hüvelykujj-szabály* szerint a devizatartaléknak háromhavi (esetleg féléves) importot kell fedeznie (hazánk esetében a 2013-as éves import értéke 73,5 milliárd euró volt, így kb. 18 milliárd euró);
- egy másik, a 2008-as válságot követően középpontba került, likviditási válságot szimuláló szabály a *Guidotti-Greenspan szabály*, amely szerint elégséges egy ország devizatartaléka, ha meghaladja az egy éven belül lejáró külföldi adósságot (hazánk eseté-

<sup>48</sup> Az országok csak tartalékaik egy részének devizális összetételét jelentik az IMF-nek, ez megközelítőleg a tartalékok 78 százalékát jelentette 1998-ban, ami (az előzetes adatok szerint) 53 százalékra csökkent 2013-ban.

ben ez 2013 végén 6.110 milliárd forint, azaz az optimális szint kb. 20 milliárd euró).

A hazai jegybanki tartalék az elmúlt néhány évben a korábbiakhoz képest magasabb volt: a tartalékok a korábbi évek 10-17 milliárd eurós szintjéről azt követően nőttek 30 milliárd euró fölé, hogy a válság nyomán a Nemzetközi Valutaalaptól 2008 végén felvett kölcsön egy részét a jegybank a devizatartalékok közé sorolta. A kölcsön felvételének az államadósság finanszírozásban bekövetkezett piaci zavarok mellett a tartalékok akkori, elégtelen szintje (kb. 18 milliárd euró) volt az oka.



46. ábra: A hazai devizatartalék nagyságának alakulása 1998 és 2013 között (millió euró)

forrás: saját szerkesztés MNB adatok alapján

#### 11.2.4.4. Fizetésimérleg és nemzetközi hitelpolitika

A fizetési mérleg politika célja a fizetések hosszú távú egyensúlyának, esetleg aktív egyenlegének kialakítása, az azt célzó intézkedések biztosítása. Középpontjában jellemzően a passzív részmérleggel kapcsolatos adminisztratív és ösztönző eszközök állnak.

A nemzetközi hitelpolitika a hitelfelvételt meghatározó tőke mozgások fokozását vagy korlátozását jelenti, így szorosan összefügg a fizetési mérleg helyzetével.

### 11.3 ÖSSZEFOGLALÁS, KÉRDÉSEK

#### 11.3.1 Összefoglalás

A gazdaságpolitika fogalma nehezen meghatározható, működése pedig a „bűvös négyszög” elemein keresztül értelmezve egy komplex eszközrendszer alkalmazását igényli a kitűzött célok összességének elérése érdekében. A gazdaságpolitika funkcionális elemeként értelmezett *pénzügyi politika* három területét – a költségvetési (fiskális) politika, monetáris politika, illetve és a devizapolitika – emeltük ki, közülük részletesebben a devizapolitikával foglalkoztunk. A következő leckében bővebben tárgyalt fiskális politika létét az állam gazdasági szerepvállalásának négy funkcióján, a szabályozáson, az allokáción, a redisztribúción és a stabilizáción keresztül értelmezhetjük. A devizapolitika működését öt nagy területre bonthatjuk, melyek közül a pénzforgalmi politikát, az árfolyam politikát és a tartalékpolitikát vizsgáltuk kiemelten.

#### 11.3.2 Önellenőrző kérdések

1. Értelmezze a gazdaságpolitikában a „bűvös négyszög” fogalmát és elemeit!
2. Határozza meg a pénzügyi politika fogalmát és röviden jellemezze a részterületeit!
3. Jellemezze az állam gazdaságpolitikai funkcióit!
4. Mutassa be és jellemezze a monetáris politika célrendszerét!
5. Jellemezze a kötött és a szabad devizagazdálkodást!
6. Mutassa be a fix és a rugalmas árfolyamrendszer jellemzőit!
7. Jellemezze a fix és a rugalmas árfolyamrendszer közötti köztes árfolyamrendszereket!
8. Jellemezze a tartalékpolitikát és a tartalékok nagyságára vonatkozó szabályokat!

#### 11.3.3 Gyakorló tesztek

Melyik nem eleme a gazdaságpolitikában a „bűvös négyszög” fogalmának?

- belső egyensúly



- foglalkoztatás növelése
- árstabilitás

Melyik nem a pénzügyi politika része?

- fiskális politika
- foglalkoztatáspolitikai
- monetáris politika

Az állam gazdaságpolitika melyik funkciói közé tartozik a közössé-  
gileg fogyasztható, kollektív javak nyújtása?

- allokáció
- redisztribúció
- stabilizáció

Az gazdaságpolitika melyik állami funkciói közé tartozik a piac mű-  
ködése során kialakult jövedelem eloszlás korrigálása, az egyenletlensé-  
gek kiigazítása?

- allokáció
- redisztribúció
- stabilizáció

Az árstabilitás elérése a monetáris politika célrendszerében az  
alábbi szinthez tartozik:

- operatív célkitűzés
- végső célkitűzés
- közbülső célkitűzés

Melyik nem jellemzője a kötött devizagazdálkodásnak?

- nincs árfolyamkockázat és spekulációs veszély
- a devizahatóság csak piacokonform eszközök használatával avat-  
kozhat be a folyamatokba
- elriasztja a külföldi befektetőket

Szabad devizagazdálkodás esetén a devizapiac nem működik, a  
devizahatóság az ország külföldi fizetőeszközének egyetlen legális átvál-  
tója.

- igaz
- hamis

Lebegő árfolyamrendszer esetén a valuta árfolyama a rögzített középárfolyamhoz képest egy intervenciós pontok által meghatározott sávban szabadon, a piaci viszonyoknak megfelelően mozoghat.

- igaz
- hamis

Magyarországon 1995. márc. 15-től 2001 októberéig az alábbi típusú árfolyamrendszer volt érvényben:

- csúszóan rögzített árfolyamrendszer
- irányítottan lebegtetett árfolyamrendszer
- rugalmas árfolyamrendszer

A Guidotti-Greenspan szabály szerint akkor elégséges egy ország devizatartaléka, ha

- meghaladja az államháztartás tervezett éves deficitjének mértékét
- meghaladja az egy éven belül lejáró külföldi adósságot
- meghaladja az külkereskedelmi mérleg előző éves deficitjének mértékét

### **Próbavizsga**

A Guidotti-Greenspan szabály szerint akkor elégséges egy ország devizatartaléka, ha meghaladja az külkereskedelmi mérleg előző éves deficitjének mértékét.

- igaz
- hamis

A szabad devizagazdálkodás két fő jellemzője, hogy a devizahatóság csak piackonform eszközök használatával avatkozhat be a folyamatokba, és ezzel együtt nincs árfolyamkockázat és spekulációs veszély.

- igaz
- hamis

### **Záróvizsga A**

A pénzügyi politika melyik részterületére igaz, hogy a gazdaság szereplőinek magatartására a kormányzati bevételeken és kiadásokon keresztül kíván hatni?

- fiskális politika
- devizapolitika
- monetáris politika

Kötött devizagazdálkodás esetén a devizapiac nem működik, a devizahatóság az ország külföldi fizetőeszközének egyetlen legális átváltója.

- igaz
- hamis

### **Záróvizsga B**

A konvertibilitás foka azt mutatja meg, hogy

- az adott ország tartalékainak nagysága elégséges e
- a nemzeti fizetőeszközt mennyire könnyen lehet külföldi pénzekre átváltani
- mennyi hitelt vehet fel egy ország az IMF-től

A gazdaságpolitika négy fő célja azért alkot „bűvös négyszög”, mert ha gazdaságpolitikai eszközzel három célt pozitív irányba lehet befolyásolni, akkor a negyedik is automatikusan kedvező módon változik.

- igaz
- hamis

## 12. KÖZPÉNZÜGYI ALAPOK

### 12.1 CÉLKITŰZÉSEK ÉS KOMPETENCIÁK

A közpénzügyek a gazdaságpolitika egyik legrégebb és talán a leginkább vizsgált területe. Az állami bevételek és kiadások alakulása és szerkezete folyamatosan változott az elmúlt évszázadokban. A gazdaság szereplői adókat jellemzően nem szeretnek fizetni, ugyanakkor bizonyos közösségi funkciók állam által történő biztosítását – lásd oktatás, egészségügy, vagy úthálózat fenntartása – mégis természetesnek veszik. Sok állam bevételeihez mérten többet költve adósságot halmoz fel, amelynek finanszírozása piaci körülményektől függően nem mindig egyszerű, teljes visszafizetése pedig néhány esetben erősen kérdéses.

A lecke célja az államháztartás alrendszerének, és azok esetleges további alegységeinek a bemutatása. A hallgató ismerje meg azok működésének jellemzőit, kiemelve a központi költségvetést, illetve elfogadásának folyamatát és tervezésének technikáit. Képes legyen bemutatni az államháztartás bevételeinek és kiadásainak főbb csoportjait, az államháztartás egyenlegének mérését szolgáló fő mutatókat, az éves hiány finanszírozásának technikáit. Tudja értelmezni az államadósság fogalmát, illetve ismerje annak alakulására vonatkozó hazai és uniós szabályokat.



47. ábra: Államháztartási alapok lecke struktúrája

forrás: saját szerkesztés

## 12.2 TANANYAG

### 12.2.1 Az államháztartás rendszere

Az államháztartás tág megfogalmazásban az állam funkcióinak feladatok szerinti ellátását és annak finanszírozását szolgáló gazdálkodási rendszer. Országokként eltérően különböző alrendszerekre bontható, amelyek között megoszlanak a feladatok és az eszközök.

