Kun János:

Seigniorage saját pénz nélkül

doktori (PhD) értekezés

Pannon Egyetem
Gazdálkodás-és Szervezés Tudományok
Doktori Iskola
2010

SEIGNIORAGE SAJÁT PÉNZ NÉLKÜL

Értekezés doktori (PhD) fokozat elnyerése érdekében

a Pannon Egyetem Gazdálkodás-és Szervezés Tudományok

Doktori Iskolájához tartozóan

Írta:

Kun János

Témavezető: Lőrinczné Dr. Istvánffy Hajna

Elfogadásra javaslom (igen / nem)

(aláírás)

A jelölt a doktori szigorlaton 67 % -ot ért el,

Az értekezést bírálóként elfogadásra javaslom:

Bíráló neve: …..... …..... igen /nem

…….

(aláírás)

Bíráló neve: …..... …....) igen /nem

…….

(aláírás)

A jelölt az értekezés nyilvános vitáján …....% - ot ért el.

Veszprém, …….

a Bíráló Bizottság elnöke

A doktori (PhD) oklevél minősítése….....

……

Az EDT elnöke

Tartalom

SEIGNIORAGE SAJÁT PÉNZ NÉLKÜL -- KIVONAT -- 9

SEIGNIORAGE WITHOUT OWN MONEY -- ABSTRACT -- 10

SEIGNORAGE OHNE EIGENE WÄHRUNG --AUSZUG-- 11

1. BEVEZETÉS, A TANULMÁNY FELÉPÍTÉSE 13

2. A SEIGNIORAGE FOGALMÁNAK FEJLŐDÉSE 14

3. A SEIGNIORAGE DEFINÍCIÓJA 16

3.1. A monetáris bázis definíciója 17

3.2. Monetáris seigniorage 19

3.3 Fiskális seigniorage, inflációs adó, monetáris jövedelem 20

4. SEIGNIORAGE NÉHÁNY, AZ EU-HOZ ÚJONNAN CSATLAKOZOTT ORSZÁGBAN 26

4.1. A kötelező tartalék utáni seigniorage 26

4.2. Seigniorage a készpénzállományon 30

4.3. A monetáris jövedelem keletkezése és felosztása az euró-övezetben 35

4.4. A bankjegyállomány változása az újonnan csatlakozott országokban az euró-övezetbe történő belépés után 41

4.5. A seigniorage összege 45

4.6. Egy másik álláspont **54**

4.7. A seigniorage mesterséges növelésének lehetősége **55**

5. VALUTAÖVEZETEK, DOLLARIZÁCIÓ, EUROIZÁCIÓ 56

5.1. Az önálló pénzről való lemondás esetei **56**

5.1.1. Valutaövezet 57

5.1.2. Más ország pénzének használata 59

5.2. Rögzített árfolyam az önálló pénzről való lemondás helyett **62**

5.2.1. A valutatábla 64

5.3. A szükséghelyzetben lévő bankok hitelezésének hiánya **67**

5.3.1. Szükség van-e a végső hitelezői funkcióra? 67

5.3.2. Milyen elvek szerint működik a végső hitelezés? 68

5.3.3. Mely szervezet gyakorolhatja a végső hitelezői funkciót? 72

5.4. Valutahelyettesítés **76**

5.5. Idegen pénz használata és a seigniorage kapcsolata **77**

5.6. Az anyaországok hozzáállása **81**

6. AZ EURÓ HASZNÁLATA AZ EURÓ-ÖVEZET ELŐSZOBÁJÁBAN 84

6.1. Az euró a bankrendszerben **84**

6.2. Az euró és a hazai monetáris politika **86**

6.3. Forgatókönyv az euró bevezetődésére **89**

6.4. Az euró és az államadósság kezelése **96**

6.4.1. Országkockázat, devizakockázat 97

6.4.2. A devizakockázati felár megszűntetése 100

6.4.3. Az államadósság olcsóbb finanszírozása 103

6.4.4. Az államadósság kezelés változásának hatása a monetáris politikára 104

6.4.5. Miért nem alkalmazzák? 109

7. A pénzhelyettesítők **115**

7.1. A pénzhelyettesítők csoportosítása ... 115

7.2. Technikai pénzhelyettesítők ... 116

7.2.1. Utalványok, egészségkártyák ... 124

7.2.2. Szociális kártya ... 125

7.2.3. Emocionális pénzhelyettesítő ... 126

7.3. Közgazdasági pénzhelyettesítők ... 127

7.3.1. A pénzhelyettesítők kialakulása, történelmi példák ... 127

7.3.2. A WIR Bank ... 130

7.4. Jelenlegi pénzhelyettesítők ... 131

7.5. Magyar pénzhelyettesítők ... 135

7.6. Ügyfélcsalogató pénzhelyettesítő köntösben ... 136

7.7. Egy még nem kiaknázott lehetőség ... 138

8. ÖSSZEFOGLALÁS ... 138

IRODALOMJEGYZÉK ... 142

1. számú függelék: A seigniorage fogalmának történelmi fejlődése ... 154

Seigniorage az Osztrák-Magyar birodalomban ... 160

2. számú függelék: Az alapkamat és az államadósság kamatterhei közti összefüggés ... 162

3. számú függelék: A seigniorage számításához felhasznált adatok ... 168

4. számú függelék: Az Európai Központi Bank tőkejegyzési kulcsai ... 176

Seigniorage saját pénz nélkül
-- kivonat --

Az euró-övezethez való csatlakozás előtt álló volt szocialista országok seigniorage jövedelme nőni fog az övezethez történő csatlakozás után. Az euró egyoldalú bevezetésére a maastrichti kritériumok teljesítése nélkül az Európai Unióhoz történt csatlakozás után már nincs lehetőség, a spontán euroizáció azonban lehetséges. Arra is van mód, hogy spontán euroizáció esetén a seigniorage megmaradjon. A saját pénzről való lemondás esetén megszűnik a jegybank végső hitelezői funkciója, de ez helyettesíthető más megoldásokkal. A spontán euroizáció előnyei alkalmazhatók lennének az államadósság kezelésénél is. Eichengreen eredendő bűn elméletének átértékelésével, valamint a monetáris politika és az államadósság-kezelés egy, a jelenlegitől eltérő összhangjának biztosításával a jegybanki nyereség növekedne, illetve az adósságkezelés költségei csökkennének. A seigniorage-ról való lemondás speciális esete a pénzhelyettesítők használata. A pénzhelyettesítők használatából származó társadalmi haszon nagyobb, mint a pénzkibocsátásból származó nyereség csökkenés.

Seigniorage without own money

-- abstract --

Seigniorage revenue of former socialist countries which gained EU membership but are not yet in the euro area will increase after euro area accession. Introduction of the euro without fulfilling the Maastricht criteria is not possible after these countries joined the EU but spontaneous euroization can take place. Even seigniorage revenue can be preserved in case of spontaneous euroization. If a country abandons its own currency, the lender of last resort function of the central bank will cease to exist but it can be replaced by other solutions. Advantages of spontaneous euroization can be employed in government debt management as well. By reinterpretation of Eichengreen's original sin theory and by assuring a new unity of monetary policy and government debt management central bank profit could increase and expenses of government debt management could diminish. A special case of sacrificing seigniorage is the use of money substitutes. Social gain of their use is larger than the associated seigniorage loss.

Seignorage ohne eigene Währung

--Auszug--

Das Seigniorage-Einkommen der ehemaligen sozialistischen Länder, die der EU angeschlossen sind, aber den Euro noch nicht eingeführt haben, wird sich nach der Einführung des Euros erhöhen. Die Einführung des Euros ohne Erfüllung der Maastricht-Kriterien ist nach dem EU-Beitritt nicht erlaubt, spontane Euroisierung ist aber möglich. Es besteht auch die Möglichkeit, dass im Falle von spontaner Euroisierung die Seigniorage entsteht. Wenn ein Land seine eigene Währung aufgibt, dann hört die Funktion der Notenbank, „Kreditgeber letzter Instanz“ zu sein, auf. Sie kann aber durch andere Möglichkeiten ersetzt werden. Die Vorteile der spontanen Euroisierung könnten auch bei der Verwaltung der Staatsschulden verwendet werden. Mit der Umwertung der Erbsünde Theorie von Eichengreen und mit einer neuen Angleichung der monetären Politik und Staatsschulden-Verwaltung würde der Profit der Zentralbank zunehmen und die Kosten der Staatsschulden-Verwaltung sinken. Ein spezieller Fall der Verzicht auf Seigniorage ist die Verwendung von Geld-Substituten. Der gesellschaftliche Gewinn bei der Verwendung von Geld-Substituten ist größer als der Verlust des Profits der Geldschöpfung.

1. Bevezetés, a tanulmány felépítése

A seigniorage, a tanulmányban használt definíció szerint a pénz kibocsátásából származó monopolnyereség, a pénz kialakulása óta kedvelt témája a közgazdasági kutatásoknak. Jelenleg azonban nincs a figyelem középpontjában, mivel bebizonyosodott, hogy a seigniorage erőszakos növelése jelentős károkat okozhat egy ország gazdasága számára. A GDP fél-egy százalékát kitevő költségvetési bevételt biztosító jegybanki monopolnyereséget a közgazdászok többsége adottságnak tekinti. Még kevesebb szó esik a közgazdasági szakirodalomban arról, hogyan változik egy országban a seigniorage egy valutaövezetbe történő belépés után, részesedhet-e egy ország a seigniorage-ból, ha megszűnik az önálló valutája. A tanulmány ezekkel a kérdésekkel foglalkozik.

A tanulmány a seigniorage fogalmának történelmi fejlődésének bemutatásával kezdődik, majd meghatározza a fogalom különböző definícióit. A következő részben megvizsgálja, hogy az Európai Unióhoz csatlakozott, s az euró-övezethez való csatlakozás előtt álló volt szocialista országok seigniorage jövedelme hogyan változik, az euró-övezetbe történő belépés után. Összehasonlítja a seigniorage-képződés jelenlegi módját ezekben az országokban azzal, ami az euró-övezethez történt csatlakozás után fog érvényesülni. Azt is vizsgálat tárgyává teszi, vajon egy, a seigniorage növelését célzó monetáris politika kedvezően tudná-e befolyásolni ezen országok költségvetési helyzetét. A vizsgálat kiterjed arra is, hogy az új országok csatlakozása hogyan befolyásolja az euró-övezet jelenlegi tagjainak seigniorage jövedelmét.

A továbbiakban a tanulmány általánosságban vizsgálja, milyen módon mondhatnak le az országok az önálló monetáris politikáról s az önálló pénzről. Ezt a folyamatot a szakirodalom dollarizációnak, illetve euroizációnak nevezi. Arra is kitér, hogy van-e mód az önálló valutáról való lemondás esetén a seigniorage megmaradására. Ezt a lehetőséget Magyarország vonatkozásában külön is megvizsgálja. A saját pénzről való lemondás esetén megszűnik a jegybank végső hitelezői funkciója. A tanulmány ezzel a kérdéskörrel is foglalkozik.

Az euroizáció kapcsán a tanulmány foglalkozik az államadósság kezelésével is, azzal a lehetőséggel, hogy az alacsonyabb devizakamatokat kihasználva érdemesebb lenne-e a forint-államadósság arányát csökkenteni a devizaadósság javára. A vizsgálat során kitér az Eichengreen-féle eredendő bűn elmélet értelmezésére.

A tanulmány befejező része a pénzhelyettesítőket vizsgálja. A vizsgálatot az indokolja, hogy ezek az eszközök a seigniorage egy részét privatizálják. A pénzhelyettesítőket két csoportra, technikai és közgazdasági pénzhelyettesítőkre bontja.

2. A seigniorage fogalmának fejlődése

A seigniorage (a kamara haszna) fogalma eredetileg az arany-, illetve ezüstpénzrendszerhez kapcsolódik, ahhoz az időszakhoz, amikor a pénzverés az uralkodó privilégiuma volt. Ebben az időszakban az uralkodó a pénzverésre beszolgáltatott arany vagy ezüst egy részét elvonta. Ennek az elvonásnak a pénzverés tényleges költségét meghaladó része volt a seigniorage.

A 17-18. századtól megjelentek a kereskedelmi bankok, s velük együtt az ércpénzt helyettesítő bankjegyek. Az arany- vagy ezüstérmék tulajdonosai a nemesfémet a bankokban letétbe helyezték, letéti igazolásként bankjegyet kaptak, s a pénz forgalmi funkcióját a könnyebb kezelhetőség miatt fokozatosan a bankjegyek vették át. A bankok felismerték, hogy a bankjegytulajdonosoknak csak kis része kéri ki az ércpénzt, ezért nemcsak letéti igazolásként bocsátottak ki bankjegyeket, hanem a hiteleket részben arany- illetve ezüstfedezettel nem rendelkező bankjegyben nyújtották. A kibocsátható bankjegyek és a letétbe helyezett nemesfém arányát az állam szabályozta. Az ily módon nyújtott hitel utáni kamatjövedelem a bankjegyeket kibocsátó magánbankok nyereségét növelte, amit megosztottak az állammal. Ennek az volt a módja, hogy a bank fizetett a bankengedélyért, nyereségadót fizetett, vagy az állam kedvezményes hitelt kapott a banktól. A bankjegykibocsátásból eredő nyereség ilyen megosztását is nevezhetjük seigniorage-nak. (Kun 1996)

Miután a központi bankok kialakultak, s ezáltal az egyes országok bankjegykibocsátása egy kézbe került, a seigniorage a központi banknál jelentkezett. A központi bankok azonban továbbra is magántulajdonban voltak, ezért továbbra is megosztották a nyereséget az állammal. Gazdasági-pénzügyi válságok idején a likviditás-igény megnőtt, s a kamatok emelkedtek, ezért ezekben az években a központi bankok profitja is magasabb lett. Annak biztosítása érdekében, hogy a központi bank ne legyen érdekelt a válságok kialakulásában, általános volt az európai országokban, hogy az ily módon

keletkezett többlet nyereséget elvonják. (Flandreau 2006) Az államnak ebből származó jövedelmét is nevezhetjük seigniorage-nak.[1]

A seigniorage fogalmának történelmi fejlődését – különös tekintettel az Osztrák-Magyar Birodalomra - részletesebben az 1. számú függelékben mutatom be.

3. A seigniorage definíciója

Jelenleg, amikor a pénz nem rendelkezik önálló értékkel, s a pénzkibocsátás a jegybankok monopóliuma, a seigniorage az a jövedelem, amely a pénzkibocsátás monopóliumából származik, és abból a monopóliumból, hogy a jegybank előírhatja a kereskedelmi bankoknak betétek tartását a központi bankban. A seigniorage-nak széles irodalma, s több féle definíciója létezik. Az irodalom legátfogóbb ismertetése Lange (1995) művében található meg, a különböző definíciók szemléletes leírása Hochreiter és Rovelli (2002) tanulmányában. A seigniorage értelmezése szorosan kötődik a monetáris bázishoz, először ezt a fogalmat kell definiálnom.

---

[1] Még jelenleg is léteznek központi bankok, amelyek részben magántulajdonban vannak, a részvényekre fizetett osztalék azonban már nem függ a seigniorage-tól. Személyes értesülésem szerint a 30 százalékban még mindig magántulajdonban lévő Osztrák Nemzeti Bank részvényeinek értékét nem az – egyébként nem magas – osztalék adja, hanem az, hogy belépőjegyül szolgál az éves közgyűlésre, illetve az azzal összekötött fogadásra.

3.1. A monetáris bázis definíciója

Az általános definíció szerint a monetáris bázis (más néven jegybankpénz, nagyerejű pénz, M0) a jegybankon kívüli készpénzt és a hazai kereskedelmi bankok, illetve a külföldi kereskedelmi bankok hazai fióktelepeinek a jegybanknál lévő folyószámlabetéteit foglalja magába. Ehhez a definícióhoz néhány megjegyzést kell tennem.

Az EU-hoz újonnan csatlakozott országok jegybankjai gyakran bocsátanak ki értékpapírokat sterilizáció céljából. Ilyen például a Lengyel Nemzeti Bank pénzpiaci jegye, vagy a 2000 márciusa és 2002 szeptembere között kibocsátott három hónapos futamidejű MNB kötvény. Az MNB legfontosabb monetáris politikai eszköze a kéthetes jegybanki instrumentum,[2] amely 2007. januárjáig jegybanki betétként működött, azóta kötvényként, tehát az MNB lehetővé tette, hogy a kereskedelmi bankok a futamidő lejárta előtt egymásnak eladhassák. Ezeket az instrumentumokat általában a kereskedelmi bankok vásárolhatják,[3] s egyes nemzeti definíciók a monetáris bázis részének tekintik. Definícióm szerint ezek az instrumentumok nem részei a monetáris bázisnak. A többlet likviditás ugyanis állampapírok eladásával is sterilizálható: vagy úgy, hogy a jegybank saját készleteiből ad el, vagy pedig oly módon, hogy megállapodik a Kincstárral, hogy az állam finanszírozási

---

[2] Kamatlába megegyezik az alapkamatéval, az alapkamat legnagyobb mértékben ezen keresztül fejti ki hatását a gazdaságra.

[3] A Lengyel Nemzeti Bank pénzpiaci jegyét a kereskedelmi bankok és a Bankgarancia Alap vásárolhatja.

igényén túlmenően bocsásson ki állampapírt, s az ellenértékeként befolyó pénzt tartsa a jegybanknál vezetett kincstári számlán, ami nem része a monetáris bázisnak. Ha a jegybanki sterilizációs eszközöket a monetáris bázis részének tekintenénk, a monetáris bázis ingadozna aszerint, hogy mely sterilizációs módszert használják. a sterilizált monetáris bázist azonban nem hagyhatjuk figyelmen kívül vizsgálatunk során: ezt potenciális monetáris bázisnak kell tekintenünk, mivel, amint a sterilizáció véget ér, az összeg megjelenik a monetáris bázisban.

A KBER gyakorlata szerint az érméket általában a nemzeti kormányok adják ki[4], és nem részei a monetáris bázisnak. A Maastrichti Szerződés 106. paragrafusa szerint az EKB-nak joga van megállapítani az egyes kormányok által kiadható érmék mennyiségét, s él is ezzel a joggal. Az EU-hoz csatlakozott volt szocialista országokban az érméket a jegybankok adják ki, s részét képezik a monetáris bázisnak. (A kivétel Szlovénia volt, ahol az euró bevezetéséig az állam adta ki az érméket.) Ez a különbség kissé gyöngíti majd az összehasonlíthatóságot a vizsgált országok és az euró-övezet között, de ez a torzítás elhanyagolható. Az MNB és a Lengyel Nemzeti Bank éves jelentéseiből, valamint egyéb forrásokból szerzett adatok szerint[5] az érmeállomány 1-3%-át teszi ki a forgalomban lévő készpénzmennyiségnek. Legalacsonyabb az arány Észtországban (1%), míg a többi országokban 2-3% körüli.

---

[4] Ausztria kivételével, ahol a pénzverde az Osztrák Nemzeti Bank 100%-os leányvállalata.

[5] Köszönet Barta Vit-nek (Cseh Nemzeti Bank), Martti Ranveer-nek (Észt Nemzeti Bank) és és Robert Pazitny-nek (Szlovák Nemzeti Bank)

A monetáris bázis különben amellett, hogy a seigniorage számítási alapját képezi, a jegybankok elemző munkájában is jelentős szerepet játszhat. Ez a legkönnyebben hozzáférhető monetáris aggregátum, akár folyamatosan figyelemmel kísérhető a jegybank információs rendszerében, és naprakész információt nyújthat a gazdaság állapotáról. A következtetések levonásához a szezonális változásokat, a készpénztartás és készpénzkezelés változásait, a kötelező tartalék szabályozásának változásait is figyelembe kell venni.

3.2. Monetáris seigniorage

A kilencvenes évekig (pl. Fisher, 1980) a legelterjedtebb seigniorage-definíció a monetáris seigniorage volt, amely a monetáris bázis növekménye egy meghatározott időszak, általában egy év alatt. Ez a definíciót még ma sem halt el teljesen, ezt használja Halpern és Neményi (2002), s Buiter (2007) szerint a szó szoros értelmében csak a monetáris seigniorage tekinthető seigniorage-nak.

E definíció szerint a monetáris bázis növekménye a központi bank (vagy az állam) nyereségének tekinthető, a monetáris bázis létrehozása költségeinek, tehát a kereskedelmi bankoknak fizetett kamat, a bankjegynyomtatás és a bankjegykibocsátás, az elhasználódott bankjegyek cseréje költségeinek levonása után. E definícióból az következik, hogy a monetáris bázis csökkenése esetén a jegybanknak vesztesége keletkezik. Ez a definíció nem felel meg a jelenleg elfogadott általános számviteli szabályoknak, mert ezek a monetáris bázist kötelezettségvállalásnak tekintik. A kötelezettségvállalás növekedése csak csalárd könyvelés, például pilótajáték esetén tekinthető nyereségnek.

Az euró-övezethez történő csatlakozás esetén a nemzeti bankjegyeket kicserélik euró bankjegyekre, s a Nemzeti Banknál vezetett számlákat konvertálják euró-számlákká. Ezt a folyamatot úgy is tekinthetjük, hogy a központi bank euróban kifizeti az eddig nemzeti valutában tartott monetáris bázist a lakosságnak, a vállalatoknak a kereskedelmi bankoknak és a külföldieknek. Ez is bizonyítja, hogy a monetáris bázist kötelezettségvállalásnak kell tekintenünk. (A későbbiekben látni fogjuk, hogy az ügy bonyolultabb.)

Szélesebb értelemben a monetáris seigniorage-t akkor tekinthetnénk nyereségnek, ha a monetáris bázis nem piacképes, a piacinál alacsonyabb kamatozású, vagy kamatmentes államadósságnak a költségvetéstől a jegybank által történt megvásárlása révén növekedne, tehát a monetáris bázissal szemben lévő jegybanki eszközök ezekből a tételekből állnának. Ez azonban nem valósulhat meg az EU tagállamaiban, s általában a fejlett államokban, mivel a jegybanktörvények ezekben az országokban tiltják, hogy a jegybank a költségvetést közvetlenül finanszírozza. (A jegybank tarthat tárcájában állampapírokat, de ezeket csak a piacon szerezheti be.)

A monetáris seigniorage-nak még mindig van jelentősége azokban az országokban, amelyekben az adóbehajtás nem hatékony, s a tőkepiac fejletlen. Ezen országok kormányai rákényszerülnek arra, hogy a monetáris bázis növelésével, a bankópréssel, tehát inflációval finanszírozzák a kormányzati kiadásokat.

3.3 Fiskális seigniorage, inflációs adó, monetáris jövedelem

A volt szocialista országok seigniorage-jövedelmét vizsgáló újabb irodalom (pl. Kun (1996), Dedák (1996), Holub (2001), Schobert (2001), Tymoczko (2001), Czeti és Hoffmann (2006)) a fiskális seigniorage definíciót részesíti

előnyben, amely a jegybank mérlegében a pénzteremtés révén keletkezett eszközök hozama a pénzteremtéssel kapcsolatos költségek levonása után.

A fiskális seigniorage-zsal rokon fogalom az inflációs adó. Ez abból indul ki, hogy az állam egy sajátos vagyonadót vet ki a monetáris bázis tulajdonosaira, amelynek mértéke az infláció.

Cukierman et al. (1992), valamint Aisen és Veiga (2005) kimutatták, hogy a politikai instabilitás, a demokrácia hiánya, a nagy szociális különbségek is növelik a monetáris, seigniorage-t, illetve az inflációs adót. (A költségvetés jegybank hitelezésére a későbbiekben látni fogunk példát Nyugat-Afrikában.) A bankópréssel történő deficit-finanszírozás azonban egyre kevésbé hatékony, mivel a tőkemozgások nemzetközileg egyre elterjedtebb liberalizálása miatt az e módszert alkalmazó országok nemzeti valutáitól egyre könnyebben elfordulhatnak a befektetők, s a hazai lakosság is. (Kroszner 2006.) A stabilizáció után is hosszabb ideig eltart, amíg a bizalom helyreáll. A monetáris bázis növelésével történő deficit-finanszírozás kudarcának legfrissebb példája Zimbabwe, ahol a több évig tartó hiperinfláció után[6] 2009 januárjában engedélyezték külföldi valuták használatát a kiskereskedelemben. Ez gyakorlatilag a hazai pénz használatának megszűnését eredményezte, amit 2009 áprilisában el is ismertek, s deklarálták a hazai pénz megszűnését.

---

[6] Az IMF becslése szerint 2008 decemberében az infláció 500 milliárd százalék volt, a hivatalos adat 200 millió százalék. Thomson-Reuters 2009.07.16. NZZ Online 2009.04.12.

A három, különbözőképpen definiált seigniorage között van kapcsolat. Ha elvonatkoztatunk a bankjegygyártás költségeitől, s a kereskedelmi bankok jegybanknál elhelyezett betétei után fizetett kamattól, a monetáris seigniorage S_1, a fiskális seigniorage S_2, illetve az inflációs adó (S_3) következőképpen írható fel.

(1) $S_1 = dH$

(2) $S_2 = iH$

(3) $S_3 = pH$

ahol d a növekményt, i a kamatlábat, p az inflációt jelöli. Ha eltekintünk attól a különbségtől, hogy H az (1) egyenletben év végi érték, a (2) és (3) egyenletben éves átlagos érték, látható, hogy a három seigniorage akkor egyenlő, ha a monetáris bázis növekménye egyenlő a kamatlábbal, illetve az inflációval. Ez például akkor fordul elő, ha a monetáris bázis forgási sebessége7 állandó, s a reálkamatláb megegyezik a nominális gazdasági növekedéssel. Általánosságban is elmondható, hogy ha magasabb az infláció, a monetáris bázis általában gyorsabban nő, mint alacsonyabb infláció esetén, s ekkor a monetáris bázisnak megfelelő jegybanki eszközök nominális hozama is magasabb. Ugyanez fordítva is igaz. Tehát a három seigniorage általában egyszerre nő vagy csökken.

A Központi Bankok Európai Rendszere (KBER) a seigniorage és a *monetáris jövedelem* (monetary income) fogalmát szinonimaként használja, a monetáris jövedelem használata gyakoribb. A KBER és az Európai Központi Bank (EKB) alapokmánya 32. 1. cikkelye szerint a monetáris jövedelem "az a

[7] Forgási sebesség = Pénzmennyiség/GDP

jövedelem, amely nemzeti központi bankokban a KBER monetáris politikai feladatai ellátása során felhalmozódik.” Ez a definíció szoros kapcsolatban áll a fiskális seigniorage-zsal, mivel a pénzkibocsátás és annak megkövetelése, hogy a kereskedelmi bankok tartalékot tartsanak a jegybanknál, monetáris politikai feladat. Van azonban egy lényeges különbség. Monetáris politikai feladat lehet a sterilizáció, amely olykor igen költséges, és a devizapiaci intervenció is, amely ugyancsak költségekkel jár, de ha sikeres, végső soron nyereségesnek is bizonyulhat. A vizsgált országok többségében általában a nagy külföldi tőkebeáramlás következtében sterilizációra kerül sor, amely esetenként jelentős költséggel jár. Hangsúlyozni kell, hogy a jegybankok az intervenciók, sterilizációk során nem a jegybank nyereségére gyakorolt hatást tartják szem előtt, hanem azt, hogy a műveletek hogyan hatnak az inflációra, illetve a gazdaságra.

A tanulmányban az EKB alapokmánya definíciójából indulok ki, de nem tekintem a seigniorage-t és a monetáris jövedelmet szinonimának. Definícióm szerint a seigniorage a monetáris jövedelem része. Eszerint a seigniorage-t csak a kötelező tartalékra fizetett kamat, a bankjegyek nyomtatási költsége az érmék verési költsége csökkenti, feltéve, hogy az érméket a jegybank bocsátja ki. Ennek megfelelően a seigniorage-nak pozitívnak kell lennie, kivéve az olyan eseteket, amikor a monetáris bázis, vagy annak jelentős része deviza vásárlása következtében jött létre, s a hazai valuta felértékelődése nagyobb, mint a monetáris bázis ellenételét képező devizaeszközök hozama. A monetáris politika alkalmazásának egyéb eszközei növelhetik és

csökkenthetik is a jegybank nyereségét, amely így jelentősen eltérhet a seigniorage-tól.

Más kérdés, hogy mennyire költségesek az egyes országok központi bankjai által választott monetáris politikák.[8] Nyilvánvalóan, a központi bankok első sorban nyereségüket (így többek között a seigniorage-ból származó nyereségüket) és tartalékaikat használják fel a monetáris politika vitelével kapcsolatos költségek fedezésére, de ha ezek nem elégségesek, a kormányok szubvencionálják a jegybankot. Ha a monetáris politika vitelével kapcsolatos jegybanki intervenció végül nyereségesnek bizonyul, az ebből származó jövedelem nem része a seigniorage-nak.

Van egy gyakorlati megfontolás is a mögött, hogy miért nem vontam be az intervenciók költségét illetve jövedelmét a vizsgálatokba. A jegybankok ugyanis gyakran szűkszavúak az intervenciók költségeit illetően, s ha közölnek is információt, az nem biztos, hogy az összes költséget tartalmazza, mivel lehetséges, (bár nem tipikus,) hogy az intervenciók végrehajtásában munkamegosztás van a jegybank és az állam között.[9]

---

[8] Schobert (2001) bemutatja, hogy az észt és a szlovén monetáris politika vitele a kilencvenes években sokkal kevésbé volt költséges, mint a többi csatlakozó országoké.

[9] Magyarországon az intervenciók léte is titok. Kiszivárgott hírek szerint a Magyar Nemzeti Bank a 2009-ben alkalmazott devizapiaci intervenciókat a bázeli ínemzetközi Fizetések Bankján (BIS) keresztül hajtja végre, oly módon, hogy a BIS bíz meg egy vagy több nemzetközi kereskedelmi bankok az intervenció végrehajtásával. Az elvi döntést a Monetáris Tanács hozza meg, a konkrét megbízásokról az MNB-ben csak két személy, az elnök és az illetékes főosztályvezető tud. Az intervenciókról információt

E definíció alkalmazása mellett is indokolt lehet azonban az intervenciókkal foglalkozni. Mint látni fogjuk, a devizaárfolyam-változásoknak nagy hatása van a seigniorage-ra a csatlakozó országokban: a devizaeszközöknek nagyobb a súlya a jegybank mérlegében, mint a devizaforrásoknak, ezért a felértékelődés csökkenti, a leértékelődés növeli a seigniorage-t. Az intervenciók általában a felértékelődést csökkentik, ezért az intervenciók hiánya csökkentené a seigniorage-t. Bár az intervenciók célja nem a seigniorage növelése, érdekes lenne az intervenciók e hatásának vizsgálata. Ez azonban túlmenne a dolgozat keretein.

Meg kell jegyezni, hogy a jegybanknak lehet olyan nyeresége is, amely nem része a seigniorage-nak vagy a monetáris jövedelemnek. Ez olyan tartalékok kezeléséből keletkezhet, amelyek nem a monetáris bázis kibocsátásával jöttek létre, vagy olyan szolgáltatásokból, amelyet a jegybank a kereskedelemi bankoknak, az államnak vagy az állampolgároknak végez. A tanulmány a jegybanki nyereség e részével nem foglalkozik.

Hochreiter és Rovelli (2002) a seigniorage részének tekinti azokat a jövedelmeket, amelyek a korábbi években tartalékba helyezett seigniorage jövedelmek hozamaiból származnak. Tanulmányomban nem követem ezt a számítást, mivel gondolatmenetem szerint a tartalékképzés a seigniorage

---

nem közölnek, s azok az MNB mérlegéből sem olvashatók ki, legfeljebb következtetni lehet rájuk. (Brückner 2009)

egyik felhasználási módja, ezért a tartalék hozamának seigniorage-ként való számbavétele kettős számbavételt eredményezne.

4. Seigniorage néhány, az EU-hoz újonnan csatlakozott országban

A következőkben az EU-hoz 2004-ben csatlakozott volt szocialista országok: Csehország, Észtország, Lengyelország, Lettország, Litvánia, Magyarország, Szlovákia és Szlovénia seigniorage jövedelmét vizsgálom, és összehasonlítom az euró-övezet seigniorage jövedelmével. Továbbá megvizsgálom, hogy az euró-övezethez való csatlakozás, tehát az önálló pénzről való lemondás hogyan befolyásolja a csatlakozó országok és az euró-övezet jelenlegi tagjainak seigniorage jövedelmét. Nem foglalkozom Ciprussal és Máltával, s a 2007-ben csatlakozott Bulgáriával és Romániával. Feltételezhető azonban, hogy az eredmények a hasonló adottságok miatt Bulgáriára és Romániára is vonatkoztathatók.

4.1. A kötelező tartalék utáni seigniorage

A kereskedelmi bankoknak a jegybanknál tartott kötelező tartalékai a monetáris bázis részét képezik, s miként az előzőekben kifejtettem, a seigniorage alapját képezik, az ezen képződő seigniorage-t azonban csökkenteni kell a kötelező tartalékra fizetett kamattal.

A kötelező tartalék korábban a monetáris szabályozás talán leglényegesebb eleme volt. Egyrészt korlátozta a kereskedelmi banki pénzteremtést, a hitelpénz teremtését, másrészt a prudenciális szabályozásban is jelentős szerepet játszott. Jelenleg a prudenciális szabályozásra jóval kifinomultabb eszközök állnak rendelkezésre, hála a Bázeli Bizottság munkájának (korrigált

szavatoló tőke, fizetőképességi mutató, különböző modellek), s ezek az eszközök sokkal hatékonyabban szabályozzák a hitelpénz teremtését is.

Egyes vélemények szerint (például Zaleska 1999) a kötelező tartalék, mint szabályozási eszköz elavult, korlátozza a bankok működését, s arra ösztönöz, hogy a hitelközvetítés a bankrendszeren kívül, kontrollálatlanul valósuljon meg. A kötelező tartalékot azonban még ma is használják, s –történelmi emlékként – egyes országokban látszólag még prudenciális szereppel is felruházzák: a hosszabb lejáratú betétek után kevesebb tartalékot kell képezni, vagy egyáltalán nem kell képezni tartalékot.

A kötelező tartalék még ma is több célt szolgál. A tartalék előírása stabilizálja a monetáris bázis iránti keresletet, amely a monetáris politika hatékonyságát biztosítja. Növeli a bankrendszer biztonságát, mivel egy bank jegybanki tartalékai felszabadíthatók, ha a szóban forgó bank nehéz helyzetbe kerül. Ezáltal egy bank válságának tovagyűrűző hatásai csökkenthetők. A kötelező tartalékok emellett növelik a bankközi átutalások hatékonyságát és megbízhatóságát, mivel a kereskedelmi bankok a kötelező tartalékot a jegybanknál vezetett folyószámlájukon tartják, s a tartalék-kötelezettséget csak kétheti vagy havi átlagban kell teljesíteniük. Ezért, ha egy kereskedelmi bankból induló giró átutalások meg is haladják, illetve a bankba érkező átutalások nem érik el a bank által számított becsült értéket, ez a kötelező tartalék puffer szerepe miatt nem okoz problémát. A kötelező tartalék segítséget nyújt a bankrendszer túlzott likviditásának csökkentéséhez, növelheti az ország hivatalos devizatartalékait, amennyiben a kereskedelmi bankok devizahitelt vesznek fel a tartalék-követelmény teljesítése érdekében, s a devizát a jegybanknál váltják át hazai fizetőeszközre. Ha a devizahitelt a piacon váltják át, a hazai fizetőeszközt erősíti. Emellett seigniorage

jövedelmet is biztosítanak a jegybank számára, ha a kötelező tartalékra fizetett kamat alacsonyabb a piaci kamatoknál.