A magyar államháztartást az államháztartásról szóló 2011. évi CXCV. törvény (továbbiakban Áht.) alapján két nagy alrendszere bonthatjuk: önkormányzati alrendszerre és központi alrendszerre, az utóbbit pedig továbbbontva három szintre tulajdonképpen négy nagyobb egységről beszélhetünk:

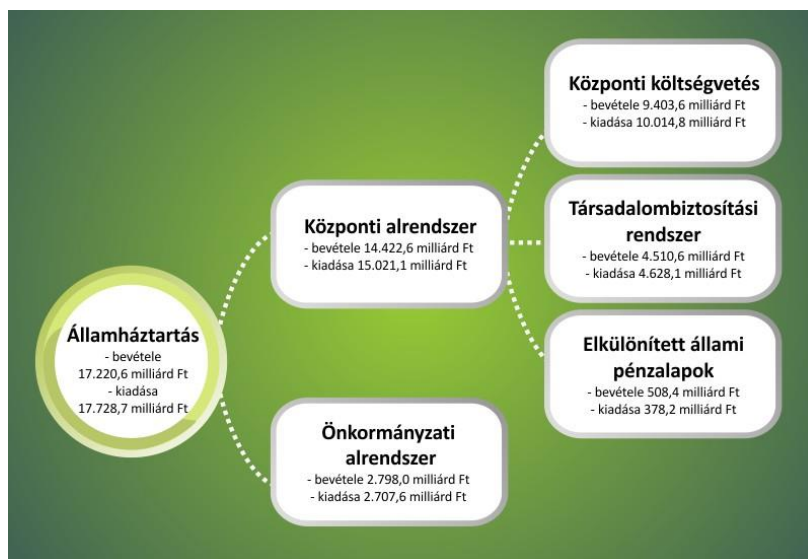
- önkormányzati alrendszer;
- a központi költségvetés;
- a társadalombiztosítási rendszer;
- az elkülönített állami pénzalapok.

Az **önkormányzati alrendszer** az állam helyi szintjének működését biztosítva a helyi önkormányzatokat, a nemzetiségi önkormányzatokat és a társulásokat (pl. körjegyzőség) illetve a térségi fejlesztési tanácsokat foglalja magában. A törvényben meghatározott kötelező és önként vállalt feladatokat önálló gazdálkodás mellett látják el, részben saját bevételek (pl. helyi iparüzési adó, idegenforgalmi adó stb.), részben pedig államháztartáson belülről származó bevételek (átengedett központi bevételek, állami hozzájárulások, támogatások) terhére.

A **társadalombiztosítási rendszer**, ami a társadalom közös kockázatvállaláson alapuló kötelező biztosítási rendszere, kettébontva nyugdíjbiztosításra és egészségbiztosításra. A Nyugdíjbiztosítási Alap révén történik a nyugdíjellátások, az Egészségbiztosítási Alap révén pedig az egészségbiztosítás pénzbeli ellátásainak (pl. táppénz), illetve az egészségbiztosítás természetben nyújtott ellátásainak (pl. gyógyszer ártámogatás) kifizetése, a munkaadók és a munkavállalók által fizetett járulékok és hozzájárulások terhére.

Az **elkülönített állami pénzalapok** az állam egyes feladatait látják el költségvetési támogatások és nagyrészt államháztartáson kívüli források felhasználásával. Az 1990-es években erőteljesen csökkent a számuk, jelenleg hat elkülönített alap létezik. Közülük a legjelentősebbek a foglalkoztatás elősegítő és az álláskeresőket ellátó Nemzeti Foglalkoztatási Alap (korábban Munkaerőpiaci Alap) és az innovációkat ösztönző-támogató Kutatási és technológiai Innovációs Alap.

A **központi költségvetés** az államháztartás legnagyobb részét adja, és egyfajta „főköltségvetésként” finanszírozza az államháztartás többi részét is. A központi költségvetés a kormányzati hatáskörben ellátott állami feladatok finanszírozására szolgáló előirányzatok naptári évre szóló, bevételeket és kiadásokat tartalmazó, törvénybe foglalt pénzügyi terve, amelynek célja a költségvetési gazdálkodás adott időszakban történő kereteinek a meghatározása.



48. ábra: A magyar államháztartás rendszere és néhány jellemző adata 2012-ben<sup>49</sup>

forrás: saját szerkesztés Magyarország Kormány adatai alapján

Az államháztartás központi alrendszerének költségvetését az Országgyűlés a törvény<sup>50</sup> elfogadásával állapítja meg, míg az önkormányzat alrendszer tagjai maguk határozzák meg a költségvetéseiket. A központi költségvetés fejezetekre tagozódik, amelyek a tervezés, végrehajtás és beszámolás szempontjából önállóan felügyelt, irányított szervek és előirányzatok összességét tartalmazzák (pl. Országgyűlés, Alkotmánybíróság, vagy az egyes minisztériumok fejezetei). A költségvetési fejezetek tovább bonthatóak alegységekre (címekre, alcímekre). A feladatok ellátása költségvetési szerveken keresztül.

<sup>49</sup> Az Állami Számvevőszék 2013. évi zárszámadásról szóló jelentésében frissebb adatok teljes körűen nem voltak elérhetőek.

<sup>50</sup> pl. 2013. évi CCXXX. törvény Magyarország 2014. évi központi költségvetéséről.

A tárgyévi központi költségvetés tervezése a megelőző év tavaszán kezdődik. A gazdaság- és pénzügypolitika fő irányainak meghatározását követően a részletes tervezés tervezési köriratban meghatározott módon veszi kezdetét, majd azt a Kormány terjeszti az Országgyűlés elé szeptember végéig. A költségvetés tervezésének többféle módszere is ismert:

- a *bázisalapú tervezés* a meglévő költségvetés szerkezetére építve (és azt konzerválva) az előző év előirányzataira épít, esetleg azokat korrigálja pl. a fogyasztói árindexszel;
- a *nullbázisú tervezés* során a költségvetés kiadási oldalát a feladatok felől közelítve, a múltat figyelembe nem véve (a „nulláról”) kell felépíteni;
- a *programozási költségvetés rendszer* (Planning, programming and budgeting system, PPBS) többszakaszos technika: első szakaszban az átfogó, hosszú távú célokat kell meghatározni, a második szakaszban azokat programokba kell sorolni, majd a harmadik szakaszban a programokhoz előirányzatokat rendelnek felelősökkel együtt.

Előterjesztést követően a tervezet tárgyalását az Országgyűlés költségvetési ügyekkel foglalkozó bizottsága készíti elő, majd az Országgyűlés két szakaszban, általános és részletes vitát (és esetleges módosításokat) követően elfogadja a költségvetést. A bevételek és kiadások időbeli megfeleltetése a költségvetés finanszírozásának tervezésével történik a tárgy évet megelőző évben, majd a tárgy évben történik a központi költségvetésről szóló törvény végrehajtása révén a gazdálkodás. A terv végrehajtásának ellenőrzését szolgálja a tárgy évet követő évben a gazdálkodás tényadatait tartalmazó zárszámadás.

### 12.2.2 Az államháztartás bevételei

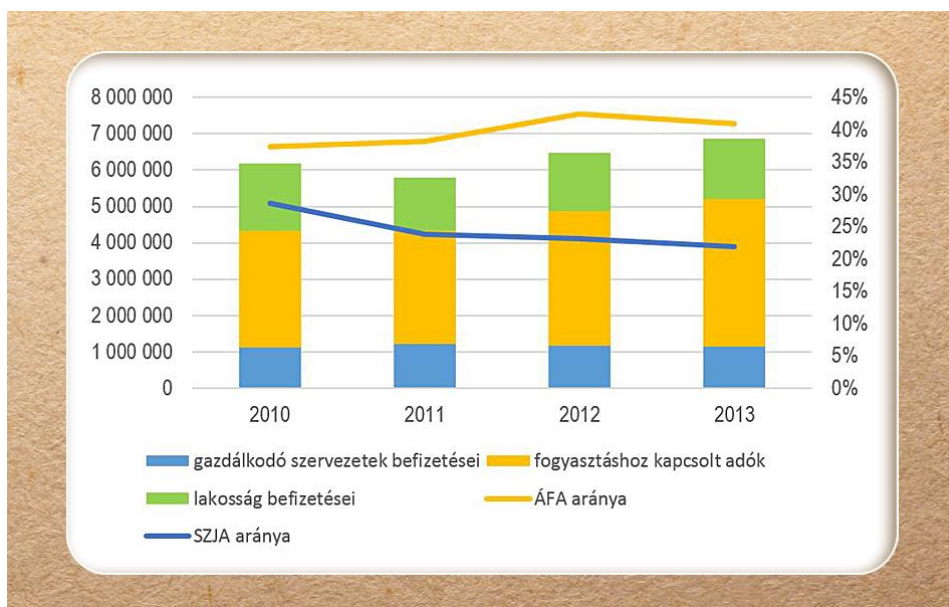
Az államháztartás bevételeinek célja az állam által ellátott közfeladatok, kiadások finanszírozása, de azok áttételesen gazdaságpolitikai és társadalompolitikai célokat is megvalósíthatnak. A bevételek sokféleképpen lehet csoportosítani, egy lehetséges osztályozás szerint az alábbi csoportokat különböztetjük meg:

- adók és adójellegű bevételek;
- az állami tevékenységhez és részben költségeihez kapcsolódó bevételek;
- az állam tulajdonában levő vagyon hasznosításából, értékesítésből, valamint a koncessziókból származó bevételek;
- költségvetési szervek működési és vállalkozási tevékenységéből származó bevételek;

- az Európai Unióból származó visszatérítés, támogatás;
- hitelfelvétel;
- egyéb bevételek (adományok, segélyek).

Az *adók és adójellegű bevételek* az állami feladatok finanszírozásának klasszikus forrásai, fejlett gazdaságokban az állami bevételek legfontosabb forrását jelentik. Az adó a különböző gazdasági szereplők, az állam által kikényszerített, közvetlen ellenszolgáltatás nélküli, visszatérő, ismétlődő fizetési kötelezettsége. Teherviselésük (kit terhel ténylegesen az adó) alapján az adó lehet:

- közvetlen (direkt) adók, amelyek valamely gazdasági tevékenységhez, annak pénzügyi eredményéhez vagy a lakossági jövedelmekhez kapcsolódnak (pl. személyi jövedelemadó, azaz SZJA, illetve társasági adó);
- közvetett (indirekt) adók, amelyek termékekhez, szolgáltatásokhoz kapcsolódva – az adóalany általa befizetett adót áthárítva a vevőre – azok árát és díját terhelik meg (pl. általános forgalmi adó, azaz ÁFA).