Az Európai Központi Bank, illetve az euró-övezet központi bankjai a kereskedelmi bankok kötelező tartalékai után az alapkamatot fizetik. A tartalékráta 2%, a két éven túli betétek után nem kell tartalékot képezni. A dupla tartalékolás elkerülése érdekében mentesek a tartalékképzés alól azok a bankközi források, amelyek után a forrást nyújtó bank már lerótta tartalékolási kötelezettségét. Emellett valamennyi hitelintézet százezer euróval csökkentheti tartalékolási kötelezettségét, valamennyi tagállamban, ahol működik. (European Central Bank 2008) Ez a rendelkezés a kisebb bankok felé tett gesztus.

Mivel az euró-övezetben az alapkamat a refinanszírozási kamatláb, tehát ezen a kamaton kapnak hitelt a kereskedelmi bankok értékpapír fedezet mellett. Ha a kereskedelmi bankok a kötelező tartalékként elhelyezett összeget jegybanki hitel formájában teremtették elő, csupán annyi történik, hogy a kereskedelmi bank hitelt vesz fel a jegybanktól, s a pénzt elhelyezi kötelező tartalékként. Amennyi kamatot fizet a hitelért, ugyanannyit visszakap. Seigniorage a kötelező tartalékon nem képződik. Ha a kereskedelmi bankok a kötelező tartalékként elhelyezett jegybankpénzt úgy teremtették, hogy devizát vagy állampapírt adtak el a jegybanknak, lehet hogy a jegybank keres a kötelező tartalékon, lehet, hogy a kereskedelmi bank, de seigniorage-ról itt sem beszélhetünk.

A volt szocialista országok bankrendszerei törékenyebbek, mint az euró-övezet országainak bankrendszerei, ez indokolhatja, hogy a csatlakozó országokban a kötelező tartalékok magasabbak legyenek, mint az euró-övezetben. A magasabb kötelező tartaléknak azonban van egy negatív

mellékhatása: csökkenti a hazai bankrendszer határon átnyúló versenyképességét a külföldi bankokkal szemben, mivel a magasabb kötelező tartaléknak magasabbak a költségei a kereskedelmi bankok számára. Nem a seigniorage miatt, hanem amiatt, hogy a kötelező tartalékban tartott összeget a kereskedelmi bank nem tudja magasabb kamatjövedelmet biztosító vállalati vagy lakossági hitelezésre fordítani. Ez a hatás annál erőteljesebb, minél inkább lazulnak a határon átnyúló hitelezési korlátozások. Mivel a vizsgált országok vállalatai külföldről is felvehetnek hitelt, s a külföldi székhelyű bankok az előnyösebb kötelező tartalék előírások miatt alacsonyabb kamatokat tudnak ajánlani, ezek a bankok elvonhatják a legjobb adósokat a belföldi bankpiacról. Ezért érthető, hogy a szóban forgó országok csökkentik a kötelező tartalék mértékét. A tartalékráta csökkentésének gyakori hivatalos magyarázata, hogy növekedjen a hazai bankrendszer versenyképessége, s hogy a hazai tartalékráta közeledjen az euró-övezetéhez.

Magyarországon a tartalékráta a kilencvenes években a 10%-ot bőven meghaladta, a legnagyobb mértéket, 17%-ot 1995-96-ban érte el. A ráta fokozatosan csökkent, 2008 novemberében 5%-ról 2%-ra mérséklődött. A mérséklésben minden bizonyal szerepet játszott, hogy a jegybank a pénzügyi válság miatti, a kereskedelmi bankokat sújtó likviditás-szűkét mérsékelje. A két éven túli és a bankközi betétek mentesek a tartalékolás alól. A kamat mértéke a mindenkori alapkamat.

Csehországban is 2% a tartalékráta, a két éven túli betéteket itt sem terheli tartalékolási kötelezettség. A kamat a kéthetes repókamat.

Lengyelországban valamivel magasabb, 3% a tartalékolási követelmény, az állomány a leszámítolási kamatláb 90%-ával kamatozik.

Észtországban a valutatábla-rendszer nagy likviditás-igénye miatt különösen magas, 15% a kötelező tartalékráta, a tartalék után az EKB betéti kamatát fizetik. A magas tartalékot az is indokolja, hogy a jegybank nem tud fellépni, mint végső hitelező, mivel a valutatábla rendszer játékszabályai nem teszik lehetővé, hogy hitelt nyújtson. A tartalékot devizában is lehet teljesíteni, sőt, jó minőségű, s megfelelő likviditású értékpapírokat is elfogadnak tartalékként. (Ebben az esetben az értékpapír hozama a tartalékoló kereskedelmi bankot illeti.)

Litvániában 4% a tartalékráta, s ugyanannyi kamatot fizetnek a tartalék után, mint az EKB. A rátát pénzügyi válság kirobbanását követően, 2008 októberében csökkentették az addigi 6%-ról.[10]

Látható, hogy bár a tartalékolási követelmények valamivel szigorúbbak, mint az euró-övezetben, a kötelező tartalékon a vizsgált országok sem kívánnak keresni, seigniorage nem, vagy csak elhanyagolható mértékben képződik a kötelező tartalékon. Ezért csak a készpénzállományt kell vizsgálnunk.

4.2. Seigniorage a készpénzállományon

Míg a kötelező tartalékon képződő seigniorage-t a jegybank befolyásolni tudja a tartalékolásba bevont kereskedelmi banki források, a tartalékráta, és a tartalékra fizetett kamat meghatározásával, a készpénzállományon képződő seigniorage vonatkozásában passzív szereplő. A forgalomban lévő készpénzállomány a lakosság, illetve kisebb mértékben a kereskedelmi

[10] Az adatok a nemzeti bankok honlapjáról származnak, a 2009. augusztusi állapotot tükrözik.

bankok és a vállalatok készpénztartási szokásaitól függ. A különböző országok készpénztartási szokásait szemlélteti az 1. számú táblázat. (Az alapadatokat a 3. számú függelékben közlöm.)

1. számú táblázat

Készpénzállomány/GDP folyó áron

	2005	2006	2007	2008
Csehország	0,093	0,093	0,094	0,098
Észtország	0,054	0,052	0,049	0,048
Lengyelország	0,060	0,064	0,068	0,071
Lettország	0,086	0,084	0,070	0,062
Litvánia	0,083	0,085	0,087	0,081
Magyarország	0,071	0,077	0,079	0,083
Szlovákia	0,080	0,081	0,079	0,071
Szlovénia	0,029	0,028	…	…
Euróövezet*	0,065	0,070	0,072	0,075
Vizsgált országok	0,069	0,072	0,072	0,074
Euroövezet + vizsgált országok	0,069	0,070	0,072	0,075

* mindenkori

Forrás: Nemzeti bankok és az EKB honlapja, Eurostat, saját számítás

Az arány a vizsgált négy év alatt mindkét országcsoportban nőtt, ami összefüggésben lehet azzal, hogy a vizsgált időszakban nőtt a lakosság jövedelme, vásárlóereje, az infláció nem volt jelentős, tehát a készpénztartásnak nem volt számottevő haszonáldozata. Az azonban feltűnő, hogy az euró-övezet lakosságának készpénztartása jobban növekedett, mint a volt szocialista országoké. Az adatokból az is látható, hogy az euró-övezet és a 2004-ben az EU-hoz csatlakozott volt szocialista országok készpénztartási szokásai között összességében nincs lényeges különbség, bár az egyes országok között lényeges különbségek vannak.

Legkevesebb pénzt a szlovénok tartottak maguknál, legalábbis addig, amíg meg nem szűnt önálló valutájuk, a legtöbbet a csehek. A készpénzállomány/GDP arány általában növekedett a vizsgált időszakban, kivétel a balti országokban megvalósult 2008. évi csökkenés, ami valószínűleg az ezeket az országokat különösen sújtó gazdasági válsággal függ össze. Csökkent az arány Szlovéniában és Szlovákiában az euró bevezetése előtti utolsó évben. Ez általános jelenség: a bevezetés előtt sokan bankszámlára helyezik a korábban maguknál tartott készpénzt, hogy az átváltás zökkenő mentesebb legyen. Az euró bankjegyek első bevezetése előtt, 2001-ben, az euró-övezet készpénzállománya 5%-ra csökkent az előző évi 5,5%-ról, s 2002-ben még alacsonyabb, 4,5% volt az arány. (Kun 2004)

Az euró-övezet és a vizsgált országok készpénztartási szokásai közti jelentéktelen különbség meglepő: azt várnánk, hogy a fejlettebb pénzügyi kultúrával rendelkező országokban – s az euró-övezet országai a vizsgált országokhoz képest ilyenek – elterjedtebbek a készpénz kímélő fizetések, ezért ott a készpénz szerepe kisebb, tehát alacsonyabb a készpénz/GDP arány.

Még meglepőbb a különbség, ha a készpénzállomány és a vásárlóerő paritáson számított GDP arányát vizsgáljuk (2. számú táblázat). Az adatok azt mutatják, hogy az euró-övezet országainak lakosai lényegesen több, 2008-ban átlagosan több mint másfélszer annyi áru és szolgáltatás vásárlására elegendő készpénzt tartottak maguknál, mint a volt szocialista országok lakosai.

2. számú táblázat

Készpénzállomány/GDP vásárlóerő paritáson

	2005	2006	2007	2008
Csehország	0,053	0,056	0,058	0,069
Észtország	0,032	0,033	0,033	0,034
Lengyelország	0,033	0,037	0,041	0,047
Lettország	0,044	0,048	0,045	0,045
Litvánia	0,043	0,046	0,049	0,051
Magyarország	0,044	0,046	0,051	0,055
Szlovákia	0,042	0,045	0,048	0,047
Szlovénia	0,022	0,021	0,000	0,000
Euróövezet*	0,067	0,072	0,073	0,078
Vizsgált országok	0,039	0,042	0,045	0,050
Euroövezet + vizsgált országok	0,068	0,069	0,070	0,075

* mindenkori

Forrás: Nemzeti bankok honlapja, EKB honlapja, EUORSTAT honlapja

Az euró-övezet meglepően magas, s növekvő készpénz-tartása minden bizonnyal annak következménye, hogy az euró az amerikai dollár mellett a második világpénz, s nem euró-övezeti országokban is használják. Túl azon, hogy Montenegróban és Koszovóban törvényes fizetőeszköz, még sok más országban is a lakosság - és főleg a feketegazdaság - széles körben tart euró-bankjegyeket. Korábban a német márka töltötte be ezt a szerepet, de valószínű, hogy az euró ilyen szerepe már meghaladja a német márkáét. Ezt támasztja alá, hogy a 2002. évi 4,5%-os arány is elegendő volt a készpénzforgalom zökkenőmentes működéséhez az euró-övezetben, s az eurót

már akkor is hivatalosan használó övezeten kívüli országokban. (Kun 2004) Az euró-bankjegyek népszerűségét fokozza, hogy a legnagyobb euró-bankjegy címlet jelentősen meghaladja a legnagyobb használatban lévő amerikai dollár címlet értékét, hogy a bankjegyek nehezen hamisíthatók, s hogy az euró iránt nagy a nemzetközi bizalom.

4.3. A monetáris jövedelem keletkezése és felosztása az euró-övezetben

A Központi Bankok Európai Rendszere és az Európai Központi Bank alapokmánya szerint az EKB monetáris jövedelméből az övezet központi bankjai az EKB tőkéjéhez való hozzájárulás alapján részesülnek. Az EKB jegyzett tőkéje az Alapokmány[11] szerint öt milliárd euró, de a Kormányzótanács 2004-ben, a tíz új ország EU-csatlakozása előtt úgy döntött, hogy új tagok hozzájárulása tőkeemelés formájában valósul meg. Bulgária és Románia csatlakozása óta a jegyzett tőke 5 milliárd 760 millió euró. A tőkéhez való hozzájárulás egy tőkejegyzési kulcs alapján történik. (Alapokmány 29.1. cikk.) A tőkejegyzési kulcs számításában valamennyi KBER-tagország, tehát valamennyi EU tagország részt vesz. A tagországok súlyát 50%-ban a súly megállapítása előtti második év EU-népességszámból való részesedés, s 50%-ban a megállapítást megelőző második-hetedik év piaci áron számított átlagos GDP-jéből való részesedés arányában kell meghatározni. A súlyokat ötévente módosítani kell, de módosítani kell öt éven belül is minden olyan esetben, amikor a KBER tagjainak a száma

[11] Az Európai Unió Hivatalos Lapja 2006. 12. 29.-i számában megjelent konszolidált szöveg alapján.

változik. (Az öt éven belüli módosítás nem érinti az ötévente esedékes rendszeres módosítást.)

Az euró-övezetben résztvevő tagok jegyzett tőkéjük 100 százalékát befizetik, ez 2009-ben 4020 millió euró. Az euró-övezetben nem résztvevő tagok jegyzett tőkéjük hét százalékát fizetik be, s a monetáris jövedelemből nem részesednek.[12] Ezek az országok 2009-ben összesen 122 millió euróval járulnak hozzá az EKB befizetett tőkéjéhez. Befizetett tőkéjük hozama tehát az EKB működési költségeihez való hozzájárulásként fogható fel. Az MNB által befizetett 5,6 millió euró éves hozama durván két EKB-ban dolgozó munkatárs éves jövedelmének felel meg, nem tekinthető tehát túlzottnak. (A 2009. évi tőkejegyzési kulcsokat, valamint az egyes országok nemzeti bankjai által jegyzett és befizetett összegeket a 4. számú függelékben mutatom be.)

A hitelintézetek folyószámlájukat a székhelyük szerinti nemzeti bankban vezetik, tehát itt jelennek meg a kötelező tartalékok is. A számlaegyenlegeknek megfelelő eszközöket a nemzeti bankok kezelik. Az Alapokmány 32.2 cikkelye értelmében meg kell jelölniük azokat az eszközöket, amelyek a hitelintézetek folyószámla-egyenlegének megfelelői. Ezek hozama – a hitelintézeteknek kifizetett kamatok után – a nemzeti bankok monetáris jövedelmének része, amit a monetáris unióban résztvevő bankok tőkejegyzési kulcsainak arányában osztanak fel. (Alapokmány 32.5)

---

[12] Eredetileg öt százalékot kellett befizetni, az arányt 2004-ben, a tíz új ország belépése előtt emelték fel.

A bankjegyállományhoz kapcsolódó eszközök kezelése a következőképpen történik. A készpénzállomány 8%-át az EKB-hoz rendelik, s a többit az alaptőkéhez való hozzájárulásuk arányában az euró-övezet jegybankjaihoz. Ha bárhol az övezetben egy jegybank bankjegyet bocsát ki, vagy von be, a kibocsátás, illetve a bevonás az övezet összes jegybankjának mérlegében (és az EKB mérlegében is) az alaptőkéhez való hozzájárulás, illetve a 8% arányában megjelenik. A tényleges kibocsátás és a jegybankmérlegben való megjelenés különbségét a nemzeti jegybankok egymásnak kifizetik. A mérlegben megjelenő bankjegyállománynak megfelelő eszközöket – a folyószámla állománynak megfelelő eszközökkel egyezően - külön ki kell mutatni, s ezek kezelését a nemzeti jegybankok önállóan végzik. Az egyes jegybankoknál képződő seigniorage-t a nemzeti jegybankok az alaptőke hozzájárulás arányában újraosztják.

A kialakított szabályok racionalitásának megítélésénél figyelembe kell vennünk, hogy a szabályok hosszas tárgyalások, kompromisszumok eredményeként jöttek létre, melyek során nem csak az egyes nemzeti jegybankok érdekei, hanem azokon belül a különböző részlegek, főosztályok érdekei is ütköztek.

Egyszerűbb megoldás lenne, ha az egész bankjegyállomány az EKB mérlegében jelenne meg, a nemzeti jegybankok a bankjegykibocsátást az EKB ügynökeként végeznék, s a bankjegyállománynak megfelelő tartalékokat az EKB kezelné. Ez a megoldás azonban a nemzeti jegybankok treasury részlegei tevékenységének szűkülésével járt volna, valószínűleg ezért nem ezt választották.

Az a megoldás is áttekinthetőbb lenne, ha a bankjegyállomány annak a jegybanknak a mérlegében maradna, amely azt ténylegesen kibocsátotta. Ez is

sértené egyes jegybankok treasury részlegeinek érdekeit, mivel a turizmus miatt egy természetes bankjegyáramlás valósul meg az északi országokból a déli országokba. (A német turisták például magukkal viszik a német kereskedelmi bankok által a Bundesbanktól megvásárolt bankjegyeket Spanyolországba, s ott költik el.) Ezért a déli országok kereskedelmi bankjai kevesebb bankjegyet vásárolnak a jegybanktól, illetve a turizmussal a déli országokba került bankjegyek a déli országok jegybankjai zúzdáiban fejezik be pályafutásukat, csökkentve az ott kimutatott bankjegyállományt. A déli országok jegybankmérlegeiben kimutatott bankjegyállomány az évek során elfogyna, s ezzel párhuzamosan a treasury munkája is csökkenne. És különben is: hogyan nézne ki egy jegybankmérleg bankjegyállomány nélkül?

Az EKB-hoz rendelt bankjegyállománynak megfelelő seigniorage-t csak abban az esetben osztják fel a nemzeti jegybankok között, ha a felosztás után az EKB nyereséges, illetve a felosztás csak olyan mértékig történik, hogy az EKB-nak ne legyen vesztesége. (2007-ben és 2008-ban a felosztásra sor került, 2006-ban és 2005-ben csak részlegesen osztották fel ezt a jövedelmet, 2004-ben és 2003-ban az EKB veszteséges volt, ezekben az években nem került sor az EKB-hoz rendelt bankjegyállománynak megfelelő seigniorage felosztására. A veszteséget az euró felértékelődése okozta, melynek következtében a külföldi devizában – döntően dollárban – tartott portfoliók leértékelődtek. A 2005. és 2006. év alacsony nyereségéhez az alacsony dollár-kamatok is hozzájárultak.)