49. ábra: A központi költségvetés adó- és adójellegű bevételeinek (bal tengely, millió forint), valamint az ÁFA és SZJA arányának alakulása (jobb tengely, %)

forrás: saját szerkesztés KSH adatok alapján



Az elmúlt években nőtt a közvetett adók, főként az áfa és a jövedéki vagy fogyasztási és regisztrációs adók aránya, és visszaszorult a jövedelmeket terhelő adók részesedése (társasági adó, személyi jövedelemadó).

Az állami tevékenységhez és részben költségeihez kapcsolódó bevételek közül kiemelhetjük a díjakat és az illetékeket:

- az illeték általában eseti jelleggel igénybevett állami szolgáltatás ellenértéke (pl. vagyonátruházási, okirati és eljárásai illeték)
- a díj pedig meghatározott szolgáltatásért fizetett ellenérték (pl. vámkezelési díj)

Az állam tulajdonában levő vagyon hasznosításából származó bevétel lehet bérleti díj, vagy akár osztalék (a MOL Nyrt. 24,74 százalékos állami részvénycsomagja után 2014-ben 15,2 milliárd forint osztalékbevétele telt szert az állam), de ide soroljuk a vagyon értékesítéséből származó bevételeket is (pl. az állami tulajdonú vállalkozások értékesítéséből származó privatizációs bevétel).

### 12.2.3 Az államháztartás kiadásai

Az államháztartás kiadásai termékek és szolgáltatások megvásárlásból, közvetlen pénzbeli támogatások és bérköltségek kifizetéséből, és államadósság után fizetendő kamatokból áll. A kiadásokat több szempont alapján is lehet csoportosítani.

*Közgazdasági osztályozás* szerint léteznek:

- folyó kiadások és támogatások, illetve ezen belül:
  - közszolgáltatások kiadásai (keresetek, járulékok, dologi kiadások),
  - támogatások és működési célú pénzáadások (pl. háztartásoknak nyújtott transzferek),
  - kamatkidadások;
- tőkejellegű kiadások és támogatások (beruházások, felújítások költségei és a felhalmozási célú pénzáadások);
- kölcsönök nyújtása (pl. állami vállalatoknak).

*A funkcionális besorolás* szerint pedig léteznek:

- állami működési funkciókhoz kapcsolt kiadások (pl. közigazgatás, rendvédelem, általános közszolgáltatások);
- jóléti funkciókhoz kapcsolt kiadások (pl. társadalombiztosítási és szociális transzferek adják);
- gazdasági funkciókhoz kapcsolt kiadások (pl. a közlekedéssel, mezőgazdasággal kapcsolatos gazdasági tevékenységek); illetve
- államadósság-kezelés kiadásai.

**Az államháztartás konszolidált kiadási szerkezete funkcionális bontásban**  
(Pénzforgalmi szemléletben, százalékos megoszlás)

	2010	2011	2012	2013
Állami működés	15,3	19,1	15,1	16,8
ebből: Általános közszolgáltatás	9,8	13,9	9,6	11,6
Jóléti funkciók	61,5	57,6	58,9	56,7
ebből: Oktatás	11,6	10,8	10,3	10,2
ebből: Egészségügy	9,1	8,8	8,6	8,7
ebből: Társadalombiztosítási és jóléti szolgáltatások	34,6	32,3	33,9	31,9
Gazdasági funkciók	14,3	13,1	15,5	17,5
Államadósság-kezelés	8,5	7,7	8,7	8,6
Funkcióba nem sorolható tételek	0,5	2,5	1,8	0,4
Összesen	100,0	100,0	100,0	100,0

6. táblázat: Az államháztartás konszolidált kiadási szerkezete funkcionális bontásban

forrás: Állami Számvevőszék, 2014, 41. o

#### 12.2.4 Az államháztartás egyenlege és az államadósság

Az államháztartás mérlege egy pénzforgalmi szemléletű kimutatás: egyenlege, mint a bevételek és a kiadások különbözete az államháztartás teljes finanszírozási igényét mutatja meg. Számítása során az egyes alrendszerek egyenlegét kell figyelembe venni, kiszűrve az alrendszerek egymás közötti esetleges tartozásait is.

- ☐ „Az Országgyűlés az államháztartás központi alrendszerének 2014. évi bevételi főösszegét 15 983 668,7 millió forintban, kiadási főösszegét 16 968 306,1 millió forintban, hiányát 984 637,4 millió forintban állapítja meg.”<sup>51</sup>

##### 12.2.4.1. Az államháztartás egyenlegének mérése

Az egyenleg mérése sokféle mutató segítségével történhet, és pénzforgalmi szemléletű mutatók mellett léteznek (üzleti szektorra jellemző) eredményszemléletű mutatók is:

- *pénzforgalmi szemlélet* esetén az ügyleteket a tényleges fizetés időpontjában kell figyelembe venni, és csak a pénzben végzett tranzakciókat rögzíti;

<sup>51</sup> 2013. évi CCXXX. törvény Magyarország 2014. évi központi költségvetéséről.

- *eredményszemlélet* esetén minden tranzakciót figyelembe kell venni abban az időpontban, amikor gazdasági értéket állítanak elő, átalakítanak, vagy ilyen érték megsemmisül (pl. a 2013. decemberi fogyasztás után 2014. januárban befizetett ÁFA-t 2013-as bevételként kell elkönyvelni).

Az államháztartás egyenlegének mérésére szolgáló mutatók főbb típusai:

- *teljes egyenleg*, amely a pénzforgalmi szemléletben nyilvántartott összes bevétel és kiadás egyenlege;
- *elsődleges egyenleg*, amely a kamatteher nélküli kiadások és hitelfelvétel illetve privatizációs bevétel nélküli bevételek különbsége (megmutatja, mennyi lenne a költségvetés egyenlege, ha nem lenne államadósság);
- *GFS-egyenleg*<sup>52</sup>, amely a teljes bevételből és kiadásból figyelmen kívül hagyja a finanszírozási műveletekkel kapcsolatos tranzakciókat (hitelfelvétel, adósságtörlesztés, kamatkiadás) megmutatván az államháztartás nettó adósságpozíciójának változását (további változatban számítható privatizációs bevételek nélkül is);
- *operacionális egyenleg* a kamatkiadásokat tisztítja az inflációtól, kiszűrve utóbbi hatásait (így az infláció erős szórása esetén könnyebben összehasonlítható több ország egyenlege);
- *ESA'95 szerinti egyenleg*<sup>53</sup>, amely mint eredményszemléletű mutató nem tartalmaz finanszírozási jellegű tételeket, és privatizációs bevételeket, illetve magában foglalja a függő jövőbeni kötelezettségeket és kvázi fiskális tevékenységeket<sup>54</sup>.

Utóbbi mutatót azért célszerű kiemelni, mert jobban tükrözi a fiskális helyzet és a makrogazdasági folyamatok közötti kapcsolatot, illetve ez felel meg az Európai Unió előírásainak.

#### 12.2.4.2. Az államháztartás deficitjének finanszírozása

Ha az egyenleg deficitet mutat, akkor a hiány kétféle módon lehet finanszírozni:

<sup>52</sup> A Nemzetközi Valutaalap által kidolgozott, Government Financial Statistics rendszer szerinti egyenleg.

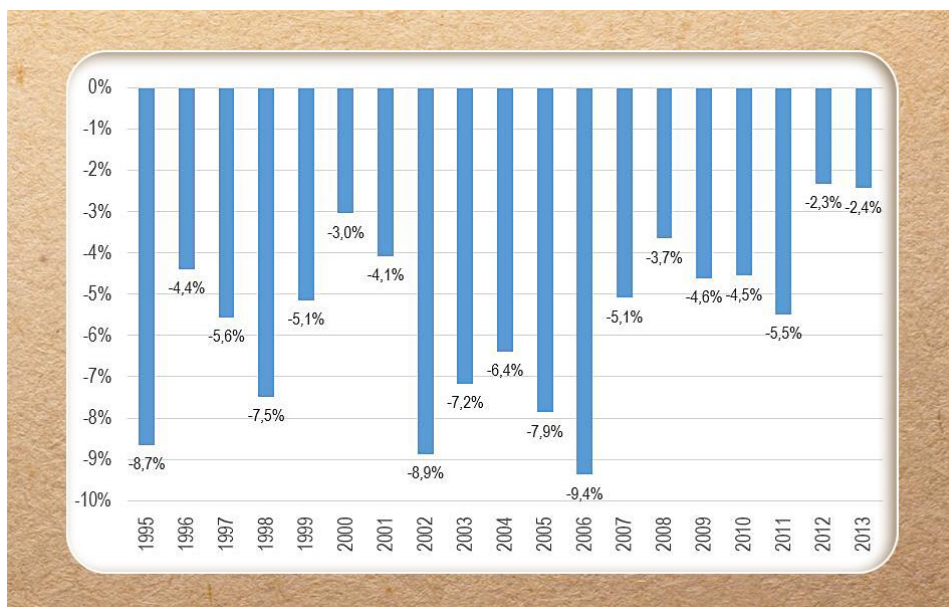
<sup>53</sup> A Nemzeti és Regionális Számlák Európai Rendszerének (European System of Accounts) megfelelő egyenleg.

<sup>54</sup> Olyan kormányzati funkciókat ellátó gazdálkodó szervezetek (jellemzően állami vállalatok) tevékenységei, amelyek forrásainak legalább 50%-a költségvetésből származik. (pl. Magyar Fejlesztési Bank Zrt.).

- *hiány monetizálása*, azaz valamilyen pénzteremtő bankművelet eredményeként a hiányfinanszírozás mértékével nő a belföldi pénzmenyiség; illetve
- *tőkepiaci finanszírozás*, azaz a hiányt a kormányzat különböző futamidejű, hazai vagy külföldi valutában denominált adósságlevél (állampapírok) kibocsátásával és egyéb hitelfelvétellel finanszírozza.

A hiány monetizálása esetén inflációs hatással lehet számolni, ha a hiány finanszírozására teremtett pénz mennyisége meghaladja a pénzkeresletet. Fejlett országokban ugyanakkor ma már a monetáris függetlenség egyik tényezőjeként tilos az államháztartás közvetlen jegybanki finanszírozása.