Egy cég veszteségét végső soron a tulajdonosok viselik, vagy úgy, hogy befektetésük leértékelődik, végső esetben elveszti értékét, vagy úgy, hogy a veszteséget befizetik a cégbe. Bár az Európai Központi Bank egy egészen különleges „cég”, ebben az esetben sincs másként. A különlegesség – többek között - az, hogy a bank nem a tulajdonosok akaratából, hanem a Maastrichti

Szerződéssel jött létre, a tulajdonosok jogai nem tőkearányosak, a menedzsment tagjainak is van tulajdonosi joga. Mindazonáltal, a tulajdonosok a részvevő országok nemzeti bankjai, jegyzett tőkéjük arányában. Az euró-övezet bankjegyállománya nyolc százalékának az EKB-hoz való rendelése azt eredményezi, hogy az esetleges veszteség tényleges befizetésére ne, vagy csak jóval ritkábban kerüljön sor: egy ilyen befizetésnek ugyanis a résztvevő országokban politikai felhangja lenne, míg az, hogy a nyolc százalékból kevesebb kerül szétosztásra, vagy elmarad a szétosztás, a politika ingerküszöbét nem éri el. (A tagországok politikusainak döntő többsége valószínűleg nem is érti a rendszert.) A rendszer további elemei – bár végső soron racionálisak, tovább nehezítik az áttekinthetőséget.

Az övezet országai alaptőke-hozzájárulásukon felül, annak tízszeresét is kötelesek befizetni az EKB-ba. Erre a befizetésre azért van szükség, hogy az EKB-nak megfelelő eszközei legyenek monetáris politikai céljai megvalósítására. Ezért a hozzájárulásért a nemzeti központi bankok az alapkamat 80%-át kapják. Ha ezeknek a tartalékok kezelése során magasabb hozam realizálódik, s az EKB költségei, illetve egyéb vesztesége a magasabb hozamot nem emészti fel, a hozam a tőkejegyzési kulcs arányában szétosztásra kerül.

1999. és 2007. között átmeneti rendelkezések voltak érvényben.[13] Ezek szerint 1999 és 2001 között, amikor az euró még fizikailag nem létezett, a forgalomban lévő nemzeti bankjegyek által képződött seigniorage-t a nemzeti

13 ECB/2000/19. ECB/2001/16. ECB/2003/22. és ECB/2003/22. határozatok

jegybankoknál hagyták, nem osztották újra. Az euró készpénzre történt áttérés, 2002. január 1. után az átmeneti rendelkezések azt célozzák, hogy kiegyenlítsék a készpénzforgalom történelmi különbségeit, nevezetesen a forgalomban lévő nemzeti bankjegyeknek az euróra való áttérés előtti állománya és az alaptőke-hozzájárulás aránya alapján az országra eső euró készpénzállomány különbségét. Eszerint 2002-ben az 1999. július 1. és 2001. június 30. közti átlagos nemzeti készpénzállomány arányában részesedtek az országok az euró-övezet seigniorage-ából, s 2007-ig évente csökkenő mértékben még szerepet játszott az átváltás előtti készpénzállomány. (Az átmeneti rendelkezések első sorban Németország érdekében álltak, mivel ott, a márka világpénz-szerepe miatt, magasabb volt a bankjegyállomány.)

A forgalomhoz szükséges bankjegyszükségletet a nemzeti központi bankok a hozzájuk rendelt bankjegyállomány-arányok szerint kötelesek biztosítani. Szállító csak az EU területén lévő, az EKB által jóváhagyott pénzjegynyomda lehet. A jóváhagyáshoz az EKB a technikai feltételek mellett a tulajdonosok és a menedzsment feddhetetlenségét is vizsgálja. A pénzjegynyomdát a megrendelő nemzeti banknak általában tendereztetéssel kell kiválasztani, de lehetőség van arra is, hogy a nemzeti jegybank egy, a tulajdonában, vagy állami tulajdonban lévő pénzjegynyomdától tendereztetés mellőzésével rendelje meg a bankjegyeket. Ha egy pénzjegynyomda tendereztetés mellőzésével kap megrendelést egy nemzeti központi banktól, nem vehet részt más nemzeti központi bank tenderén. A bankjegyek nemzeti központi bankok közti szállítását az EKB térítésmentesen végzi.

4.4. A bankjegyállomány változása az újonnan csatlakozott országokban az euró-övezetbe történő belépés után

A továbbiakban a 8%, EKB-hoz rendelt bankjegyállománytól eltekintek, illetve ezt az állományt arányosan felosztom a mindenkori euró-övezet jegybankjai között. Azt vizsgálom, hogy ha az euró-övezethez még nem csatlakozott, 2004 óta EU-tag hat volt szocialista ország egyszerre csatlakozna az euró-övezethez, hogyan változna az egyes országokhoz rendelt bankjegyállomány. A 2009. évi tőkejegyzési kulcsokból indulok ki. Ezeknek a kulcsoknak a használata életszerű: ha 2013-ig nem kerül sor új országok EU-csatlakozására, s a hat ország övezetbe való belépése eddig az időpontig megvalósul, a bankjegyállomány elosztása valóban ezeknek a kulcsoknak az alapján valósul meg. (Elképzelhető, hogy 2013-ig EU-tag lesz Izland, Svájc vagy Horvátország, ezek felvétele azonban a kulcsokat lényegében nem változtatja meg. Az is elképzelhető, hogy bevezeti az eurót a három övezeten kívüli régi ország, esetleg Bulgária, ezzel nem foglalkozom.)

A 3. számú táblázat első oszlopa a tényleges tőkejegyzési kulcsokat tartalmazza. A végösszeg nem 100, mivel a három régi nem övezet-tag EU országgal, s a két legfrissebb taggal nem foglalkozom. A második oszlopban a tényleges tőkejegyzési kulcsokat úgy változtattam meg, hogy változatlan arányok mellett a kulcsok összege 100 legyen. A harmadik oszlopban a frissebb adatok híján a tényleges 2008. évi készpénzállományt veszem alapul. A negyedik oszlop a második és a harmadik oszlop különbségét mutatja. Látható, hogy valamennyi új ország magasabb arányban részesedik a vizsgált országok és az euró-övezet összesített készpénzállományából az övezethez

való esetleges csatlakozás után, mint az az arány, amivel a csatlakozás előtt ténylegesen részesedett.

3. számú táblázat

A bankjegyállomány változása a hat ország csatlakozása után

	Tényleges tőkejegyzési kulcs 2009	Képzett tőkejegyzési kulcs 2009	Bankjegyállomány tényleges megoszlása 2008 %	Képzett tőkejegyzési kulcs - tényleges bankjegy megoszlás
Csehország	1,4472	1,8457	1,7996	0,0461
Észtország	0,1790	0,2283	0,0952	0,1331
Lengyelország	4,8954	6,2435	3,2133	3,0302
Lettország	0,2837	0,3618	0,1767	0,1851
Litvánia	0,4256	0,5428	0,3257	0,2171
Magyarország	1,3856	1,7672	1,0909	0,6763
Euróövezet	69,7915	89,0107	93,2987	-4,2880
Vizsgált országok	8,6165	10,9893	6,7013	4,2880
Euróövezet + vizsgált országok	78,4080	100,0000	100,0000	0,0000

Forrás: Nemzeti bankok honlapja, EKB honlapja

A 4. számú táblázat a bankjegy- illetve készpénzállomány változását millió euróban mutatja. Ebből a táblázatból is látható, hogy valamennyi vizsgált ország jól jár az euró-övezetbe történő belépéssel, legnagyobb mértékben a balti országok és Lengyelország készpénzállománya nő, legkisebb mértékben Csehországé, de Magyarország készpénzállománya is több, mit egyharmadával gyarapodik.

4. számú táblázat

A bankjegyállomány változása a hat ország csatlakozása után (millió euró)

	Tényleges készpénzállomány 2008	Készpénzmegoszlás tőkejegyzési kulcs szerint	Készpénz-állomány változása	Készpénz-állomány változása (%)
Csehország	14497	14868	371	2,5
Észtország	767	1839	1072	58,3
Lengyelország	25884	50294	24409	48,5
Lettország	1423	2915	1491	51,2
Litvánia	2623	4372	1749	40,0
Magyarország	8788	14235	5447	38,3
Euróövezet	751556	717014	-34541	-4,8
Vizsgált országok	53982	88523	34541	39,0

Forrás: Nemzeti bankok honlapja, EKB honlapja

Az 5. számú táblázatban azt mutatom be, hogyan változna a bankjegyállomány, ha csak egy-egy ország csatlakozna az euró-övezethez. Látható, hogy ebben az esetben is valamennyi vizsgált ország nyerne, a nyerési sorrend változatlan, de a nyereség aránya magasabb lenne valamennyi ország esetében, hiszen a nyereségen nem kellene osztozni más csatlakozó országokkal. Magyarország készpénzállománya több mint kétharmadával nőne, ha egyedüliként csatlakozna az euró-övezethez, a legnagyobb nyertes Észtország lenne, ott a készpénzállomány két és félszerese lenne a 2008. évinek, Lengyelországé is csaknem duplájára nőne.

5. számú táblázat

A bankjegyállomány változása egy-egy ország csatlakozása esetén (millió euró)

	Tényleges készpénzállomány 2008	Számított bankjegyállomány egy ország csatlakozása esetén	Számított - tényleges	Számított/tényleges (%)
Csehország	14497	15562	1066	7,4
Észtország	767	1925	1158	151,0
Lengyelország	25884	50958	25074	96,9
Lettország	1423	3048	1625	114,2
Litvánia	2623	4571	1948	74,2
Magyarország	8788	14802	6014	68,4

Forrás: Nemzeti bankok honlapja, EKB honlapja

4.5. A seigniorage összege

Mint korábban már szó volt róla, az EKB tagbankjainak meg kell jelölniük azokat az eszközöket, amelyek a monetáris bázis létrehozásával kapcsolatban jöttek létre.[14] A megjelölések azonban egy kutató számára nem hozzáférhetők. A csatlakozó országok jegybankjainak nem is kell megjelölniük a monetáris

14 Lásd az Európai Bankok Központi Rendszere és az Európai Központ Bank alapokmánya 32.2. paragrafusát.

bázis létrehozásával kapcsolatos eszközöket.[15] A fentiek miatt a becséléseket kell végeznem. A 6. táblázat bemutatja a csatlakozó országok és az EKB konszolidált jegybankmérlegeinek azon eszközeit, amelyek a monetáris bázis létrehozásakor jöhettek létre. Tehát az állóeszközöket, az immateriális javakat és az időbeli elhatárolásokat nem vettem figyelembe, mivel ezek nem tekinthetők a jegybanki pénzteremtés csatornáinak. A monetáris bázis mértékéig az 6. táblázatban szereplő eszközök a monetáris bázis ellentételének tekinthetők. (A táblázat alapadatai a 3. számú függelék 6. számú táblázatában találhatók.)

6. számú táblázat

A monetáris bázis és összetevői és az azokat létrehozó eszközök a monetáris bázis százalékában (2008)

	Készpénz	Kereskedelmi bankok betétei	Deviza-eszközök *	Hitel kereskedelmi bankoknak	Hitel államháztartásnak, állampapír	Mérleg-főösszeg
Csehország	56,5	43,5	100,2	5,4	0,0	110,9
Észtország	31,8	68,2	112,9	0,0	0,0	121,0
Lengyelország	80,1	19,9	149,4	15,0	0,0	166,7
Lettország	48,2	51,8	123,0	30,3	0,0	161,6
Litvánia	75,7	24,3	122,7	0,0	0,0	125,8
Magyarorsz	67,2	32,8	184,4	5,2	10,5	215,7

[15] Lásd az Alapokmány 43.2 paragrafusát.

ág						
Euróövezet	60,8	39,2	47,7	68,5	3,0	165,3

* IMF kvóta nélkül

Forrás: Nemzeti bankok és az EKB 2008. évi jelentései

A táblázatból látható, hogy a devizaeszközök az euró-övezeten kívül valamennyi vizsgált országban meghaladják a készpénzállományt, s a kereskedelmi bankoknak nyújtott hitel kevesebb, mint a kereskedelmi bankoknak a jegybanknál tartott betétei. Állammal szembeni követelése az euró-övezethez még nem csatlakozott országok jegybankjai közül csak a magyarnak van, s a kereskedelmi bankokkal szembeni hazai valutában fennálló követelések valamennyi csatlakozó országban jelentősen alacsonyabbak, mint az euró-övezetben. Valamennyi csatlakozó ország jegybankjának (az észt jegybank kivételével, amely valutatábla rendszert alkalmaz,) alapjában véve ugyanazok a monetáris politikai eszközök állnak rendelkezésére, mint az EKB-nak, illetve az övezet jegybankjainak, de a repót (a visszavásárlási megállapodást) sokkal kevésbé használják pénzteremtésre, mint az euró-övezetben. A pénzteremtés döntő mértékben devizavásárlással jött létre. Ezért jogosan feltételezhető, hogy a készpénzzel szembeni eszközök devizaeszközök, a seigniorage a jegybank devizatartalékainak a hozama.

A repó népszerűtlenségének három oka van. Először: csatlakozás előtt álló országokban a refinanszírozási kamatláb általában magasabb, mint a külföldi kamat. (A kivétel Csehország.) Ennek oka, hogy a csatlakozó országokban általában magasabb az infláció, kockázati besorolásuk rosszabb, mint az euró-övezet országaié. Ezért a kereskedelmi bankok inkább külföldről vettek fel kölcsönt, ahelyett, hogy a jegybanktól szerezzenek forrásokat a repó segítségével. Másodszor: a csatlakozó országok kereskedelmi bankjainak döntő hányada külföldi, ezen belül is olyan tulajdonában van, melyeknek

központja az euró-övezetben található. A nemzetközi bankok egy része centralizálja treasury tevékenységét az anyabank országában, ott repóznak, s az így szerzett forrásokat szétosztják a leánybankok között. A szervezeti megfontolások mellett ennek a módszernek az is az előnye, hogy a bankcsoporton belüli hitelek segítségével a nyereség könnyen átcsoportosítható az anyabank, illetve a csoport tagjai között. Harmadszor: a tőkebeáramlás (működőtőke és portfolió-befektetések egyaránt) növelik a bankok forrásait a repó igénybevétele nélkül is.

Devizaeszközeik összetételét a jegybankok általában nem közlik a nyilvánossággal. Az IMF adatai szerint[16] a világ devizatartaléka 2008 végén 6,7 trillió dollárt tett ki, ebből az IMF 4 trillió dollár deviza-összetételét ismeri. Az ismert tartalékok 64 százaléka amerikai dollár, 26 százaléka euró, 4 százaléka angol font, 3 százaléka japán jen, a többi deviza aránya elenyésző. A világ devizatartalékából a fejlődő és feltörekvő országok tartaléka 4,2 trillió dollár volt 2008 végén, amiből az IMF 2 trillió dollár deviza-összetételét ismeri. Ebben az ország csoportban a dollár aránya valamivel alacsonyabb, 60 százalék, az euróé magasabb, 31 százalék, 5 százalék angol font, a többi deviza aránya elenyésző. Valószínű, hogy az angol font tartalékvalutaként való tartása inkább a volt angol gyarmatokon, s nem az euró-övezetbe igyekvő volt szocialista országokra jellemző, s japán jent inkább az ázsiai országok tartanak, ezért azt feltételezem, hogy a vizsgált országok tartalékaik 60 százalékát dollárban, 40 százalékát euróban tartják.

---

[16] Currency composition of official foreign exchange reserves http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/cofer.pdf Letöltés: 2009. augusztus 13.

A devizatartalékokat az országok biztonságos befektetésekben tartják, a befektetések hosszú lejáratú jellegűek, de legalábbis egy részük rövid távon is veszteség nélkül mobilizálható kell, hogy legyen. Ezért azt feltételezem, hogy a befektetések felét tíz éves állampapírban, másik felét három hónapos állampapírban tartják. A felhasznált hozamokat a 7. számú táblázat tartalmazza.

7. számú táblázat

A csatlakozó országok devizatartalékainak hozama 2008. (százalék)

	Tíz éves állampapír benchmark hozam	Három hónapos bankközi kamatláb
Dollár	3,65	2,93
Euró	4,35	4,64
60:40 portfolió kamatlába	3,93	3,61

Forrás: ECB Statistical Data Warehouse www.ecb.int Letöltés: 2009. augusztus 13.

Az adatok alapján a vizsgált országoknak a seigniorage megállapításához használható 2008. évi kamatlába (az utolsó sor átlaga) 3,77%.

Az euró-övezet seignorage-jövedelmének meghatározásához szükséges kamatláb összeállításához kissé eltérő adatokat kell használnunk. Ha azt feltételezzük, hogy a hitelintézetek jegybanki betétjeit teljes egészében a kereskedelmi bankoknak nyújtott hitel finanszírozza, az 5. számú táblázat

utolsó sora átalakításával azt kapjuk, hogy a bankjegyállományt 60%-ban devizaeszközök, 36%-ban a hitelintézeteknek nyújtott hitelek, s 4%-ban állampapírok finanszírozzák.

Feltételezzük, hogy a devizaeszközök teljes egészében dollárban denomináltak, s futamidejük megegyezik a csatlakozó országok tartalékainak futamidejével. (A devizaeszközök között minden bizonnyal található néhány százalék fontban, s néhány százalék jenben és svájci frankban denominált állampapír. A font-kamatok valamivel magasabbak, a jen és svájci frank kamatok valamivel alacsonyabbak, mint a dollár kamatok, tehát nem tévedünk sokat, ha az egész állományra a dollár kamatokat alkalmazzuk.) A hitelintézeteknek nyújtott hitelekre a 2008. évi átlagos refinanszírozási kamatlábat alkalmazzuk, az állampapír-állományra a tíz éves benchmark hozamot.

8. számú táblázat

Az euró-övezet bankjegyállományával szembeni eszközök hozama (2008. százalék)

		Súly
Devizatartalék (dollár)	3,29	60
Hitelintézeti refinanszírozás	3,90	36
Euró állampapír	4,35	4
Súlyozott átlag	3,55	

Forrás: ECB Statistical Data Warehouse, ECB Statistics Pocket Book http://www.ecb.int/pub/spb/html/index.en.html Letöltés: 2009. augusztus 14.

Látjuk tehát, hogy az euró-övezet seigniorage-ának hozama 22 bázisponttal alacsonyabb, mint az euró bevezetése előtt álló országoké. Ennek oka, hogy

az euró-hozamgörbe pozitív, ezért a refinanszírozási kamatláb alacsonyabb, mint a hosszabb lejáratú instrumentumok kamatlába.

A fenti adatok felhasználásával a 9. számú táblázatban meghatároztam, hogyan alakult 2008-ban a készpénzállományon képződött seigniorage a GDP százalékában a csatlakozó országokban és az euró-övezetben valamint azt, hogyan alakult volna a seigniorage, ha a szóban forgó országok 2008-ban már tagjai lettek volna az övezetnek.

Az első oszlop a tényleges helyzetet mutatja, tehát hogy a szóban forgó országok nem tagjai az övezetnek. A második oszlop azt az állapotot mutatja, ha valamennyi ország tagja lett volna az övezetnek 2008-ban, a harmadik oszlop pedig azt, ha csak a sorban megfelelő ország csatlakozott volna. (Az alapadatok a 3. számú függelék 7. számú táblázatában találhatók.)

9. számú táblázat

A készpénzállományon képződő seigniorage a GDP százalékában az euró-övezeteben és a csatlakozó országokban, változatlan devizaárfolyamok esetén (2008)

	Tényleges készpénz megoszlás szerint	Valamennyi ország együttes csatlakozása esetén	Egy ország csatlakozása esetén
Csehország	0,37	0,36	0,37
Észtország	0,18	0,41	0,43
Lengyelország	0,27	0,49	0,50
Lettország	0,23	0,45	0,47
Litvánia	0,31	0,48	0,50
Magyarország	0,31	0,48	0,50

Euróövezet*	0,29	0,28
Csatlakozó országok	0,26	0,40

Forrás: Nemzeti bankok honlapja, EKB honlapja, EUROSTAT honlapja

Látható, hogy Csehország kivételével – az alacsonyabb kamatláb ellenére - valamennyi ország nyerne a csatlakozáson, Magyarország esetében a nyereség, ha a többi országgal együtt csatlakozik, a GDP 0,17 százaléka, ha egyedül csatlakozik, a GDP 0,19 százaléka. A legnagyobb nyertes Észtország lenne.

Az eddigiekben nem foglalkoztam a devizák értékváltozásával. Az euró-övezetben a dollár-euró árfolyamváltozás befolyásolhatja jelentősen a seigniorage alakulását, míg a többi országban a nemzeti valuta és az euró közti értékváltozás is. A csatlakozó országok között a három balti állam rögzített árfolyamot alkalmaz, ezekben – ha az árfolyamrendszer a továbbiakban is fennmarad, - az utóbbi hatás nem érvényesül. Lengyelországban és Csehországban a 2008-ban kirobbant gazdasági világválság miatt bekövetkezett gyengülést nem számítva, az utóbbi években egyértelműen a nemzeti valuta erősödése volt megfigyelhető. Ha ez a trend a válság lecsengése után az euró-övezethez történő csatlakozásig folytatódik, a seigniorage egy része áldozatul esik az árfolyam erősödésének. Ezekben az országokban tehát az övezethez csatlakozás nyeresége a fentiekben kimutatottaknál nagyobb lenne. Magyarország esetében az árfolyamváltozás egyértelmű trendjéről nem beszélhetünk, esetleges tehát, hogy a forint-euró árfolyam változása hogyan befolyásolja a seigniorage alakulását az euró bevezetéséig.

Meg kell jegyezni, hogy az itt számított seigniorage-nak kevés köze van ahhoz a tényleges nyereséghez, amit a jegybankok évente átutalnak az államkincstárnak.

Mint korábban bemutattam, a jegybankok által kezelt külföldi tartalékok összege általában meghaladja a monetáris bázist, A monetáris bázist meghaladó tartalékok hozamát is átutalják az államnak, ami általában nincs elkülönítve. (Kivétel az euró-övezet, ahol a tartalékokat megjelölik.) A nyíltpiaci műveletek is befolyásolhatják a nyereséget. De még ha ki is tudnánk mutatni ezeket a hatásokat, még mindig különbség lenne a seigniorage és az átutalt nyereség között. Ennek oka a jegybankok könyvelési és profitfelosztási szabályaiban rejlik.

Az általános szabály szerint a nem realizált nyereséget nem szabad jövedelemként elkönyvelni, s egy átértékelési számlán kell nyilvántartani. A jegybankok nem közölnek információt a kötvények lejárati szerkezetéről, de még ha rendelkezésre is állna erre vonatkozó adat, nem lehetne megbecsülni, milyen hatással van a jegybankok treasury részlegének aktív portfolió-kezelési tevékenysége a realizált és nem realizált nyereség arányára. A nem realizált veszteség azonban megjelenik az eredmény-kimutatásban, ha meghaladja a korábbi nem realizált nyereséget.

Lengyelországban, Magyarországon és Szlovéniában a devizaárfolyam változásából származó nyereséget egy tartalékalapba kell helyezni, az így képződött tartalékot csak árfolyamveszteségek kompenzálására szabad felhasználni. A könyvelési szabályok tompítják a jegybanki nyereség évek közötti volatilitását.

Ha ki is mutatják a nyereséget, az országok korlátozhatják a nyereség átutalását a költségvetésnek. Észtországban például a nyereség 25%-a utalható át a költségvetésbe, de csak abban az esetben, ha az Észt Nemzeti Bank tartalékai elérték a GDP 2%-át és az M2 5%-át. Korábban a Magyar Nemzeti Bank a második, harmadik és negyedik megelőző év átlagos eredményének megfelelő összeget utalta át a költésvetésnek, ha a tárgyévi eredmény és eredménytartalék

erre fedezetet nyújtott. 2004-től az MNB nem fizet osztalékelőleget, s az osztalékfizetés mértékéről a kormány, illetve a kormányt képviselő pénzügyminiszter dönt.

4.6. Egy másik álláspont

Csajbók és Csermely (2002), az MNB szakértői más közelítésben vizsgálták az euró bevezetésének hatását Magyarország seigniorage jövedelmére.[17] Akkor arra következtetésre jutottak, hogy Magyarország a GDP 0,2%-ának megfelelő seigniorage-tól esne el, ha 2007-ben bevezetné az eurót. Számításaik nem reprodukálhatók, mivel nem közlik sem feltevéseiket, sem a számítás menetét. Azonban úgy érvelnek, hogy ha Magyarország nem csatlakozik az euró-övezethez, a monetáris bázis ellentettje nagyrészt rövid lejáratú forintban denominált eszközökből fog állni, amelyeknek hozama 150-300 bázisponttal magasabb lesz, mint az euróban denominált eszközöké.

Az érvelés nem helytálló. Mint a fentiekben bemutattam, a repó csak marginális szerepet játszik a csatlakozó országok pénzteremtésében, ez már 2002-ben is így volt, s ebben a következő években sem várható változás. A repó népszerűtlenségét jelzi, hogy a világgazdasági válság hatására bekövetkezett nemzetközi likviditás-szűkülés, valamint az MNB által bevezetett új, hosszabb lejáratú repó-lehetőségek ellenére is elhanyagolható a kereskedelmi bankoknak nyújtott hitel az MNB mérlegében. (A 2008. évi mérleg szerint 177 milliárd Ft, a mérlegfőösszeg negyed százaléka. 2009 júliusára az összeg 223 milliárd Ft-ra nőtt.)

---

[17] Frissebb nyilvános elemzés a témáról nem készült az MNB-ben.

Emellett a szerzők csak az állítólagos veszteséggel kalkulálnak, s nem veszik figyelembe, hogy a csökkenő kamatlábak az államadósság kamatterheit is csökkentik, ami nagyobb lesz, mint a seigniorage veszteség, amennyiben ilyenre mégis sor kerül. Ráadásul Csajbók és Csermely azzal számol, hogy a seigniorage az euró-övezetben állandó marad függetlenül attól, hogy egy vagy több ország csatlakozik-e az euró-övezethez. Miként a fenti vizsgálatok szemléltetik, nem ez a helyzet: a torta az új tagok belépésével folymatosan nő, mivel mindegyik csatlakozó ország hozzáteszi a saját készpénzállományából származó hozamot.

4.7. A seigniorage mesterséges növelésének lehetősége

A seigniorage-zsal foglalkozó irodalom kedvelt témája, hogy növelhető-e a seigniorage expanzív monetáris politikával, s ezzel a módszerrel javítható-e a költségvetés egyenlege. A szakirodalom szerint (összefoglalót ld. Schmidt-Hebbel 1995) a seigniorage és az infláció közti kapcsolatot egy Laffer-görbével írhatjuk le: egy bizonyos inflációig a seigniorage-bevétel növekszik, majd a magas infláció miatt a gazdasági szereplők fokozatosan elfordulnak a hazai pénztől, minek következtében a seigniorage bevétel csökken. Schmidt-Hebbel a nyolcvanas-kilencvenes évek latin-amerikai példái alapján meglehetősen magasra, 40-100 százalékra becsli a maximális seigniorage-t eredményező inflációt, s szerinte a maximális seigniorage a GDP 5%-át is elérheti.

Schmidt-Hebbel számításai a kelet-európai csatlakozó országokra nem alkalmazhatók, mivel ezekben az országokban, bár a magasabb infláció magasabb hazai kamatszintet eredményez, ez nem növeli a seigniorage-t, mivel a pénzteremtés ezekben az országokban devizavásárlással történik. A seigniorage abban az esetben nő, ha a magasabb infláció a hazai pénz leértékelődésével jár.

Másrészről viszont, miként a 10. táblázat szemlélteti, Észtország kivételével valamennyi vizsgált ország államadóssága jelentősen magasabb, mint a készpénzállomány.

10. táblázat

A készpénzállomány és az államadósság a GDP százalékában (2008. évi adatok)

	készpénz	államadósság
Csehország	9,8	29,8
Észtország	4,8	4,8
Lengyelország	7,1	47,1
Lettország	6,2	19,5
Litvánia	8,1	15,6
Magyarország	8,3	73,0

Forrás: ECB Statistics Pocket Book, nemzeti bankok honlapjai

A hazai valutában denominált államadósság esetén a magasabb infláció miatt növekvő kamatszint növeli az államháztartás kamatkiadásait, a devizában denominált államadósság esetén a leértékelődés miatti állománynövekedés növeli az adósságállományt, emellett a devizakamatok fizetése is több hazai pénzt igényel. Az adósságszolgálat terhei tehát jobban nőnének, mint az a nyereség, ami a seigniorage növekedéséből származna. (Az államadósság „elinflálása" a szabad tőkeáramlás miatt nem jöhet szóba.)

5. Valutaövezetek, dollarizáció, euroizáció

5.1. Az önálló pénzről való lemondás esetei

Egészen a kilencvenes évek elejéig általános volt a világban, hogy jogilag független országok önálló valutával rendelkeztek. A saját valuta amellett, hogy

biztosította, a seigniorage-nak az ország költségvetésébe való bekerülését, a nemzeti önállóság szimbóluma is volt, s ezért egy magára valamit is adó nemzet nem engedhette meg magának, hogy lemondjon róla. 1983-ban például, az akkor hiperinflációval küzdő Izrael pénzügyminisztere lemondásra kényszerült, miután felvetette, hogy országa térjen át az amerikai dollár használatára, s ez által mintegy importálja az országba az amerikai árstabilitást. (Frankel 1999)

5.1.1. Valutaövezet

A valutaövezet, bár lehetőséget ad arra, hogy a benne résztvevő országok az övezet seigniorage jövedelméből meghatározott játékszabályok szerint részesedjenek, mégsem volt népszerű. Csupán három valutaövezet működött a világban: a nyugat-afrikai frank-zónában nyolc, a közép-afrikaiban hat, többségében volt francia gyarmat használt közös valutát. A még ma is működő övezetek közös pénzeinek konvertibilitását a francia államkincstár garantálja. Cserében a jegybankok devizatartalékaik legalább 65%-át a francia államkincstárban tartják, s a bankok igazgatóságaiban helyet foglalnak a francia állam megbízottai. A tagállamok költségvetéseit a jegybankok egy tagállam előző évi költségvetési bevételeinek 20%-áig hitelezhetik. (Mazzaferro 2002) A két valutaövezetről nem sokat tud a világ. Erre magyarázat, hogy a tizennégy ország összesen 90 milliós lakossága az EU15-ök GDP-jének alig fél százalékát állítja elő.

Európában Belgium és Luxemburg használt közös pénzt. Bár a luxemburgi frank elvben külön valuta volt, gyakorlatban ez csak annyit jelentett, hogy a belga frank érmék, s a legkisebb bankjegy-címlet, az ötvenfrankos egy része luxemburgi felirattal került forgalomba.

Az önálló pénzről való lemondás másik formája, ha egy ország egy másik ország pénzét használja. Ezt a jelenséget a szakirodalom dollarizációnak (dollarization) nevezi, abban az esetben is, ha a használt valuta nem az amerikai

dollár. Az utóbbi években használatba került az euroizáció (euroization) elnevezés is.[18]

A legnagyobb, saját pénz nélküli ország Panama volt, a maga két és fél milliós lakosságával, amely 1904 óta az amerikai dollárt használta, s használja még ma is. A kilencvenes évek elejéig Európában csak törpe-államok, Andorra, Liechtenstein, Luxemburg, Monaco, San Marino és a Vatikán használták egy szomszédja pénzét, s a világ többi részén is csak néhány kisebb ország, többnyire túrizmusból élő óceáni sziget létezett, amelynek nem volt önálló pénze. Az idegen pénzt használó európai országok – anyaországukkal együtt – áttértek az euróra, Liechtenstein kivételével, amely megmaradt a svájci franknál.

Az önálló pénz feladásának gondolata az Európai Gazdasági Közösségben a hatvanas évek végén fogalmazódott meg először. Az 1970-ben elkészült Werner-terv a közösségi valuták ingadozási sávjának fokozatos szűkítését, majd végérvényes rögzítését irányozta elő. Tovább nem ment, a nemzeti valuták, mint bankjegyek és érmék megmaradtak volna. A Werner-terv tehát még megvalósulása esetén sem vezetett volna az önálló pénz végleges feladásához, mert ha forgalomban vannak a nemzeti bankjegyek és érmék, a rögzítést bármikor meg lehet változtatni, vagy meg lehet szűntetni. A tervet 1971 márciusában elfogadták, a közösségi valuták árfolyam-ingadozási sávját +/- 0,75%-ra, majd +/-0,6%-ra csökkentették. A következő években többször sor került egyes országoknak az árfolyamrendszerből való kilépésére, majd visszalépésére, az egyes valuták le- illetve felértékelésére. Az árfolyamsáv

---

18 A fogalmakat akkor is használják, ha részben kerül sor a saját pénzről való lemondásra.

további szűkítése, illetve az árfolyamok rögzítése nem került sor. (Lőrincné 2001)

A közös pénz bevezetése az Egységes Európai Okmány (Single European Act) 1986. évi elfogadása után került ismét előtérbe. Az ezt követően létrehozott Delors-bizottság jelentésének 1989. évi elfogadásával nyílt meg az út voltaképpen az euró előtt. Bár az eurónak az Unióra gyakorolt pozitív hatása vitathatatlan, bevezetése Németország számára hátrányos lett volna, mivel az EU-n belül a német márka töltötte be a vezető valuta szerepét. Voltaképpen egyedül Németország (és az EU együttműködésben kevésbé érdekelt Egyesült Királyság) folytatott önálló monetáris politikát, a többi kontinentális EU tagország monetáris mozgástere arra korlátozódott, hogyan viszonyuljon a német lépésekhez, illetve azokat milyen késéssel kövesse.

A márka vezető szerepe azt is jelentette, hogy az EU országok között a német márkát használták legnagyobb mértékben külföldön, ami a Bundesbanknak, s ezen keresztül a német államnak többlet seigniorage-jövedelmet biztosított. (Erről részletesebben lásd később.) A színfalak mögötti német ellenállást az 1989-ben kötött Kohl-Mitterand alku törte meg. Franciaország, s ezzel együtt az összes többi EU tagország elfogadta a német egységet, ami nekik jelentett gazdasági hátrányt, hiszen a volt NDK egyik napról a másikra az EU tagja lett, s élvezte az elmaradott térségeknek nyújtott közösségi támogatásokat. Cserébe az NSZK elfogadta a monetáris uniót, a német márka hegemóniájának megszűnését. (Lámfalussy 2004)

5.1.2. Más ország pénzének használata

Az önálló pénzről való lemondás annyiban különbözik a monetáris uniótól, hogy lemondás esetén a monetáris politikai döntéseket nem együttesen hozzák az ugyanazt a pénzt használó országok, hanem az anyaország önállóan

dönt, s nem törődik a pénzét használó többi ország esetleges problémáival, eltérő monetáris érdekeivel. Míg közös pénz esetén a pénzkibocsátási nyereséget, az úgynevezett segniorage-t az övezet országai megosztják egymás között, ha egy ország más ország pénzét használja, nem részesedik e nyereségből. (A világon az egyedüli kivétel Leshotó, Namíbia és Szváziföld, ahol a dél-afrikai randot használják, s részesedés kapnak a Dél-afrikai Központi Bank nyereségéből.)