Tőkepiaci finanszírozás esetén a hiányt piaci módon és feltételekkel belföldön forgalomba hozott forint alapú állampapírok és külföldön kibocsátott deviza alapú kötvények és hitelek kibocsátásával (felvállalva az esetleges árfolyamkockázatot is) finanszírozza a kormányzat.



50. ábra: Az államháztartás GDP arányos egyenlegének alakulása 1995-2013 között<sup>55</sup>

forrás: saját szerkesztés KSH adatai alapján

<sup>55</sup> A nemzeti számlákra vonatkozó, 2014. szeptemberétől hatályos új módszertani előírásoknak (ESA2010) megfelelő statisztikák alapján.

Magyarországon az Államadósság Kezelő Központ Zrt. (ÁKK) alapvető tevékenysége, hogy az éves költségvetési törvény alapján gondoskodik

- a központi költségvetés fizetőképességének fenntartásáról;
- az államadósság, valamint az állam átmenetileg szabad pénzeszközeinek kezeléséről; illetve
- nyilvántartja a központi költségvetést terhelő adósságot.

Az ÁKK a finanszírozási műveleteit az évente felülvizsgálásra kerülő adósságkezelési stratégia alapján tervezi meg és bonyolítja le. Számára a költségvetés finanszírozási szükséglete a gazdaságpolitika által meghatározott külső adottság, feladata pedig az, hogy a költségvetés finanszírozási szükségletét hosszú távon minimális költséggel, elfogadható kockázatok vállalása mellett finanszírozza.

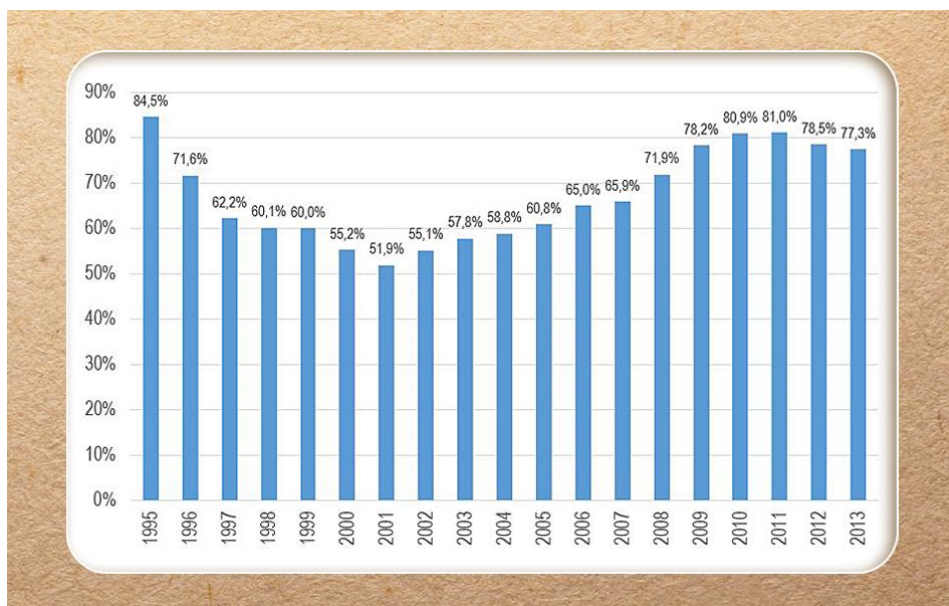
#### 12.2.4.3. Az államadósság

Az államadósság az államháztartás hiányának finanszírozására kibocsátott adósságelemeknek az évek során felhalmozódott állománya, más megközelítésben egy adott országban a helyi önkormányzatok valamint a szövetségi és a központi kormány adósságainak a konszolidált összege. A múltban hozott eladósodási döntés tehát hatással van a jelenre és a jövőre is: az adósságot vissza kell fizetni, és arra annak fenn álltáig kamatokat kell fizetni, ráadásul folyamatosan gondoskodni kell a lejáró adósságelemek (akár újabb állampapírok útján történő) finanszírozásáról.

Az állam adósságának Czeti – Hoffmann, 2006 alapján több szintjét lehet megkülönböztetni:

- az államadósság legszűkebb szintje a központi költségvetés és az önkormányzatok adóssága;
- közgazdasági szempontból részét képezheti bizonyos állami tulajdonú kvázifiskális tevékenységet folytató vállalatok adóssága is (pl. MTV);
- részét képezheti az államháztartás nem részeként működő, de bizonyos állami tulajdonú kvázifiskális tevékenységet folytató vállalatok adóssága is (pl. MÁV, BKV, amelyek adósságát az állam időről időre magára vállalja);
- az állam implicit jövőbeli kötelezettségének a legnehezebben számszerűsíthető részét az állami nyugdíjrendszer jelenti, amely jövőbeni kiadásait szintén akár az államadósság részének tekinthetjük.

Az államháztartás bruttó, konszolidált, névértéken számításba vett (maastrichti) adóssága mellett számon tartják a nettó adósságot is: ez utóbbi tartalmazza az államháztartás konszolidált pénzügyi eszközeit is, azaz az országnak a követelések és tartalékok összegével csökkentett adóssága.



51. ábra: Az államháztartás GDP arányos bruttó adósságának alakulása 1995-2013 között

forrás: saját szerkesztés KSH adatai alapján

Az államadósság alakulását és annak jövőbeni tervezését hazai és uniós szabályok is befolyásolják. Az Alaptörvényben foglalt adósságszabály szerint a GDP-arányos államadósságot minden évben csökkenteni kell az 50 %-os cél eléréséig, amit a Stabilitási törvény egy adósságképlettel egészít ki: az államadósság forintban számított tervezett értékét úgy kell meghatározni, hogy annak az előző évhez viszonyított növekedési üteme nem haladhatja meg a költségvetésről szóló törvényben meghatározott, a költségvetési évre várható infláció és a bruttó hazai termék várható reálnövekedési üteme felének különbségét<sup>56</sup>.

<sup>56</sup> Az adósságképlet 2016-ban történő életbe lépéséig a Stabilitási törvény egy átmeneti hiányszabályt alkalmaz, ami szerint 2015-ig az államháztartás hiánya nem haladhatja meg a GDP 3 %-át.

Unió szinten pedig két szabályt lehet kiemelni:

- a maastrichti kritériumok egyik elemeként a GDP-arányos államadósság nem haladhatja meg a 60 %-os küszöbértéket, illetve magasabb adósságráta esetén csökkenő trendet kell követnie;
- az adósságráta változására pedig az úgynevezett „egyhuszados” szabály vonatkozik: az államadósságot évente legalább a tényleges adósságszint és a 60 százalékos államadósság-küszöb közötti különbség egyhuszad részével kell csökkenteni, három év átlagában teljesítve (bizonyos feltételekkel azonban a tagállam mentesül az eljárás alól).

Az uniós statisztikák megbízhatósága érdekében, az EU túlzott hiány eljárása (Excessive Deficit Procedure, EDP) keretében a tagországok évente kétszer, április és október elsejéig adatszolgáltatásban jelentik a kormányzati szektor hiányának és adósságának alakulására vonatkozó adatokat (EDP Jelentés).

☐ KSH EDP Jelentései:

36. [http://www.ksh.hu/edp\\_jelentes](http://www.ksh.hu/edp_jelentes)

## 12.3 ÖSSZEFOGLALÁS, KÉRDÉSEK

### 12.3.1 Összefoglalás

Az államháztartás működését két alrendszerre, illetve összesen négy nagyobb egységre bonthatjuk, melyek közül a központi költségvetés a legjelentősebb. Működésének folyamata jellemzően a megelőző év tavaszán a tervezéssel kezdődik, és az adott évet követően ősszel a zárszámadással végződik. Az államháztartás bevételeit hét nagy csoportra bonthatjuk, melyek közül az adóbevételek – és azon belül a hazai költségvetés tekintetében kiemelten az ÁFA és a SZJA – a legjelentősebbek. Az éves hiány finanszírozása fejlett országok körében tőkepiaci alapon történik, és mind az éves hiány (lásd korábban túlzott hiány eljárás), mind pedig az államadósság alakulását ma már az uniós szabályok mellett hazai előírások is befolyásolják.

### 12.3.2 Önellenőrző kérdések

1. Mutassa be és jellemezze az államháztartás alrendszereit és annak egységeit!
2. Jellemezze a költségvetés tervezésének módszereit!
3. Csoportosítsa az államháztartás bevételeit!
4. Jellemezze az adókat és adójellegű bevételeket!

5. Csoportosítsa az államháztartás kiadásait közgazdasági osztályozás alapján!
6. Csoportosítsa az államháztartás kiadásait funkcionális besorolás alapján!
7. Jellemezze a költségvetési hiány mérésére szolgáló mutatók főbb típusai!
8. Jellemezze az államháztartás deficitjének finanszírozása két fő módját!
9. Értelmezze az államadósság fogalmát!
10. Mutassa be az államadósság alakulását befolyásoló hazai és uniós szabályokat!

### 12.3.3 Gyakorló tesztek

Melyik nem tartozik az államháztartás alrendszerei közé?

- az önkormányzati alrendszer
- a központi alrendszer
- a társadalombiztosítási alrendszer

A központi alrendszer melyik egységére igaz, hogy a társadalom közös kockázatvállaláson alapuló kötelező biztosítási rendszere?

- a központi költségvetés
- a társadalombiztosítási rendszer
- az elkülönített állami pénzalapok

A társadalombiztosítási rendszer alapjai közül a legjelentősebbek a Nyugdíjbiztosítási Alap és a Nemzeti Foglalkoztatási Alap.

- igaz
- hamis

Melyik nem elkülönített állami pénzalap?

- a Nemzeti Foglalkoztatási Alap
- az Egészségbiztosítási Alap
- a Kutatási és technológiai Innovációs Alap

Melyik költségvetés tervezési módszere igaz, hogy a meglévő költségvetés szerkezetére építve az előző év előirányzataira épít?

- bázisalapú tervezés



- nullbázisú tervezés
- programozási költségvetés rendszer

Melyik nem tartozik a direkt típusú adók közé?

- SZJA
- társasági adó
- ÁFA

A közvetlen adók termékekhez, szolgáltatásokhoz kapcsolódva azok árát és díját terhelik meg.

- igaz
- hamis

Az elmúlt években a hazai költségvetés tekintetében a csökkenő ÁFA kulcsok miatt csökkent az adóbevételek között az ÁFA-ból származó bevétel, míg a személyi jövedelemadóból származó bevétel jelentősen emelkedett.

- igaz
- hamis

A nyugdíjkifizetés melyik állami kiadási csoportba sorolható?

- állami működési funkciókhoz kapcsolt kiadások
- jóléti funkciókhoz kapcsolt kiadások
- gazdasági funkciókhoz kapcsolt kiadások

Pénzforgalmi szemlélet esetén minden tranzakciót figyelembe kell venni abban az időpontban, amikor gazdasági értéket állítanak elő, átalakítanak, vagy ilyen érték megsemmisül.

- igaz
- hamis

A költségvetés egyenlegének melyik kategóriájára igaz, hogy a kamatteher nélküli kiadások és hitelfelvétel illetve privatizációs bevétel nélküli bevételek különbsége?

- teljes egyenleg
- elsődleges egyenleg
- GFS-egyenleg

A hiány monetizálása esetén a hiányt piaci módon és feltételekkel forgalomba hozott állampapírok kibocsátásával finanszírozza a kormányzat.

- igaz
- hamis

Melyik nem feladata az Államadósság Kezelő Központnak?

- a központi költségvetés fizetőképességének fenntartása
- az árstabilitás elérése és fenntartása
- az államadósság kezelése

Az EDP Jelentés keretében számol be az egy uniós tagország negyedévente az adóbevételek alakulásáról.

- igaz
- hamis

### **Próbavizsga**

Az állami tulajdonú vállalkozások értékesítéséből származó privatisációs bevétel melyik csoportba sorolható?

- adók és adójellegű bevételek
- az állam tulajdonában levő vagyon hasznosításából, értékesítéséből, valamint a koncessziókból származó bevételek
- az Európai Unióból származó visszatérítés, támogatás

Az magyar államháztartás GDP arányos egyenlege a pénzügyi válságot megelőzően szufficitet mutatott, de a válság következményeként 2009-től a hiány folyamatosan emelkedett, és 2013-ban meghaladta az EU által előírt 3%-ot.

- igaz
- hamis

### **Záróvizsga A**

A központi alrendszer melyik egységére igaz, hogy az államháztartás legnagyobb részét adja, és egyfajta „főköltségvetésként” finanszírozza az államháztartás többi részét is?

- a központi költségvetés
- a társadalombiztosítási rendszer
- az elkülönített állami pénzalapok

Az uniós egyhuszados szabály értelmében, ha az államadósság meghaladja a GDP 60%-át, akkor a következő évben az államháztartás GDP arányos egyenlegét 20 %-kal kell csökkenteni.

- igaz
- hamis

### **Záróvizsga B**

Melyik módszere igaz, hogy az átfogó, hosszú távú célok meghatározását követően azokat programokba sorolva, majd azokhoz előirányzatokat és felelősöket rendelve történik a költségvetés tervezése?

- bázisalapú tervezés
- nullbázisú tervezés
- programozási költségvetés rendszer

A hiány monetizálása esetén inflációs hatással lehet számolni, ha a hiány finanszírozására teremtett pénz mennyisége meghaladja a pénzkeresletet.

- igaz
- hamis

## 13. ÖSSZEFOGLALÁS

### 13.1 TARTALMI ÖSSZEFOGLALÁS

A tananyag első modulja a pénzügyi piacok működését mutatta be, kitérve a közvetítés folyamatára, a közvetítés eszközeinek, az értékpapíroknak a vizsgálatára, és a tőzsde működésére. A pénzügyi piacok elsődleges funkciója a pénzügyi közvetítés, amelynek két fő típusa a közvetlen és közvetett pénzügyi piac. A közvetítés eszköze valamilyen pénzügyi instrumentum, jellemzően értékpapír, amelynek jellemzőit hozam – kockázat – lejárát aspektusai alapján is vizsgáltuk. A tőzsde az értékpapírok forgalmazásának színtere, ahol meghatározott szabályokkal megfelelő termékkel lehet a kereskedni. A termékekre különböző okok (időbeliség és kockázat) alapján kötnek ügyleteket a befektetők, egy-egy tranzakciónak a folyamatát pedig pontosan szabályozza az intézmény. A tőzsdék működésében kiemelkedő jelentőséggel bírnak az indexek, megteremtve az egyes piaci szegmensek teljesítményének összehasonlíthatóságát.

A második modul keretében a pénz fogalmának és teremtésének vizsgálatát követően a jegybank és a bankrendszer tevékenysége áll a középpontban. A pénz fogalma igen komplex, mennyiségét a monetáris aggregátumok segítségével lehet mérni. Teremtésére a jegybank és a kereskedelmi bankok képesek, utóbbiak mind aktív, mind passzív módon is előállíthatnak számlapénzt. A pénz vásárlóerejének csökkenése az infláció, amely mérésének több mutatója is létezik. A monetáris politika középpontjában ma már – az infláció többször tapasztalt káros következményei okán – az árstabilitás jelenik meg elsődleges célként, a közvetlen inflációs célkövetés rendszerét emelve a leggyakoribb stratégiává. A monetáris politikai eszközök rendkívül változatosak, a válság hatására pedig számos jegybank kezdett a nemkonvencionális eszközöket is alkalmazni céljai elérése érdekében.

Egy fejlett gazdaságokra jellemző kétszintű bankrendszerben a pénzügyi intézményeket pénzügyi vállalkozásokra és hitelintézetekre, utóbbiakat pedig bankokra, szakosított hitelintézetekre és szövetkezeti hitelintézetekre oszthatjuk. A banki üzemgazdaságtan alapelvei és kockázatai mellett az elmúlt évtizedekben folyamatosan bővültek a prudens működés előírásai, így a tőkeegfelelés mellett megjelentek a tőkeáttétel- és a likviditásszabályozás eszközei is. A bankügyleteket három csoportra oszthatjuk: a bank forrásszerzését szolgáló passzív, a megszerzett források kihelyezésére fókuszáló aktív, és semleges bankügyletekre. Kiemelten foglalkoztunk a lakossági hitelek főbb típusaival, a devizahitelek koc-

kázataival és a hitelezés menetével, továbbá a fizetési módozatokkal és a fizetési rendszer elemeivel.

A harmadik modul a nemzetközi pénzügyi rendszer alapfogalmait és fejlődését mutatja be, kiemelve az európai gazdasági és pénzügyi integráció folyamatát. A fizetési mérleg az ország külső gazdasági kapcsolatainak alakulását megmutatja meg, az árfolyam pedig egy gazdaság legfontosabb külső változója. Vizsgáltuk a nemzetközi pénzügyi rendszer fejlődésének főbb állomásait, illetve a nemzetközi pénzügyi rendszer intézményeit. Az elmúlt évtizedekben felerősödtek a gazdasági integrációs törekvések, amelyek sokféle formát ölthetnek. Az 1957-ben indult európai gazdasági és pénzügyi integráció egy a jelenben is zajló folyamat, amelynek fontos állomása volt az euró megjelenése és az egységes monetáris politika az EU országainak egy szűkebb körére koncentrááló megvalósulása. A 2008-as pénzügyi válság ugyanakkor felhívta a figyelmet a valódi gazdasági unió és az egységes gazdaságpolitika hiányára, amelynek erősítése a jövő nagy kérdése.

A negyedik modul pedig a gazdaságpolitika alapjaival, és kiemelten a fiskális, a monetáris és a devizapolitika működésével foglalkozik. A gazdaságpolitika működése különböző eszközök mixének alkalmazását igényli a kitűzött célok elérése érdekében. A devizapolitika működését öt nagy területre bonthatjuk, melyek közül a pénzforgalmi politikát, az árfolyam politikát és a tartalékpolitikát vizsgáltuk kiemelten. A fiskális politika indokoltságát az állam gazdasági szerepvállalásának négy funkcióján, a szabályozáson, az allokáción, a redisztribúción és a stabilizáción keresztül támasztottuk alá. Az államháztartás működését összesen négy nagyobb egységre bonthatjuk, melyek közül a központi költségvetés a legmeghatározóbb. Működésének összetett és rendkívül sok, alapvetően a politika által befolyásolt folyamata jellemzően egy több mint két éves ciklussal és annak lépéseivel írható le. Az államháztartás bevételei között az adóbevételek a legjelentősebbek, a kiadások között pedig a jóléti funkciók biztosítása eredményezi a legnagyobb tételt. Az éves hiány finanszírozása fejlett országok körében tőkepiaci alapon történik, és mind az éves hiány (lásd korábban túlzott hiány eljárás), mind pedig az államadósság alakulását ma már az uniós szabályok mellett hazai előírások is befolyásolják.

## 13.2 ZÁRÁS

A kurzus tehát az alapvető pénzügyi fogalmakat és összefüggéseket, a leggyakoribb eljárásokat tárgyalta, támogatva a pénzügyi folyamatok megértését, a rendszerszemléletű gondolkodás elsajátítását.

Pénzügyei ugyanakkor mindenkinek vannak, és optimális esetben az egyének képesek az alapvető pénzügyi információkat értelmezni, illetve

arra alapozva tudatos, a lehetséges következményeket is belátó pénzügyi döntéseket hozni. Sajnos ez a hétköznapokra nem feltétlenül igaz, ezért lenne rendkívül fontos a kurzus által lefedett ismeretanyagunknak nem csak az üzleti képzésekben, hanem szinte minden felsőoktatási képzés keretében való megjelenése.

Az alapvető pénzügyi ismeretek hiányára az elmúlt évtizedekben folyamatosan jelentkező pénzügyi innovációk, majd a 2008-ban kibontakozott pénzügyi válság hívta fel a figyelmet. Az általános pénzügyi kultúra fejlesztése érdekében a gazdaság és a pénzügyek világával a mai világban mindenkinek, már alap és középfokú oktatás keretében ismerkednie kellene, a minél tudatosabb pénzügyi döntések megalapozása érdekében.