Az esetek többségében az idegen pénzt használó ország megállapodást köt az anyaország központi bankjával. Ezekben az esetekben az idegen pénzt használó ország pénzforgalmi adatokat szolgáltat, amellyel segíti az anyaország monetáris politikai döntéseit, s segítséget kap a hamis pénzek felismeréséhez, az elhasználódott bankjegyek cseréjéhez. Az anyaország azt is engedélyezheti, hogy a pénzt átvevő ország meghatározott mennyiségben az anyaországban is használható érméket verjen. (Ilyen engedélyt ad az EKB a Vatikánnak és San Marinónak. Ezeknek a törpeállamoknak euró érméivel azonban gyakorlatilag nem találkozunk, mert eltűnnek az érmegyűjtők gyűjteményeiben.) Ilyen megállapodás híján az idegen pénzt használó ország saját váltópénzt verhet, amely csak országon belül van forgalomban. Ezt a megoldást alkalmazza például Panama, ahol a saját érmét balboának nevezik, egy balboa egy USA dollárt ér.

Az anyaország a megállapodás jellegétől függően lehetőséget biztosíthat arra is, hogy az idegen pénzt használó ország kereskedelmi bankjai bekapcsolódjanak az anyaország bankközi elszámoló rendszerébe. Az engedélyt az anyaország nemzeti bankja akkor adja meg, ha megfelelőnek ítéli a fogadó ország bankfelügyeletét, s a fogadó országnak a terrorizmus, illetve a pénzmosás elleni intézkedéseit. Előfordul azonban, hogy egy ország mindenfajta formális megállapodás nélkül használja egy másik ország pénzét.

Ekkor az országon belül létrehozhat bankközi elszámolási rendszereket, a külföldre történő fizetések azonban ugyanúgy levelező bankon keresztül valósulnak meg, mintha az országnak külön valutája lenne.

A kilencvenes évektől szaporodott azoknak az országoknak a száma, amelyek más ország pénzét használják. Latin-Amerikában El Salvador és Ecuador, Óceániában pedig az önállóvá vált Kelet-Timor bevezette az USA dollárt (Schuler 2000). Európában Montenegró és Koszovó tért át a német márkára, majd miután bevezetésre kerültek az euró bankjegyek, az euró használatára. Bár e két terület a legutóbbi időkig elvileg Szerbia-Montenegró része volt, önálló költségvetésük volt, önálló gazdaság- és kereskedelempolitikát folytattak, ezért függetlenségük formális kikiáltása előtt is joggal szerepeltethetők voltak ebben a sorban.

Az utóbbi időben a nemzetközi szakirodalom nem tartja eleve elítélendőnek a saját valuta feladását. Ha egy ország nem képes államháztartását egyensúlyba hozni, s az államháztartás finanszírozására a bankóprést használja, a saját pénz feladásával elzárja magát ettől a lehetőségtől, s rákényszerül az államháztartás rendbehozatalára. (Ize és Yeyati 2005). A két szerző a következőképpen fogalmaz: „Kis nyitott országok, amelyek részei egy optimális dollárövezetnek, vagy olyan országok, amelyeknek kevés lehetőségük van a monetáris hitelesség és a pénzügyi stabilitás javítására, jobban járhatnak, ha *de jure* dollarizálnak.” (24. old.)

Az önálló pénzről való lemondással az ország lemond arról, hogy önálló monetáris politikát folytasson. Ha azonban gazdasága szorosan kötődik az anyaországhoz, feltételezhető, hogy a gazdasági ciklusok is hasonlóak, mint az anyaországban, ezért az anyaország monetáris politikája számára is megfelelő. (Sonje 2003) Az önálló monetáris politika hiánya azt is jelenti

azonban, hogy az országnak nincs módja arra, hogy csak az országot érintő, úgynevezett egyedi sokkokat (idiosyncratic shocks) kezelje. Ilyen sokk lehet a monokultúrás országokban a vezető exporttermék (például a kávé) világpiaci árának változása, vagy ha egy fejlettebb országban a termelékenység növekedésével nem alátámasztott, túlzott béremelés valósul meg, ami miatt valutája reál effektív értelemben felértékelődik. Önálló monetáris politika esetén ez utóbbi sokk leértékeléssel ellensúlyozható. Ha nincs saját valuta, tehát nincs mód a leértékelésre, valószínű, hogy csökken egy ilyen sokk kialakulásának veszélye, mert a gazdaság szereplői is tudják, hogy túlzott béremelés után nincs mód korrekcióra. Tehát a saját pénz hiánya fegyelmezi a gazdaságot.

5.2. Rögzített árfolyam az önálló pénzről való lemondás helyett

Az önálló pénzről való lemondás a lehetetlen hármasság (impossible trinity) elméletének a nyolcvanas évek végétől történt elterjedésével nyert polgárjogot. Az elmélet lényege, hogy árfolyam-stabilitás, liberalizált tőkeáramlás és autonóm monetáris politika egyszerre nem valósítható meg. Az egyik célról mindenképpen le kell mondani. (Fischer 2001) Az elméletet már Mundell megalkotta a hatvanas években, azonban akkor feledésbe merült (Issing 2006).[19] A szabad tőkeáramlás egyre inkább elterjed a világban, az adminisztratív korlátozást egyre több ország megszűnteti, ez az OECD és az

[19] Az elméletet Winkler et al. (2004) egy negyedik elemmel, a kereskedelmi liberalizációval is kibővítette, s összeférhetetlen négyesnek (inconsistent quartet) nevezi.

EU tagság feltétele. (Az 1982-ben érvénybe lépett OECD Code of Liberalization of Capital Movements 7. cikkelye szerint a nemzetközi tőkeáramlást egy tagország legfeljebb 18 hónapra függesztheti fel, fizetési mérleg problémák esetén. Az EU szabályozás szerint a tagországok közti tőkemozgás nem korlátozható, csak a harmadik országokkal szembeni, s az is legfeljebb hat hónapra, az egész közösség szintjén.[20]) A piac korlátozására tett kísérletek (pl. Tobin-adó) sem jártak eredménnyel. Az országok tehát vagy a stabil árfolyam, vagy az autonóm monetáris politika között választhatnak.

Azon országok számára, amelyek GDP-előállításában a nemzetközi kereskedelem jelentős súlyt képvisel, az árfolyam-stabilitásnak nagy jelentősége van: az empirikus vizsgálatok azt mutatják, hogy az árfolyam volatilitása negatívan hat a kereskedelemre, ugyanis hátráltatja a gazdasági kalkulációt, s ezáltal az export versenyképességét. (Frankel 1999.) A volatilitás - egy export üzletre vonatkozóan – ugyan kivédhető fedezeti műveletekkel, de ezeknek költségei vannak, amelyek ugyancsak a versenyképességet rontják. A kis, nyitott gazdasággal rendelkező országok számára komolyan megfontolandó, érdemes-e önálló monetáris politikát folytatniuk, vagy - másképpen fogalmazva – nem azzal használnak-e a legtöbbet a gazdaságnak, ha monetáris politikájuk az árfolyam-stabilitást célozza. Az árfolyam-stabilitás szélsőséges formája pedig a hazai valutának egy valutakosárhoz vagy vezérvalutához való rögzítése, extrém esetben a vezérvaluta átvétele.

---

[20] Szerződés az Európai Unióról 73f cikk

5.2.1. A valutatábla

A vezérvalutához kötés egy speciális esete a valutatábla, vagy más fordításban valutatanács rendszer. (Currency board). A rendszer lényege, hogy a jegybank lemond arról, hogy hitellel teremtsen pénzt, a pénzteremtés egyedüli formája a devizavásárlás egy, a vezérvalutához rögzített árfolyamon. A hitelezésről való lemondás azt is jelenti, hogy az ország nem folytat önálló monetáris politikát: a kamatalakulást a jegybank nem befolyásolhatja. A valutatáblát a XIX. század közepén, az angol gyarmatokon vezették be, s az árfolyamot az angol fonthoz rögzítették. Akkor a bevezetésnek az a praktikus indoka volt, hogy a készpénzt ne kelljen az anyaországból a gyarmatokra szállítani. Jelenleg többek között Hong-Kongban, Észtországban, Bulgáriában működik sikeresen a rendszer. Argentínában 1991 és 2001 között alkalmazták.[21] A gyakorlatban valutatanács rendszert működtet Litvánia és Lettország is. Bár ezekben az országokban a jegybanktörvény lehetőséget biztosít a hitelnyújtással történő pénzteremtésre, ezzel nem élnek.

A valutatábla rendszerben a saját pénzről való lemondással szemben megmarad a seigniorage, hiszen a készpénzért megvásárolt devizát a jegybank külföldön befekteti, s ebből kamatjövedelme származik. Hátránya a saját pénzről való lemondással szemben, hogy ha a piac az árfolyamot hiteltelennek találja, megtámadhatja a rendszert, miként ez Argentínában történt 2001-ben.

---

[21] http//users.erols.com/kurrency, www.investopedia.com Letöltés: 2006. augusztus 1.

Látnunk kell, hogy a valutatábla csak egy lehetősége annak, hogy egy ország valutáját egy vezérvalutához rögzítse. Ugyanerre az eredményre jutunk, ha egy ország deklarálja, hogy minden esetben hajlandó rögzített árfolyamon pénzt váltani, s közben a jegybanki pénzteremtés különböző formáit alkalmazza. Ha devizatartalékai elegendők, ez a rendszer is működőképes, jóllehet, a hitelességi probléma hamarabb jelentkezik, mint a valutatábla esetében.

A valutatábla további előnye, hogy fegyelmet kényszerít a költségvetésre: nincs jogi lehetőség a költségvetés jegybanki finanszírozására, még oly módon sem, hogy a jegybank a másodpiacon vásárolja meg, vagy a kereskedelmi bankoktól biztosítékként elfogadja az állampapírokat.

A valutatábla működését segíti, ha a bankrendszer legalábbis döntő része külföldi szakmai befektetők tulajdonában van, s a bankrendszer likviditását az anyabankok biztosítják. Egyes közgazdászok a valutatáblát biztonságosabbnak tartják, mint az egyszerű deklarált rögzített árfolyamot, mivel – érvelésük szerint – ha a monetáris bázis egésze devizavásárlással jött létre, biztosított a visszaváltás. Ez nincs így, mivel egy pánik esetén nem csak azt a pénzt akarják a gazdaság szereplői devizára váltani, amely korábban devizaváltással jött létre, hanem a kereskedelmi banki pénzteremtéssel létrejött számlapénzt is. Az pedig valószínűtlen, hogy egy jegybank, legyen bármilyen prudens, a szélesebb értelemben vett pénzmennyiségnek megfelelő devizatartalékkal rendelkezzen.

Mihályi (2005) a valutatábla rendszer bevezetését javasolja Magyarország számára. Erre szerinte az EU csatlakozás után is lehetősége van az országnak. Olvasatomban erre egyoldalúan nem kerülhet sor, hiszen csatlakozásunk óta

árfolyam-politikánk „közös érdekű ügy”[22], tehát az árfolyamrendszer megváltoztatásához, s az árfolyam rögzítéséhez az EBKR egyetértése szükséges. Arra megvan a lehetőség, hogy az EBKR-rel megállapodjunk a magyar árfolyam-politika módosításáról. Mihályi azonban nem számol a hitelesség problémájával. Ha például az árfolyamot 250Ft/euró szinten rögzítik, a piac azonban egy idő után úgy érzékeli, hogy 300Ft/euró árfolyam lenne indokolt, támadást intézhet a forint ellen, s kikényszerítheti a rögzítés feladását. Hasonlót láttuk jóval durvább formában az argentin esetben.

Nem mindegy, hogy egy ország mely valutához köti a pénzét. Ha valutakosarat alkalmaznak, az egyes valuták súlya általában a kosarat használó ország külkereskedelmének arányát tükrözi, ha pedig vezérvalutát, akkor az a célszerű, hogy az ország külkereskedelmében legjelentősebb ország pénze legyen. Az intő példa Argentína, amely a pesót 1991-ben 1:1-ben a dollárhoz kötötte, holott külkereskedelmi forgalmában Brazília és Spanyolország jóval nagyobb súllyal szerepelt, mint az Egyesült Államok. Időközben a brazil reál és az euró is jelentősen leértékelődött a dollárral szemben, Ez az argentin gazdaság versenyképességét annyira megtépázta legjelentősebb exportpiacain, hogy 2001-ben valutarendszere összeomlott, a pesó negyedére értékelődött le, s a lakosság elvesztette pénzügyi megtakarításainak jelentős részét.

---

[22] Szerződés az Európai Unióról 109m cikk

5.3. A szükséghelyzetben lévő bankok hitelezésének hiánya

A jegybank egyik alapfunkciója, az ország fizetési rendszere zavartalanságának biztosítása, s ennek keretébe tartozik, hogy egy szükséghelyzetben lévő banknak, amely a piacon nem tud likviditáshoz jutni, hitelt nyújtson. (Lender of last resort function.) Ha egy országnak nincs saját pénze, vagy valutatábla rendszert alkalmaz, a jegybank ezt a funkciót nem tudja gyakorolni, hiszen vagy nincs jegybank, vagy – valutatábla esetén – csak devizavásárlással képes pénzt teremteni. A jegybanki végső hitelezői funkció elvesztése egy súlyos érv a saját pénzről való lemondás ellen. Az érv ellen azonban több ellenérv felhozható: nem biztos, hogy szükség van erre a funkcióra, s ha mégis, e funkciót nemcsak a jegybank képes betölteni. Vizsgáljuk meg a kérdést egy kissé alaposabban!

5.3.1. Szükség van-e a végső hitelezői funkcióra?

A világban ma uralkodó álláspont szerint valamilyen végső hitelezői funkcióra szükség van, a piac biztonsága és a betétesek biztonsága érdekében. A bankközi kapcsolatok ugyanis a jelenlegi világban annyira kiterjedtek, s összetettek: a bankok olyan mértékben nyújtanak egymásnak hitelt és garanciákat, olyan mértékben tartják egymás értékpapírjait, hogy egy nagyobb szereplő csődje az egész bankrendszert, fizetési rendszert veszélyeztetheti. A bankközi kapcsolatok a kisbetétesek számára áttekinthetetlenek, ezért előfordulhat, hogy az ország egy bankjának problémái a bankrendszerrel szembeni általános bizalmatlansággá fejlődnek, s olyan bankokat is megrohamoznak a betétesek, olyan bankokból is kiveszik megtakarításaikat, amelyek teljesen biztonságosak. A nagyarányú betétkivonás azonban ezeknél a bankoknál is likviditási problémákat idézhet elő.

Egy állampolgártól vagy akár egy kisebb vállalattól nem várható el, hogy felelősen vizsgálja annak a banknak a helyzetét, amelyben számlát vezet, illetve betétet helyez el. A kisbetéteseket ugyan védi a fejlett világban elterjedt betétbiztosítási rendszer[23], ez azonban nem véd meg a bankok elleni rohamtól (bank run), mivel a biztosítás általában nem teljes körű, a magasabb összegű betétekre általában nem vonatkozik, s egy tömegpszichózis esetén azok is igyekeznek kivenni a pénzüket a bankból, akikre kiterjed a biztosítás. Ennek annyi racionális magva lehet, hogy egy még oly olajozottan működő betétbiztosítási rendszer esetén is néhány napig eltarthat, amíg a befagyott betét felszabadul, s ez egy folyószámla-követelés esetén zavarokat okozhat a betétes számára. Emellett, ha a biztosítás nem 100%-os, még a biztosított betét esetén is éri veszteség a betétest. (Ezért megfontolandó, van-e értelme a 100% alatti betétbiztosításnak.)

5.3.2. Milyen elvek szerint működik a végső hitelezés?

A végső hitelezői funkcióval kapcsolatos, ma is sokat idézett álláspontot Walter Bagehot angol közgazdász fogalmazta meg 1873-ban megjelent, *Lombard Street: A Description of the Money Market* című munkájában. (Idézi Knittel 2007, Herreala 2001 és Frexinas 1999.) Ezen álláspont lényege a következő.

---

[23] A betétbiztosítás az EU-ban a vonatkozó irányelv szerint minimum húszezer euró, s legalább 90%-os védettséget kell biztosítania. Magyarországon a betétbiztosítás által kifizetett összeg 2008 novemberéig maximum hat millió Ft volt, s az első millió Ft-ra 100 százalékos, azon felül 90 százalékos védelmet biztosított. Akkor az összeget maximum ötvenezer euróra, illetve a kártalanítás megkezdésekor érvényes árfolyamon számolt forint-összegre, s a védettséget a teljes összegre 100%-ra emelték.

A piac tudja a legjobban megítélni, hogy egy bank életképes-e vagy sem, ezért végső hitelezői funkcióra csak piaci zavarok esetén van szükség.

Meg kell különböztetni az illikvid, tehát megfelelő értékű, de a piaci zavarok miatt nem értékesíthető eszközállománnyal rendelkező, és az inszolvens, azaz kötelezettségeit fedezni nem tudó, nem megfelelő értékű eszközállománnyal rendelkező bankokat. A végső hitelezői funkciót csak az illikvid bankok esetén szabad gyakorolni, az inszolvens bankokat hagyni kell csődbe menni.

Hitelt a végső hitelezői funkció gyakorlása során is csak biztosítékok mellett szabad nyújtani, de – szemben a jegybanki hitelezés mindennapi gyakorlatával – illikvid biztosítékot is el szabad fogadni. A biztosítékot megfelelően kell értékelni, ha azonban a biztosíték a piaci zavarok miatt irreálisan leértékelődött, a reális értéket lehet figyelembe venni.

A hitelt csak a piaci kamatoknál drágábban, büntetőkamat mellett szabad nyújtani. Erre azért van szükség, mert a végső hitelhez jutás lehetősége felelőtlen kockázatvállalásra (moral hazard) ösztönzi a bankokat. A felelőtlen kockázatvállalás azt jelenti, hogy a kockázatos üzletek haszna a banké, míg olyan károk esetén, amely a bank létét, s ezáltal a bank menedzsmentjének egzisztenciáját, s a tulajdonosok befektetett tőkéjét fenyegeti, a jegybank, vagy az állam, tehát végső soron az adófizető segítséget nyújt. A büntetőkamat a morális kockázatvállalást mérsékli: jóllehet, a bankot megmentik, de ez sokba kerülhet: a nyereség és akár a tőke egy része is elúszhat, a menedzsmentet a bank tulajdonosai meneszthetik.