## 14. KIEGÉSZÍTÉSEK

### 14.1 IRODALOMJEGYZÉK

#### *Könyv*

- Bakonyi – Décsy Lauf – Tasnádi: Tőke- és pénzpiacok. Perfekt Kiadó, 2005.
- Ball, L.: Money, Banking and Financial Markets (Second Edition). 2012.
- Bánfi Tamás (szerk.): Pénzügytan. Tanszék Pénzügyi Tanácsadó és Stolgáltató Kft. 2007.
- Benczes István – Csáki György – Szentés Tamás: Nemzetközi gazdaságtan. Akadémiai Kiadó, 2010.
- Bod Péter Ákos: Bevezetés a gazdaságpolitikába. Aula Kiadó, 2006.
- Bod Péter Ákos: Nem szokványos gazdaságpolitikák. Akadémiai Kiadó, 2014.
- Bod Péter Ákos: Pénzügyi alapok. Tapasztalatok és tanulságok pénzügyi válság után. Magyar Szemle Alapítvány, 2012.
- Décsy Jenő: Nemzetközi pénzügyek. Unió Lap- és Könyvkiadó, 2003.
- Demeter László: Pénzügytan. Főiskolai jegyzet, Eger, Eszterházy Károly Főiskola, 2014.
- Erdős Mihály – Mérő Katalin: Pénzügyi közvetítő intézmények – Bankok és intézményi befektetők. Akadémiai Kiadó, 2010.
- Gál Erzsébet: Praktikus bankszakmai ismeretek. Saldo Kiadó, 2011.
- Gál Zoltán: Pénzügyi piacok a globális térben. Akadémiai Kiadó, 2010.
- Gyulai László – Illés Ivánné – Paróczai Péterné – Sándorné Új Éva: Pénzügyi ismeretek. Perfekt Kiadó, 2009.
- Illés Ivánné: Bankmenedzsment. Perfekt Kiadó, 2005.
- de Haan, J. – Oosterloo, S. – Schoemaker, D.: Financial Markets and Institutions. A European Perspective (2nd Edition). Cambridge University Press, 2012.
- Kohn, M.: Financial Institutions and Markets. Oxford University Press, 2003.
- Kutasi Gábor – Benczes István: Költségvetési pénzügyek. Akadémiai Kiadó, 2010.
- Lentner Csaba (szerk.): Bankmenedzsment – Bankszabályozás, pénzügyi fogyasztóvédelem. Nemzeti Közszerzői és Tankönyv Kiadó, 2013.
- Lentner Csaba: Pénzpiacok szabályozása Magyarországon. Akadémiai Kiadó, 2006.
- Lőrincné Istvánffy Hajna: Nemzetközi pénzügyek. Aula Kiadó, 2003.
- Lőrincné Istvánffy Hajna: Pénzügyi integráció Európában. KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó, 2001.

- Madár Péter – Schlep Zoltán – Szabó Zoltán – ifj. Zeller Gyula – Sági Judit – Sóvágó Lajos: Pénzügyek alapjai. UNIÓ Lap- és Könyvkiadó Kereskedelmi Kft., 2007.
- Madár Péter: Monetáris szabályozás. UNIÓ Lap- és Könyvkiadó Kereskedelmi Kft., 2001.
- Magyar Gábor: Pénzügyi navigátor rendhagyó kézikönyv. 2007.
- Martin Hajdu György – May Réka – Szigel Gábor Tamás: Tőzsdei szakvizsga felkészítő. Közgazdaságtani modul. (1. rész) Közép-Európai Brókerképző Alapítvány. 2004.
- Mishkin, F. S. – Eakins, S.: Financial Markets and Institutions (7th Edition). Prentice Hall, 2012.
- Rotyis József: Tőzsdei befektetők kézikönyve. KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó, 2001.
- Sági Judit: Banktan. Saldo Kiadó, 2007.
- Sági Judit: Értékpapír-piacok gyakorlati ismeretei. (Üzleti szakügyintéző képzés tankönyve). Saldo Kiadó, 2009.
- Veress József: Gazdaságpolitika. Budapest, Aula Kiadó, 2001.
- Vigvári András: Bevezetés a pénzügyekbe. Saldo Kiadó, 2011.
- Vigvári András: Közpénzügyeink. KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó, 2005.
- Vigvári András: Pénzügy(rendszer)tan. Akadémiai Kiadó, 2008.
- Zsugyel János: A közpénzügyek nagy kézikönyve. CompLex Kiadó, 2009.

#### *Elektronikus dokumentumok / források*

- ÁLLAMI SZÁMVEVŐSZÉK: *Elemzés a 2013. évi költségvetési folyamatok makrogazdasági összefüggéseiről*. 2014. [2014. augusztus 25.] URL: <http://www.asz.hu/tanulmanyok/2014/elemzes-a-2013-evi-koltsegvetesi-folyamatok-makrogazdasagi-osszefuggeseirol/0828-tanulmany.pdf>
- BÓKA ÉVA (SZERK.): *Az EU: problémák és alternatívák*. Grotius e-könyvtár. 2014. szeptember 29. [2014. augusztus 25.] URL: [http://www.grotius.hu/doc/pub/HRMOMK/2013-12-30\\_grotius-e-konyvtar-61.pdf](http://www.grotius.hu/doc/pub/HRMOMK/2013-12-30_grotius-e-konyvtar-61.pdf)
- CZETI TAMÁS – HOFFMANN MIHÁNY: *A magyar államadósság dinamikája: elemzés és szimulációk*. MNB Tanulmányok 50. 2006. [2014. augusztus 25.] URL: [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu\\_mnbtanulmanyok/mnbhu\\_mt50/mt\\_50.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbtanulmanyok/mnbhu_mt50/mt_50.pdf)
- CSIKÓS GYÖRGY DÁVID – SZOMORJAI PÉTER: *Hamarosan életbe lépnek az Bazel III-as likviditási előírások*. Magyar Nemzeti Bank. 2014. július 30. [2014. augusztus 25.] URL: [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai\\_cikkek/a-bankrendszer-jovoje/Csikos\\_Szomorzjai\\_Baze\\_III\\_as\\_likviditasi\\_eloirasok.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/a-bankrendszer-jovoje/Csikos_Szomorzjai_Baze_III_as_likviditasi_eloirasok.pdf)>



- EURÓPAI KÖZPONTI BANK: *Az egységes Európa közös valutája. Az euróhoz vezető út.* 2007. [2014. augusztus 25.] URL: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication6730\\_hu.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication6730_hu.pdf)
- EURÓPAI UNIÓ: *Az euróövezet.* 2014. [2014. augusztus 25.] URL: [http://bookshop.europa.eu/hu/az-eur-oevezet-pbKC0213561/downloads/KC-02-13-561-HU-C/KC0213561HUC\\_002.pdf?FileName=KC0213561HUC\\_002.pdf&SKU=KC0213561HUC\\_PDF&CatalogueNumber=KC-02-13-561-HU-C](http://bookshop.europa.eu/hu/az-eur-oevezet-pbKC0213561/downloads/KC-02-13-561-HU-C/KC0213561HUC_002.pdf?FileName=KC0213561HUC_002.pdf&SKU=KC0213561HUC_PDF&CatalogueNumber=KC-02-13-561-HU-C)
- EUROPEAN UNION: *Economic and monetary union. Main legal texts.* 2014. [2014. augusztus 25.] URL: <http://bookshop.europa.eu/en/economic-and-monetary-union-pbKC0214034/>
- FÁYKISS PÉTER – SZOMBATI ANIKÓ: *Makroprudenciális felügyelet az eurózónán kívüli európai országokban.* MNB-szemle, Különszám. 2013. okt. [2014. augusztus 25.] <URL: [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu\\_mnbszemle/mnbhu\\_msz\\_20131030/faykiss.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu_msz_20131030/faykiss.pdf)>
- FÁYKISS PÉTER: *A bank veszélyes üzem – miért van szükség a banki likviditás szabályozására?* Magyar Nemzeti Bank. 2014. április 10. [2014. augusztus 25.] URL: [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai\\_cikkek/a-bankrendszer-jovoje/Faykiss\\_Peter\\_Likviditasi\\_eloirasok\\_szakmai\\_cikk.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/a-bankrendszer-jovoje/Faykiss_Peter_Likviditasi_eloirasok_szakmai_cikk.pdf)>
- FELCSER DÁNIEL – LEHMANN KRISTÓF: *A Fed inflációs célja és a bejelentés háttere.* MNB-szemle, 2012. okt. [2014. augusztus 25.] <URL: [http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu\\_mnbszemle/mnbhu\\_mnbszemle\\_201210](http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu_mnbszemle_201210)>
- GÁBRIEL PÉTER – MOLNÁR GYÖRGY – RARIGA JUDIT: *Az inflációs alapmutatók használata a jegybanki gyakorlatban.* MNB-szemle, 2013. okt. [2014. augusztus 25.] <URL: [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu\\_mnbszemle/mnbhu\\_msz\\_20131030/gabriel-molnar-rariga.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu_msz_20131030/gabriel-molnar-rariga.pdf)>
- GÁL ERZSÉBET: *Hitelkérelem, banki ismeretek.* 2013. [2014. augusztus 25.] <URL: [http://www.tankonyvtar.hu/hu/tartalom/tamop412A/0007\\_d3\\_hitelkerelem\\_jav\\_scorm/borito\\_qI9MKRTyXoo9JIyf.html](http://www.tankonyvtar.hu/hu/tartalom/tamop412A/0007_d3_hitelkerelem_jav_scorm/borito_qI9MKRTyXoo9JIyf.html)>
- GYURA GÁBOR: *A szanalás, mint új alternatíva.* Magyar Nemzeti Bank. 2014. január 15. [2014. augusztus 25.] URL: [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai\\_cikkek/a-bankrendszer-jovoje/Gyura\\_Gabor\\_A\\_szanalas\\_mint\\_uj\\_alternativa.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/a-bankrendszer-jovoje/Gyura_Gabor_A_szanalas_mint_uj_alternativa.pdf)>