Bagehot azt javasolta, hogy a végső hitelezés elveit, játékszabályait előre hirdessék meg, ezáltal is növelve a jegybank hitelességét. A jelenleg uralkodó

álláspont ezzel szemben az, hogy a segítség szükségességét, célszerűségét esetenként vizsgálják, ne alkalmazzanak precedens-elvet, hagyják bizonytalanságban a piacot. Ezt a hitelezési gyakorlatot a szakirodalom konstruktív bizonytalanságnak (constructive ambiguity) nevezi. A bizonytalanság fenntartása több okból szükséges. Egyrészt azért, mert minden ország bankrendszerében vannak olyan bankok, amelyek az ország gazdaságában és a bankközi kapcsolatokban olyan jelentős szerepe van, hogy bukása az egész gazdaságot, bankrendszert megrendítené. Az ilyen bankokat a szakirodalom „túl nagy hogy elbukjon" (too big to fail) bankoknak nevezi. Ha a segítségnyújtás elveit előre meghirdetnék, meg kellene határozni a „too big to fail" bankokat, s ezeknél a bankoknál bekövetkezne a morális kockázat. A másik ok, hogy a segítségnyújtást aktuális politikai szempontok is befolyásolják.[24] Egy bankcsőd esetén vád érheti a kormányzatot, miért nem működtetett olyan bankfelügyeletet, amely a problémát előbb feltárta, s orvosolta, fény derülhet a bank és egyes politikusok, pártok közötti kapcsolatra.

Goodhart és Schoenmaker (1995) beszámol 104, a nyolcvanas években és a kilencvenes évek elején 24 országban csődbe jutott bankra kiterjedt vizsgálatukról. A bankok közül csupán 31-et számoltak fel, a többi megmenekült. A megmentett bankok közül egyébként 28 kapott közvetlen kormányzati segítséget, negyven bankot a betétbiztosítási alap tőkésített fel,

---

[24] A politikai szempontok széles skálájával találkozhatunk. Például: választási kampány közben nem jelenthető be bankcsőd, a pénzügyminiszter választási körzetében tevékenykedő takarékszövetkezetet nem lehet felszámolni.

27-et a jegybank.[25] Csupán 23 megmenekült bank nem kapott külső anyagi segítséget. A felszámolások alacsony aránya arra utal, hogy a politikai szempontok világméretekben jelentős szerepet játszanak.

A bizonytalanság fenntartása azért is ajánlatos, mert a nehéz helyzetbe került bankok általában a piacinál magasabb betéti kamatokat ajánlanak, hogy likvidiásukat fenntartsák, a csőd bejelentését elodázzák. Ha a betétesek biztosak lehetnek az állami segítségben, nem gyanakodnak a túlságosan kedvező kamat miatt, nem vizsgálják a bank helyzetét még azok a tőkeerős vállalkozások sem, amelyek erre alkalmas szakértőkkel rendelkeznek, s ezáltal a piac öntisztulása csak később, nagyobb áldozatokkal következik be.

[25] Volt olyan bank, amely több forrásból kapott segítséget.

5.3.3. Mely szervezet gyakorolhatja a végső hitelezői funkciót?

A lender of last resort funkcióra nemcsak a jegybank alkalmas (Herrala 2001). Az állam, betétbiztosítási alap, vagy egyéb szervezet is nyújthat hitelt a szükséghelyzetben lévő banknak, az állam rendelkezésére bocsáthat állampapírokat, amelynek eladásával vagy a jegybanknál biztosítékként történő elhelyezésével a bank likviditáshoz juthat.

A szükséghelyzetben lévő bankok hitelezését általában azért utalják a jegybank hatáskörébe, mert az állami beavatkozás a költségvetés módosítását igényelheti, ami időigényes, míg a jegybank - a monetáris tanács vagy egy döntésre meghatalmazott testület rendkívüli ülésének összehívásával, esetleg telefonkonferenciával - gyorsabban tud dönteni. Olyan megoldás is előfordulhat, hogy ilyen esetekben a jegybankelnök egy személyben dönthet. Megfelelő intézményi keretekkel azonban az állami döntés is gyors lehet. Elképzelhető például az államháztartási törvény egy olyan rendelkezése, amely lehetővé teszi, hogy szükséghelyzetben lévő bankoknak a kormány vagy egy kormányszerv a jegybankhoz hasonlóan gyors döntéssel segítséget nyújt. Egy jól feltőkésített betétbiztosítási alap is lehet a végső hitelező. Itt jegyzem meg: mindegy, ki nyújt segítséget, a segítségnyújtás költségeit a társadalom viseli, jegybanki segítségnyújtás esetén az ennek következtében csökkenő jegybanki nyereség miatt. Ha a betétbiztosítási alap szenved veszteséget, annak újratőkésítése az ország kereskedelmi bankjainak a feladata, ezért a következő időszakban magasabb kamatrést, magasabb díjakat fognak alkalmazni, amit ugyancsak a társadalom fizet meg.

Németországban a lender of last resort szerepét a Likobank tölti be. A bank létrehozásának előzménye a Herstatt Bank 1974. évi bukása volt. A bank csődje kiterjedt bankközi kapcsolatai miatt számos bankot megrendített,

nemcsak Németországban, hanem az Egyesült Államokban is. A Likobank alaptőkéje 1,3 milliárd euró, tulajdonosa 30%-ban a Bundesbank, 70%-ban a német kereskedelmi bankok.[26] A tulajdonosok kötelezettséget vállalnak arra, hogy szükség esetén alaptőkéjük tízszeresét hitelezik a Likobanknak. A bank eszközeit állampapírokban tartja. Szükség esetén a tulajdonosok által választott négytagú testület dönt a bajba jutott bank megsegítéséről. A döntéshozók alacsony száma biztosítja a gyorsaságot. A döntéshez a Bundesbanktól, a Felügyelettől és a bajba jutott banktól rendelkezésre bocsátott információkat használják, ezért a saját apparátus minimális, költségei alig vannak. A Likobank szolgáltatásaira fennállása óta egyébként még nem volt szükség. (Knittel 2007)

1999-ben a Bundesbank javasolta, hogy a Likobankot fejlesszék európai méretűvé, alaptőkéjét 15 milliárd euróval növeljék, a Bundesbank tulajdoni részesedése 1/3-ra nőjön, s valamennyi EU bank szükségszerinti megsegítésével foglalkozzon. A javaslat mögött a Bundesbanknak az a törekvése állt, hogy az amerikai Federal Reserve Bank of New York-hoz hasonlóan különleges szerephez jusson az eurózónában, az Egyesült Államokban ugyanis a lender of last resort szerepet a Fededral Reserve System e tagbankja tölti be. A javaslat megbukott, de nem az eurózóna többi nemzeti bankjai, hanem a német kereskedelmi bankok ellenállása miatt,

[26] A Herstatt Bank csődjének egyébként a világ monetáris biztonságára jóval nagyobb hatású következménye is volt. Létrehozták a Bázeli Bizottságot, amely 14 évi munkával megalkotta a Bázeli Tőkeegyezményt (Capital Accord), amely a világ szinte valamennyi országa bankszabályozásának alapja. A Bázeli Bizottság folyamatosan működik, a Bázel II. egyezmény bevezetése jelenleg van folyamatban a világban.

amelyek attól tartottak, hogy a kevésbé erős bankrendszerrel rendelkező országok bankjait nekik kellene szubvencionálniuk. (Spethmann 2004)

Mishkin (2007) a Bundesbank javaslatánál is tovább megy. Egy nemzetközi végső hitelezői szervezetet javasol, melyre a Nemzetközi Valutaalapot tartja a legalkalmasabbnak. Az IMF-nek ugyanis nagy tapasztalata, s szakértelme van az ilyen problémák megoldására, gyorsan tud nagy összegeket rendelkezésre bocsátani, s ha eszközei mégsem lennének elégségesek egy-egy nagyobb, nemzetközi méretű bank megsegítésére, konzorcium-vezetőként egyéb forrásokat is bevonhat.

A végső hitelezői funkció nemzetköziesítését több tényező indokolja. A világméretekben, különösen a kelet-európai és latin-amerikai országokban tapasztalható dollarizáció miatt egy szükséghelyzetbe jutott banknak egyre nagyobb mértékben devizára van szüksége, nem hazai pénzre, hogy a betétesek rohamát kielégítse. A jegybank, mint végső hitelező azonban csak hazai pénzt tud korlátlanul rendelkezésre bocsátani. Ha a bank hazai pénzt kap, a devizában fennálló kötelezettségek kielégítése miatt szükséges mennyiséget a bankközi piacon azonnal át kell váltania devizára, ami a hazai pénz árfolyamának leértékelődéséhez, vagy az ország devizatartalékainak csökkenéséhez vezet. Ezáltal megnő a veszélye annak, hogy egy bankválság országos méretűvé dagad, a hazai fizetési eszközzel szembeni bizalom megingásához vezet. Ez elkerülhető, ha a bajba jutott bank közvetlenül devizához jut.

Másik tényező, hogy a világ országainak bankrendszereit egyre növekvő mértékben nemzetközi szereplők uralják. Egy nemzetközi bank fizetési nehézségei nemcsak egy országban, hanem országok egész sorában okozhatnak problémát. Egy bank leánybakjai, bankfiókjai révén több

országban is jelen van, s ha egy országban meginog az adott bank iránti bizalom, a tömegtájékoztatás gyorsasága miatt azonnal egy másik országban is sorok alakulhatnak ki az azonos emblémával ellátott bankfiókok előtt.

De a problémák nem csak a tömegpszichózis miatt terjednek tovább. A leánybankok finanszírozási forrásaikat jelentős részben anyabankjuktól kapják. Ha az anyabanknál problémák merülnek fel, csökkenthetik, visszavonhatják ezt a finanszírozást, s ezáltal ténylegesen nehézségeket idézhetnek elő a leánybanknál, sőt, mivel ebben az esetben a leánybank a fogadó ország bankközi pénzpiacán keres pótlást a kieső likviditásra, a fogadó ország egész pénzügyi közvetítő rendszerében.[27]

A világ pénzügyi konglomerátumai egymásnak nyújtott hitelekkel, garanciákkal, derivatív ügyletekkel, egymás értékpapírjainak vásárlásával annyira összefonódtak, hogy az egyik szereplő megingása más szereplőket is magával ránthat.

Az EU jelenlegi szabályozása szerint egyébként az EKB - az EBKR és az EKB alapokmánya szerint - nem nyújthat hitelt szükséghelyzetben lévő bankoknak, az EU bajba jutott bankjainak esetleges megsegítése nemzeti hatáskörben van, az országok különböző szervezeti keretek között, különböző érdekek és filozófia alapján döntenek. Ha egy közös szervezeti keret létrejön,

---

[27] A magyar bankpiacon az utóbbi időben megfigyelhető, hogy az leánybankjaikat egyre növekvő mértékben nem hitelekkel, hanem betétekkel finanszírozzák. A betéteket a hiteleknél gyorsabban és egyszerűbben vissza lehet vonni.

ez a saját pénzzel nem rendelkező, vagy valutatáblát alkalmazó EU országokban tevékenykedő bankokat, illetve ezen országok pénzügyi rendszereit is érinteni fogja.

5.4. Valutahelyettesítés

A saját pénzről való lemondás egy sajátos esete, amikor a saját pénz megmarad, de a lakosság és a vállalatok a saját pénz mellett egy stabil, nagy ország pénzét is használják. Ezt valutahelyettesítésnek (currency substitution) vagy kettős valutarendszernek (dual currency system) nevezik. A hetvenes évektől kezdve egyre több ilyen példa volt Latin-Amerikában, Jugoszláviában, Lengyelországban, Romániában, majd a kilencvenes években a szovjet utódállamokban. Az átvett pénz általában a dollár, de néhány esetben ezt a szerepet a német márka is betöltötte. Az ilyen párhuzamos pénzhasználatot esetenként megpróbálták tiltani, részben ideológiai okokból, mint például Kubában az amerikai dollár használatát, de ezzel leginkább csak azt lehet elérni, hogy az idegen valutában lebonyolított tranzakciók a fekete-szürke gazdaságba szorultak, növelve ezzel a fekete-szürke gazdaság arányát. A kettős valutarendszer elleni állami fellépésnek a szándékolttal ellentétes hatása is lehet. A gazdaság szereplői úgy értékelhetik, hogy az idegen valuta tartását azért tiltják, hogy az inflálódó hazai pénzt „lenyomják a magánszektor torkán”, s ez a hazai pénztől való még erőteljesebb elfordulást vonhatja maga után. (Genberg 2002)

A kilencvenes évek elejéig általános vélekedés volt a világban, hogy a kettős valutarendszer kártékony, mert gátolja az ország önálló monetáris politikájának megvalósítását. Megszűntetésére a világ vezető közgazdászai, köztük elsősorban az IMF szakértői nem adminisztratív tiltást javasoltak, hanem azoknak az okoknak a megszűntetését, amelyek a kialakulásához vezettek: az infláció letörését, a költségvetés közvetlen jegybanki

hitelezésének, az úgynevezett bankóprésnek a megszűntetését, a gazdaságpolitika és a monetáris politika hitelességének helyreállítását. Jelenleg azonban a hozzáállás megváltozott. Ugyan a fentebb felsorolt okok megszűntetését továbbra is fontosnak tartják egy ország gazdasági fejlődése érdekében, önmagában a kettős valutarendszert már nem tartják kártékonynak, ha ez hozzásegít a gazdaság rendbe hozásához.

A kettős valutarendszer hosszú ideig fennmarad az után is, hogy az okok már megszűntek, mivel a gazdasági szereplők megszokják az idegen pénz használatát, s idő kell ahhoz, hogy hitelesnek fogadják el az ország gazdaságpolitikáját. Oroszországban például a dollár bankjegyek használata 1994 után az összes forgalomban lévő készpénz 70-80%-a körül alakult, s 1998 őszén, amikor a rubel értékének 85%-át elvesztette a dollárral szemben, a forgalomban lévő készpénz 87%-át is elérte. Bár az ország gazdaságpolitikája azóta – legalábbis visszatekintve – hitelesnek tekinthető, s a rubel felértékelődött, ami azt jelenti, hogy jobban járt az, aki rubelben tartotta pénzét, a dollarizáció csak lassan csökken. Hasonló jelenség volt megfigyelhető a kilencvenes években Bolíviában és Argentínában. (Oomes 2003)

5.5. Idegen pénz használata és a seigniorage kapcsolata

A saját pénzről való lemondás, illetve egy idegen pénz párhuzamos használata az idegen pénzt használó ország számára seigniorage-veszteséget jelent, hacsak nem állapodik meg a pénzt használó ország az anyaországgal a seigniorage megosztásáról. Ez a veszteség, amely a GDP 1-1,5%-át is elérheti, a rossz gazdaságpolitika, vagy az importált monetáris stabilitás ára. A másik oldalon, ha az anyaország pénzét másik országban is használják, ez az anyaországnak többlet seigniorage jövedelmet hoz. Különböző becslések szerint (Cohen 2004, Schuler 2000, Oomes 2003) a forgalomban lévő

amerikai dollár bankjegyek 55-70%-át külföldön használják, legnagyobb részt Oroszországban, s emiatt az Egyesült Államok költségvetése évente 15-25 milliárd dollár többlet seigniorage bevételhez jut. Összehasonlításul: az Egyesült Államok kormányzati segélyszervezete, a USAID segélyezési kiadásai 2005-ben 12,3 milliárd dollárt tettek ki. (USAID 2005)

Az Egyesült Államok számára az USA dollár világpénz szerepe nemcsak többlet seigniorage bevételt eredményez. Az USA költségvetése évi 5-10 milliárd dollár kamatkiadást takarít meg annak következtében, hogy az amerikai dollár a tartalék-valuta szerepét tölti be a világban, s a jegybankok tartalékaik nagy részét dollárban tartják, ami az amerikai állampapírok iránti keresletet növeli. A dollár világpénz szerepe emellett az egyéb amerikai értékpapírok iránti keresletet is növeli, ami hozzájárult a 2007-ben kipukkadt ingatlanpiaci buborék kialakulásához.

A dollár világpénz szerepének kialakulása az 1944. évi Bretton Woods-i szerződés következménye. A konferencián a brit delegációt Keynes vezette, aki a Világbank és az IMF megalakítása mellett egy harmadik nemzetközi szervezet, az International Clearing Union létrehozását is javasolta, amely megalkotott és kezelt volna egy speciális tartalékvalutát és nemzetközi értékmérőt, amit Keynes bancornak nevezett el. A bancor bevezetése azonban nem állt érdekében az Egyesült Államoknak, mert akkor nem a dollár lett volna a nemzetközi tartalékvaluta. Mivel a II. Világháborúnak még nem volt vége, s a konferencián részt vevő államok függtek a háború sikeres befejezését biztosító amerikai segítségtől, elfogadták az amerikai javaslatot, s Keynes-t is utasították Londonból álláspontja feladására. (Sandbeck 2003)

A seigniorage visszajuttatásáról a dollarizált illetve euroizált országokba a szakirodalomban kevés szó esik. A kilencvenes évek második felében Menem

argentin elnök az argentin valutatábla összeomlásától tartva tárgyalásokat folytatott az USA kormányával az USA dollár bevezetéséről Argentínában. A tárgyalások sarkalatos pontja volt, hogy Argentína részesedjen a dollár argentin forgalma miatt megnövekvő seigniorage-ból. A tárgyalások nem vezettek eredményre (Euromoney 1999). Arra azonban jók voltak, hogy az Egyesült Államok kongresszusa elkezdjen foglalkozni a nemzetközi monetáris stabilitási törvényjavaslattal (International Monetary Stability Act), amelyet 1999-ben és 2001-ben is tárgyaltak. A javaslat szerint azoknak az országoknak, amelyek USA kormánya engedélyével vezetik be a dollárt, visszajuttattak volna az országokban forgalomban lévő készpénz után képződő nyereségből. (106th Congress 1st Session 1999 and 107th Congress 1st Session 2001) A törvényjavaslat preambuluma szerint a dollarizáció előnyös az Egyesült Államoknak a többlet seigniorage bevételtől függetlenül is, mivel a dollarizált ország gazdasága gyorsabban fejlődik, ami a bővülő kereskedelmi kapcsolatokon keresztül az USA gazdaságára is jó hatással van.