- HANSPETER K. SCHELLER: *The European Central Bank. History, role and functions. European Central Bank.* 2006. [2014. augusztus 25.] URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006en.pdf>
- HERMAN VAN ROMPUY (SZERK.): *A cél a valódi gazdasági és monetáris unió.* Európai Központi Bank. 2014. [2014. augusztus 25.] URL: <http://www.ecb.europa.eu/ssm/pdf/4preport/fourpresidentsreport2012-12-05HU.pdf>
- INTERNATIONAL MONETARY FUND: *Sixth Edition of the IMF's Balance of Payments and International Investment Position Manual.* [2014. augusztus 25.] URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm>
- KISS GÁBOR DÁVID – SCHUSZTER TAMÁS: *Miben különböznek a devizaalapú hitelek devizái?* Pénzügyi Szemle. 2014/2. [2014. augusztus 25.] <URL: <http://www.asz.hu/penzugyi-szemle-cikkek/2014/miben-kulonboznek-a-devizaalapu-hitelek-devizai/penzugyi-szemle-cikk.pdf>>
- KÓMÁR ANDRÁS: *Létrejön a Szanálási Alap! – Ezentúl nem az adófizetők finanszírozzák a bankmentéseket.* Magyar Nemzeti Bank. 2014. július 4. [2014. augusztus 25.] URL: [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai\\_cikkek/a-bankrendszer-jovoje/Szakmai\\_cikk\\_Komar\\_Andras\\_A%20szanalas%20finanszirozasa.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/a-bankrendszer-jovoje/Szakmai_cikk_Komar_Andras_A%20szanalas%20finanszirozasa.pdf)>
- LEHMANN KRISTÓF: *A nemkonvencionális jegybanki eszközök nemzetközi tapasztalatai.* MNB-szemle, 2012. június. [2014. augusztus 25.] <URL: [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu\\_mnbszemle/mnbhu-msz-201206/lehmann.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbszemle/mnbhu-msz-201206/lehmann.pdf)>
- LEHMANN KRISTÓF–MÁTRAI RÓBERT–PULAI GYÖRGY: *A Federal Reserve System és az Európai Központi Bank válság során alkalmazott intézkedéseinek bemutatása.* MNB-Szemle, 2013. október. [2014. augusztus 25.] URL: [http://english.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/ENMNB/Kiadvanyok/mnben\\_mnbszemle/mnben\\_spec\\_bulletin-oct-2013/lehmann-matrai-pulai.pdf](http://english.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/ENMNB/Kiadvanyok/mnben_mnbszemle/mnben_spec_bulletin-oct-2013/lehmann-matrai-pulai.pdf)>
- MAGYAR NEMZETI BANK: *Gazdaságpolitikáról mindenkinek. Infláció.* [2014. augusztus 25.] <URL: [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu\\_egyebkiadvanyok\\_hu/gazdpol\\_mindenkinek\\_hu.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_egyebkiadvanyok_hu/gazdpol_mindenkinek_hu.pdf)>
- MAGYAR NEMZETI BANK: *Magyarország fizetési mérleg statisztikái.* 2006. [2014. augusztus 25.] URL: [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statisztika/mnbhu\\_mosdzertanok/FM\\_kiadvany\\_2006\\_hu.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statisztika/mnbhu_mosdzertanok/FM_kiadvany_2006_hu.pdf)>

- MAGYAR NEMZETI BANK: *Monetáris politika Magyarországon 2006*. [2014. augusztus 25.] <URL: [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu\\_egyebkiadvanyok\\_hu/Monetaris\\_politika\\_2006/monetaris\\_politika\\_2006.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_egyebkiadvanyok_hu/Monetaris_politika_2006/monetaris_politika_2006.pdf)>
- MAGYAR NEMZETI BANK: *Monetáris politika Magyarországon 2012*. [2014. augusztus 25.] <URL: [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu\\_egyebkiadvanyok\\_hu/monetaris-politika-magyarorszagon-2011/monetaris\\_politika\\_magyarorszagon\\_2011.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_egyebkiadvanyok_hu/monetaris-politika-magyarorszagon-2011/monetaris_politika_magyarorszagon_2011.pdf)>
- MAGYAR NEMZETI BANK: *Sajtóközlemény a nemzetgazdaság pénzügyi számláinak adatairól*. 2013. IV. negyedév. 2014. április 1. [2014. augusztus 25.] <URL: [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statiztika/mnbhu\\_stat\\_kozlemeny/teljeskoru-penzugyi-szamlak/SK\\_PSZLA\\_2013\\_Q4.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Statiztika/mnbhu_stat_kozlemeny/teljeskoru-penzugyi-szamlak/SK_PSZLA_2013_Q4.pdf)>
- MÓRA MÁRIA: *Mit is ér a bankunió fiskális integráció nélkül?* Hitelintézeti Szemle. 2013. 4. szám. [2014. augusztus 25.] URL: <http://www.bankszovetseg.hu/wp-content/uploads/2013/05/Mora-Maria-cikk-326-350ig-2.pdf>
- NEMZETI KÖZSZOLGÁLATI EGYETEM: *Pénzügyi és költségvetési igazgatás. Jegyzet*. 2013. [2014. augusztus 25.] <URL: [http://vtki.unike.hu/uploads/media\\_items/penzugyi-igazgatas2013-print.original.pdf](http://vtki.unike.hu/uploads/media_items/penzugyi-igazgatas2013-print.original.pdf)>
- OLASZ HENRIETTA – KÓCZÁN GERGELY: *Értékpapír-elszámolás és letétkezelés Magyarországon*. MNB Tanulmányok 86. 2010. május. [2014. augusztus 25.] <URL: [http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu\\_mnbtanulmanyok/mnbhu\\_mt86/mt\\_86.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnbhu_mnbtanulmanyok/mnbhu_mt86/mt_86.pdf)>
- SZTANÓ IMRÉNÉ – KIS TÜNDE: *Adózás, társadalombiztosítás, támogatás*. 2013. [2014. augusztus 25.] URL: [http://www.tankonyvtar.hu/hu/tartalom/tamop412A/0007\\_d6\\_1100\\_1101\\_1103\\_adozas\\_tb\\_scorm/1\\_4\\_az\\_adok\\_csoportositasa\\_VAGyUmLOOUbKLOdY.html](http://www.tankonyvtar.hu/hu/tartalom/tamop412A/0007_d6_1100_1101_1103_adozas_tb_scorm/1_4_az_adok_csoportositasa_VAGyUmLOOUbKLOdY.html)
- VIGVÁRI ANDRÁS: *A pénzügyek alapjai*. 2013. [2014. augusztus 25.] <URL: [http://www.tankonyvtar.hu/hu/tartalom/tamop412A/0007\\_c4\\_1070\\_1072\\_penzugyekalapjai\\_scorm/borito\\_rxPqTTRcIho5cvm0.html](http://www.tankonyvtar.hu/hu/tartalom/tamop412A/0007_c4_1070_1072_penzugyekalapjai_scorm/borito_rxPqTTRcIho5cvm0.html)>

### *Jogszabályok*

2014. évi XXXVII. törvény a pénzügyi közvetítőrendszer egyes szereplőinek biztonságát erősítő intézményrendszer továbbfejlesztéséről

2014. évi XVI. törvény a kollektív befektetési formákról és kezelőikről, valamint egyes pénzügyi tárgyú törvények módosításáról

2013. évi CCXXXVII. törvény a hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról

2013. évi CXXXIX. törvény a Magyar Nemzeti Bankról

2011. évi CXXII. törvény a központi hitelinformációs rendszerről

2009. évi LXXXV. törvény a pénzforgalmi szolgáltatás nyújtásáról

2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról

Az Európai Parlament és a Tanács 2013/36/EU irányelve (2013. június 26.) a hitelintézetek tevékenységéhez való hozzáférésről és a hitelintézetek és befektetési vállalkozások prudenciális felügyeletéről, a 2002/87/EK irányelv módosításáról, a 2006/48/EK és a 2006/49/EK irányelv hatályon kívül helyezéséről

Az Európai Parlament és a Tanács 575/2013/EU rendelete (2013. június 26.) a hitelintézetekre és befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről és a 648/2012/EU rendelet módosításáról

## 14.2 MÉDIAELEMENK ÖSSZESÍTÉSE

### 14.2.1 Táblázatjegyzék

1. táblázat: Prémium kategóriás részvények a hazai tőzsdén 2013. dec. 31-én.....	29
Értékpapírok .....	29
2. táblázat: Néhány alapkategória hazai TER mutatója 2012-ben .....	42
3. táblázat: A BUX index részvénykosara 2013 végén .....	65
4. táblázat: A fizetési mérleg szerkezete és adatai 2013 negyedik negyedévben.....	147
5. táblázat: Néhány árfolyamjegyzés 2013. december 31-én az MNB-nél és OTP banknál.....	149
6. táblázat: Az államháztartás konszolidált kiadási szerkezete funkcionális bontásban.....	202

### 14.2.2 Ábrajegyzék

1. ábra: Pénzügyi közvetítés, pénzügyi piacok lecke struktúrája..	13
2. ábra: A fő gazdasági szektorok jövedelemegyenlegének alakulása a GDP százalékában.....	15
3. ábra: A pénzügyi közvetítés főbb típusai .....	18
4. ábra: Értékpapírok lecke struktúrája .....	28
5. ábra: A kibocsátott magyar állampapírok összértéke (milliárd Ft) és a nem államkötvények részesedése 2011 és 2014. június 30. között .....	34

6.	ábra: Magyar állampapírok referenciahozamai (%) 2008 és 2013 között .....	36
7.	ábra: A befektetési alap működése .....	37
8.	ábra: A befektetési jegyek állománya (bal tengely, oszlop, milliárd Ft) és részesedése (jobb tengely, vonal) az értékpapírpiacon 1997 és 2014. június 30. között .....	38
9.	ábra: Befektetési alapokban kezelt vagyon megoszlása az USA-ban, Európában és hazánkban kezelt kategóriák szerint 2013 végén .....	40
10.	ábra: Tőzsdei alapismertetek lecke struktúrája .....	51
11.	ábra: Ügyletek csoportosítása az ügylet esedékessége szerint .....	55
12.	ábra: Egy vételi opció nyereségfüggvénye .....	58
13.	ábra: Egy eladási opció nyereségfüggvénye .....	59
14.	ábra: Egy vételi terpesz (long straddle) stratégia opció nyereségfüggvénye .....	60
15.	ábra: Ügyletek csoportosítása a vállalt kockázat szerint .....	61
16.	ábra: Pénz, pénzteremtés lecke struktúrája .....	70
17.	ábra: A hazai pénzmennyiségek alakulása (milliárd forint 1999 és 2014. június 30 között) .....	73
18.	ábra: Az éves fogyasztói árindex alakulása (%) 1960 és 2013 között .....	78
19.	ábra: Inflációs mutatók alakulása (%) Magyarországon 2005-2014 között .....	79
20.	ábra: A monetáris politika és eszköztára lecke struktúrája .....	85
21.	ábra: A transzmissziós mechanizmus .....	87
22.	ábra: Inflációs előrejelzés legyezőábrája 2014 júniusában .....	96
23.	ábra: Az infláció és az inflációs célok alakulása Magyarországon .....	97
24.	ábra: A hazai kamatcsatorna (%) alakulása 2008. január 1 és 2014. július 1 között .....	98
25.	ábra: Bankrendszer és intézményei lecke struktúrája .....	103
26.	ábra: A pénzügyi intézményi rendszer Magyarországon 2014 augusztusában .....	105
27.	ábra: A hazai likviditási mutatók alakulása (bankrendszeri átlagok) .....	115
28.	ábra: A hazai hitelintézetek tőke megfelelésének (%) és hitel-betét arányának alakulása 2006 és 2013 között .....	116
29.	ábra: Bankügyletek lecke struktúrája .....	122
30.	ábra: A háztartásoknak által elhelyezett betétek átlagos évesített kamatlába (% , a szerződéses összeggel súlyozva) .....	124

31.	ábra: A háztartások hiteleinek (milliárd forint, bal tengely) és a devizahitelek arányának (% , jobb tengely) alakulása.....	130
32.	ábra: A háztartásoknak nyújtott lakáscélú hitelek átlagos hitelköltség mutatójának (%) alakulása.....	133
33.	ábra: Nemzetközi pénzügyek lecke struktúrája.....	144
34.	ábra: A világ globális napi devizapiaci forgalma (napi áprilisi átlag, milliárd USD).....	150
35.	ábra: A 12 legnagyobb tagország kvótáreszesedése 2014. szeptemberében.....	154
36.	ábra: Gazdasági és pénzügyi integráció Európában I ecke struktúrája.....	160
37.	ábra: Az infláció konvergenciája a 12 tagú euróövezetben (éves növekedés %-ban).....	168
38.	ábra: Visszavonhatatlanul rögzített euroátváltási árfolyamok.....	169
39.	ábra: Az euró bevezetése az EU-ban.....	171
40.	ábra: A harmonizált fogyasztói árindex alakulása az euróövezetben.....	172
41.	ábra: Gazdaságpolitika, pénzügyi politika lecke struktúrája ...	180
42.	ábra: A hazai kormányzati szektor centralizációs és újraelosztási arányai 2004 és 2013 között.....	184
43.	ábra: A forint helyzete az intervenció sávjában 2000-től 2008. február 25-ig.....	188
44.	ábra: A forint euróval szembeni árfolyamának alakulása 2008. február 26 és 2014. augusztus 29 között.....	189
45.	ábra: A világ ismert valutatartalékainak összetétele 1999 és 2013 között.....	190
46.	ábra: A hazai devizatartalék nagyságának alakulása 1998 és 2013 között (millió euró).....	191
47.	ábra: Államháztartási alapok lecke struktúrája.....	196
48.	ábra: A magyar államháztartás rendszere és néhány jellemző adata 2012-ben.....	198
49.	ábra: A központi költségvetés adó- és adójellegű bevételeinek (bal tengely, millió forint), valamint az ÁFA és SZJA arányának alakulása (jobb tengely, %).....	200
50.	ábra: Az államháztartás GDP arányos egyenlegének alakulása 1995-2013 között.....	204
51.	ábra: Az államháztartás GDP arányos bruttó adósságának alakulása 1995-2013 között.....	206

### 14.2.3 Külső URL hivatkozások

1.	<a href="http://www.akk.hu/object.154882cd-9b9c-4aa1-beaf-7aa6ce51327e.ivy">http://www.akk.hu/object.154882cd-9b9c-4aa1-beaf-7aa6ce51327e.ivy</a> .....	35
2.	<a href="http://www.akk.hu/index.ivy?public.lang=en-US">http://www.akk.hu/index.ivy?public.lang=en-US</a> .....	36
3.	<a href="http://www.bamosz.hu/en/web/guest/celok">http://www.bamosz.hu/en/web/guest/celok</a> .....	41
4.	<a href="http://www.institutionalinvestorsalpha.com/Article/3340199/The-2014-Hedge-Fund-100-The-Worlds-Top-Hedge-Funds.html">http://www.institutionalinvestorsalpha.com/Article/3340199/The-2014-Hedge-Fund-100-The-Worlds-Top-Hedge-Funds.html</a> ....	41
5.	<a href="http://online.barrons.com/news/articles/SB50001424053111903301904579566373990361000">http://online.barrons.com/news/articles/SB50001424053111903301904579566373990361000</a> .....	41
6.	<a href="http://www.investinginfunds.org/facts-about-funds/information-from-the-fund-manager/guide-to-kiid.html">http://www.investinginfunds.org/facts-about-funds/information-from-the-fund-manager/guide-to-kiid.html</a> .....	42
7.	<a href="http://www.hypo.org/Content/default.asp?PageID=401">http://www.hypo.org/Content/default.asp?PageID=401</a> .....	43
8.	<a href="http://www.bse.hu">http://www.bse.hu</a> .....	53
9.	<a href="http://www.nyse.com/index">http://www.nyse.com/index</a> .....	66
10.	<a href="http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm">http://www.londonstockexchange.com/home/homepage.htm</a> ..	66
11.	<a href="http://www.ksh.hu/consumer_prices_tn?lang=en">http://www.ksh.hu/consumer_prices_tn?lang=en</a> .....	80
12.	<a href="http://english.mnb.hu/Statisztika/data-and-information/mnben_statisztikai_idosorok/mnben_elv_prices/underlying_inflation_indicators_MNB">http://english.mnb.hu/Statisztika/data-and-information/mnben_statisztikai_idosorok/mnben_elv_prices/underlying_inflation_indicators_MNB</a> .....	80
13.	<a href="http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnb_hu_mnbszemle/mnbhu-msz-201206/lehmann.pdf">http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/mnb_hu_mnbszemle/mnbhu-msz-201206/lehmann.pdf</a> .....	89
14.	<a href="http://english.mnb.hu/Statisztika/data-and-information/mnben_statisztikai_idosorok">http://english.mnb.hu/Statisztika/data-and-information/mnben_statisztikai_idosorok</a> .....	92
15.	<a href="https://www.boj.or.jp/en/statistics/index.htm/">https://www.boj.or.jp/en/statistics/index.htm/</a> .....	92
16.	<a href="https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html">https://www.ecb.europa.eu/stats/html/index.en.html</a> .....	92
17.	<a href="http://www.oba.hu/en">http://www.oba.hu/en</a> .....	108
18.	<a href="http://www.bva.hu/en/ipf/organisation+1.html">http://www.bva.hu/en/ipf/organisation+1.html</a> .....	109
19.	<a href="http://www.experian.co.uk/">http://www.experian.co.uk/</a> .....	109
20.	<a href="http://www.bisz.hu/english">http://www.bisz.hu/english</a> .....	110
21.	<a href="http://www.bis.org/publ/bcbs289.htm">http://www.bis.org/publ/bcbs289.htm</a> .....	114
22.	<a href="http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm">http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/bopman6.htm</a> ...	145
23.	<a href="http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Balance_of_payment_statistics">.http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Balance_of_payment_statistics</a> .....	146
24.	<a href="http://english.mnb.hu/Kiadvanyok/report-on-the-balance-of-payments">http://english.mnb.hu/Kiadvanyok/report-on-the-balance-of-payments</a> .....	146
25.	<a href="http://www.imf.org/external/index.htm">http://www.imf.org/external/index.htm</a> .....	155
26.	<a href="http://www.worldbank.org/">http://www.worldbank.org/</a> .....	156
27.	<a href="http://www.bis.org/index.htm">http://www.bis.org/index.htm</a> .....	156

28.	<a href="https://www.ecb.europa.eu/euro/banknotes/html/index.en.html">https://www.ecb.europa.eu/euro/banknotes/html/index.en.html</a> .....	170
29.	<a href="https://www.ecb.europa.eu/euro/coins/common/html/index.en.html">https://www.ecb.europa.eu/euro/coins/common/html/index.en.html</a> .....	170
30.	<a href="https://www.ecb.europa.eu/euro/coins/2euro/html/index.en.html">https://www.ecb.europa.eu/euro/coins/2euro/html/index.en.html</a> .....	170
31.	<a href="https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html">https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html</a> .....	170
32.	<a href="http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2014/cp2014_hungary_en.pdf">http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2014/cp2014_hungary_en.pdf</a> .....	171
33.	<a href="http://www.ecb.europa.eu/pub/convergence/html/index.en.html">http://www.ecb.europa.eu/pub/convergence/html/index.en.html</a> .....	171
34.	<a href="http://english.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/ENMNB/Kiadvanyok/mnben_mnbszemle/mnben_spec_bulletin-oct-2013/lehmann-matrai-pulai.pdf">http://english.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/ENMNB/Kiadvanyok/mnben_mnbszemle/mnben_spec_bulletin-oct-2013/lehmann-matrai-pulai.pdf</a> .....	173
35.	<a href="https://www.imf.org/external/pubs/nft/2013/areaers/ar2013.pdf">https://www.imf.org/external/pubs/nft/2013/areaers/ar2013.pdf</a> .....	187
36.	<a href="http://www.ksh.hu/edp_jelentes">http://www.ksh.hu/edp_jelentes</a> .....	207