A seigniorage visszajuttatására vonatkozó engedélyt a pénzügyminiszter adta volna ki, miután meggyőződött arról, hogy valóban kicserélték a bankjegyeket dollárra, s a szóban forgó ország bankrendszere nyitott a külföldi bankok számára, vagy megfelel a bázeli bankfelügyeleti irányelveknek. A seigniorage-t az USA pénzügyminisztériuma háromhavonta utalta volna át az illető országnak, az összeg a hazai pénz kicserélésekor megvásárolt dollárösszegtől, az elmúl három hónapban érvényesült amerikai kincstárjegy hozamoktól, s az elmúlt három hónap amerikai fogyasztói

árindexétől függött volna.[28] Az összeget csökkentették volna a bankjegyek cseréjével kapcsolatos költségekkel. A törvény életbe lépése előtt dollarizált országokra a törvény csak azt követően vonatkozott volna, hogy a törvény életbe lépése után dollarizált országoknak juttatott seigniorage meghaladta a régebben dollarizált országoknak fizetendő összeg tízszeresét. Az illetékes bizottságok mindkét évben megtárgyalták a javaslatot, de nem került a Ház elé.[29]

Daniel Gros (2002) az amerikai törvényjavaslat preambulumához hasonalóan amellett érvel, hogy ha egy ország bevezeti az eurót, abból az EU is profitál az ország gazdaságának és stabilitásának növekedése miatt. Azt javasolja, hogy az eurót bevezetni kívánó ország számára a bevezetéshez szükséges euró bankjegyeket az EU kamatmentes kölcsön formájában bocsássa rendelkezésre. (Konkrétan Szerbiát említi.) Ekkor az ország seigniorage jövedelme megmarad, mivel a korábban forgalomban volt készpénznek megfelelő jegybanki eszközök továbbra is az ország portfoliójában maradnak. Ha az ország csatlakozik az euró-övezethez, vagy ha visszatér a saját valutához, a kamatmentes hitelt vissza kell fizetni. A készpénzállomány növekedéséből származó seigniorage megosztására az amerikai javaslathoz

---

[28] Korrektebb lett volna a bevezetés óta bekövetkezett áremelkedést, vagy – méginkább – a dollarizált országban a dollarizáció óta megvalósult nominális GDP növekedést figyelembe venni. Az alkalmazott formula szerint ugyanis a bevezetés után történt készpénzállomány-növekedés következtében létrejövő seigniorage jövedelem teljes egészében az USA-ban maradt volna.

[29] Kurt Schuler közlése.

hasonlóan Gros sem javasol semmilyen konstrukciót, a növekedésből származó seigniorage jövedelem tehát az euró-övezet jegybankjai között kerülne elosztásra. Ez biztosítaná a pénzcserével kapcsolatos költségeket. Bár Gros neves közgazdász, nemzetközi konferenciák állandó előadója, a brüsszeli Center for European Policy Studies igazgatója, az IMF és az Európai Bizottság volt munkatársa, javaslata pusztába kiáltott szó maradt.

5.6. Az anyaországok hozzáállása

Az USA hivatalosan semlegesen viszonyul ahhoz, ha egy külföldi országban a dollárt használják fizetőeszközként. A külföldi dollárhasználattal kapcsolatban három „nem”-et fogalmaztak meg: Monetáris politikai döntéseiknél nem veszik figyelembe a dollárt használó ország érdekeit, nem adnak részesedést a seigniorage-bevételből, s a FED nem nyújt hitelt az ország kereskedelmi bankjainak szükséghelyzetben. (Bratkovski és Rostovski 2002)

Az EKB hivatalos álláspontja szigorúbb, mint az Egyesült Államoké: harmadik ország csak az EU-val történt megállapodást követően lenne szabad, hogy bevezesse az eurót.[30] A hivatalos álláspontot Az EKB Andorra euró-használatával kapcsolatban alakította ki, s leszögezi, hogy az Andorrával folyó tárgyalások nem jelenthetnek precedenst más országok számára. Ezzel szemben az eurót Montenegróban és Koszovóban minden megállapodás nélkül használják, s ez ellen semmilyen intézkedést nem tudnak tenni. (Az EKB hozzáállásának pikantériája, hogy Koszovóban a német márkát, amelyet

[30] Opinion of the ECB of April 1 2004 CON 2004/12

felváltott az euró, a területet akkor felügyelő ENSZ misszió vezette be, amelyet EU tagországok diplomatái irányítottak.)

Altig (2002) nem érti az EKB hozzáállását, hiszen az euró külföldi használata többlet seigniorage bevételhez juttatja a Bankot, s ezen keresztül az euró-övezet jegybankjait, illetve kormányait. Arra gyanakszik, hogy az euró reputációját, hitelességét féltik: ha ugyanis egy eurót használó harmadik országban gazdasági nehézségek lépnek fel, ez az euró nemzetközi tekintélyét is megtépázhatja. Ez az indoklás azonban nem helytálló, hiszen a dollár tekintélyét sem tépázta meg soha egy dollárt használó harmadik ország problémája.

Strahilov (2002) szerint az EKB attól tarthat, hogy az eurót egyoldalúan bevezető országok számára likviditási segély nyújtására kényszerül, ha ezekben az országokban bank- vagy fizetési mérleg válság alakul ki, s ennek következtében az egész euró-övezetben megengedhetetlen mértékben megnövekedhetne a pénzmennyiség. Ez a félelem sem megalapozott, hiszen az Európai Bankok Központi Rendszere (EBKR) és az EKB alapokmánya nem teszi lehetővé a nemzeti költségvetéseknek való közvetlen hitelezést, s a bankoknak történő hitelezést értékpapír-fedezet nélkül.[31] A szóban forgó országok bankrendszerei különben is döntően külföldi bankok tulajdonában vannak, ami már eleve csökkenti egy lokális bankválság kialakulását, s az

[31] A 18. cikk szerint csak megfelelő fedezet esetén nyújtható hitel hitelintézeteknek, s a 21. cikk szerint közigazgatási intézményeknek, kormányoknak, önkormányzatoknak nem nyújtható hitel, s közvetlenül nem vásárolhatók e szervek adósságinstrumentumai.

anyabankok és a helyi bankok közötti méretkülönbség miatt valószínű, hogy ha ilyen válság ki is alakul, ezt az anyabank kezelni tudja. (Ha mégis valamilyen külső beavatkozásra van szükség, azt nem az EKB, hanem az érintett országok kormányai, betétbiztosítási alapjai hajtanák végre.)

A tényleges okot az EU egy 2000-ben kiadott sajtóközleményében találjuk meg.[32] Ez leszögezi, hogy az euró bevezetése egy strukturális konvergencia folyamat végállomása kell, hogy legyen, s ez nem kerülhető meg. Magyarán: a maastrichti kritériumok nem kerülhetők meg az euró egyoldalú bevezetésével. A közgazdasági alapokat nélkülöző, jogászi hozzáállás érthető, jóllehet, ez nem jelenti azt, hogy egyet kellene vele értenünk. Minden szervezet ragaszkodik szabályaihoz, hiszen ez adja működésének alapjait, s különösen igaz ez, ha a szabályokat egyes erős érdekérvényesítő képességgel rendelkező országok vonatkozásában nem mindig sikerül maradéktalanul érvényesíteni. Azok az országok pedig, amelyek számára a jogászi hozzáállás hátrányos, az EU gyengébb érdekérvényesítő képességű tagjai közé tartoznak, sőt, a sajtóközlemény kiadásakor még csak tagjelöltek voltak.

A sajtóközlemény valószínűleg válasz Jacek Rostowskinak, a Közép-európai Egyetem volt tanszékvezetőjének, jelenlegi lengyel pénzügyminiszternek, a Financial Times-ban is publikált javaslatára, hogy Lengyelország egyoldalúan vezesse be az eurót, egy egyoldalúan megállapított árfolyamon.[33] (Az EU-hoz való csatlakozás előtt elvben még mód lett volna erre az egyoldalú lépésre,

---

[32] Press Release 12925/00

[33] Rostowski annak idején 5 PNL/EUR árfolyamot javasolt.

most már nem lehetséges.) Miután Rostowski a legnagyobb, az euró egyoldalú bevezetésében érdekelt EU ország, Lengyelország pénzügyminisztere lett, melynek érdekérvényesítő képessége a többi hasonló cipőben járó országhoz viszonyítva jelentős, s magának Rostowskinak a személyes súlya sem elhanyagolható[34], az EU hozzáállásában elképzelhető változás.

Az euró spontán elterjedését azonban az EU hozzáállásának változásáig sem gátolhatja semmi.

6. Az euró használata az euró-övezet előszobájában

6.1. Az euró a bankrendszerben

Nemzetközi tapasztalatok szerint a duális valutarendszer kialakulása általában a bankbetétek dollarizációjával kezdődik, s abból fakad, hogy a gazdaság szereplői nem bíznak a hazai monetáris politikában, félnek a hazai valuta leértékelődésétől, s ezt a félelmet a hazai valutában elhelyezett betétek után fizetendő magasabb kamat nem kompenzálja. A devizahitelek terjedése követi a devizabetétek növekedését. De Nicoló et al. (2003) latin-amerikai tapasztalatokra támaszkodó számításai szerint 10%-os devizabetét növekedést 7,3%-os devizahitel-növekedés követ.

---

[34] Nagy-Britanniában született, kettős, brit-lengyel állampolgár, anyanyelvi szinten beszél angolul, korábban a London School of Economics tanára volt, számos publikáció, könyv szerzője, szerkesztője.

Az idegen pénz, nevezetesen az euró használatának perspektívája az EU-hoz újonnan csatlakozott országokban eltér fejlődő országok-béli, s latin-amerikai esetektől. Ezekben az országokban ugyanis arról van szó, hogy egy deklaráltan néhány év múlva bevezetésre kerülő valuta már hivatalos bevezetése előtt megjelenik.

Magyarországon a nem-pénzügyi intézményeknek a magyar bankrendszerben tartott betéteiből a devizabetétek aránya a 2008. decemberi adatok szerint 19, míg a magyar bankrendszertől felvett hiteleiben a devizahitelek aránya az 65 %-ot is eléri. Emellett a hazai nem-pénzügyi vállalatok hiteleinek 40%-a külföldi pénzügyi közvetítőkkel szemben áll fenn, természetesen devizában (MNB 2006). Korábban a devizahitelek döntő részét vállalatok vették fel, amelyek valószínűbb, hogy magasabb pénzügyi kultúrával rendelkeznek, mint a háztartások. Jövedelmük egy része devizában képződik, tehát az árfolyamváltozás kockázata legalábbis részben természetben fedezve van, s pénzügyi kultúrájuk legalábbis valószínűsíti, hogy fedezeti műveleteket alkalmaznak, vagy kockázatviselő képességüket felmérik a devizahitel felvétele előtt.

Az utóbbi években azonban a háztartások körében is egyre népszerűbb a devizahitel: 2007-ben az új lakáshiteleknek már több mint 90 %-át devizában vették fel, az autóhiteleknél is hódít a deviza. 2008 végén a lakáshitelek több mint 60%-a devizában állt fenn. Az arányok Lengyelországban hasonlóak, Csehországban alacsonyabbak, mivel a cseh korona kamatszínvonala pedig alacsonyabb, mint az euróé.

Megállapítható tehát, hogy a magyarországi vállalatok és háztartások adósságának mintegy háromnegyede devizaadósság. Ez a gazdasági szereplők racionális válasza az MNB-nek az elmúlt nyolc évben, a csúszó leértékelés

megszűntetése, illetve a forint ingadozási sávjának +/- 2,25%-ról +/- 15%-ra történt kiszélesítése után követett monetáris politikájára: az irracionálisan magasan tartott forint-kamatokra.

6.2. Az euró és a hazai monetáris politika

Az irracionálisan magasan tartott hazai jegybanki kamatszint azt is eredményezte, hogy az önálló monetáris politika elvesztette hatékonyságát. A kamatpolitikának hatnia kellene a gazdaságra, befolyásolnia kellene a gazdasági aktivitást: növekvő kamatok esetén csökken a hitelfelvétel, csökkennek a beruházások és a lakosság hitelfelvétele is, ennek következtében csökken a globális kereslet, tehát a keresleti oldali inflációs nyomás, növekszik azonban a munkanélküliség. Csökkenő kamatok esetén fordított a helyzet. A gazdasági szereplők azonban könnyen kikerülik a hazai monetáris politikát a devizahitelek felvételével.

Tankönyvi tétel szerint a kamatpolitika a megtakarítások szabályozásával is hatással van a keresletre: magasabb kamatok nagyobb megtakarításra ösztönöznek. A magyar tapasztalatok azonban nem támasztják alá ezt a tételt: a lakossági megtakarításokra jóval nagyobb hatással van az óvatossági motívum: a munkanélküliségtől, az elszegényedéstől való félelem. Erre példa, hogy a kilencvenes évek elején negatív reálkamat mellett is csúcson voltak a megtakarítások, az akkor új jelenség, a munkanélküliségtől való félelem miatt. Frissebb példa: a 20%-os kamatadó 2006 szeptemberi bevezetése után nem volt tapasztalható semmilyen törés a megtakarítási hajlandóságban, csak a különböző megtakarítási formák között következett be átrendeződés: növekedett a kamatadóval nem terhelt befektetési lehetőségek, első sorban a unit-linked életbiztosítások aránya.

Emellett a megtakarítások egyre nagyobb hányada olyan befektetési alapokban, biztosítási termékekben csapódik le, amelyeknek a hozama nincs kapcsolatban a hazai monetáris politikával. Ilyenek a devizabetétek is, amelyek kamata szintén független a hazai monetáris politikától.

A kamatpolitika nem teljesen hatástalan: a magasabb kamatok ösztönzik a külföldi tőke beáramlását, ennek következtében erősödik a forint, amely csökkenti az inflációs nyomást a kínálati oldalról, mivel az importcikkek olcsóbbak lesznek. Ugyanakkor nő a munkanélküliség, mivel az importcikkek egyre nagyobb versenyt támasztanak a hazai termeléssel szemben, s a hazai termelés az erős árfolyam miatt egyre kevésbé versenyképes külföldön. Az árfolyam-politikai célok megvalósításához azonban nagyon drága fegyver a kamatpolitika, s az is kérdéses, érdemes-e ilyen áron inflációt csökkenteni.

A magyarországi hitelintézetek egészen a 2009 elején bekövetkezett jelentős forint-gyengülésig nem bánták a devizahitelek magas arányát. A forint-betétek ugyanis nem elégségesek a magyarországi hiteligény kielégítéséhez, a bankok külföldről, devizában vesznek fel hiteleket, s ezeket közvetítik a belföldi adósoknak. A devizahitelek magas aránya azt eredményezi, hogy az árfolyamkockázatot nem a bankoknak kell fedezniük, azt továbbháríthatják a hitelfelvevőknek. A devizakockázat azonban nem tűnik el, csak átalakul: a devizakockázat hitelkockázattá transzformálódik, mivel egy jelentősebb forint-leértékelődés esetén az adós, akinek bevételei forintban képzőnek, esetleg nem tudja visszafizetni a devizahitelt. Ezt a kockázatot a bankok

egészen 2009 elejéig nem érzékelték, s erre a kockázatra nem kellett külön tartalékot képezniük.[35]

A devizahitelek több éves tündöklését vizsgálva azt állapíthatjuk meg, hogy nem önmagában a devizahitelek elterjedése volt hibás, mivel a forint- és devizahitelek közti kamatkülönbség olyan jelentős volt, hogy általában még 300 Ft/euró árfolyam mellett is kevesebb a törlesztő részlet, mint egy ugyanannyi felhasználható forint-összeget nyújtó forinthitel esetében lenne. A hiba az volt, hogy a bankok nem hívták fel az ügyfelek figyelmét, hogy ilyen jelentős árfolyam-elmozdulások lehetségesek, s ezért az ügyfelek a hitelek felvételénél nem számítottak arra, hogy forintban jelentkező havi jövedelmükből esetleg másfélszer annyi törlesztést kell teljesíteniük. A prúdens banki magatartás az lett volna, ha a bankok devizahitel nyújtásakor alacsonyabb törlesztőrészlet/jövedelem arányt írnak elő az ügyfelek számára. Természetesen ez azzal járt volna, hogy kevesebb hitelt helyeznek ki, ami alacsonyabb profitot eredményezett volna.

Nemzetközi tapasztalat, hogy azokban az országokban, amelyekben a devizahitelek aránya magas, a kormányzat fél a hazai pénz leértékelődésétől, (fear to float) még abban az esetben is, ha hivatalosan lebegő árfolyam van

[35] Legkockázatosabb a jen alapú hitel, mert a japán jen ún. carry trade valuta, általában akkor erősödik az euróhoz képest, amikor a forint gyengül, ezért volatilitása a forinttal szemben jóval nagyobb, mint az euróé, vagy a svájci franké. A PSZÁF 2007 októberében 8/2007. számú vezetői körlevelében felhívta a hitelintézetek figyelmét a jenhitelek fokozott kockázatára, s az ügyfelek fokozott tájékoztatását javasolta. Külön tartalékolást a jen-hitelek esetében sem írt elő.

meghirdetve. (De Nicoló et al. 2003, Ize és Yeyati 2005) A vállalatok és a háztartások érzékelik ezt a félelmet, s ez morális kockázatvállalásra (moral hazard) készteti őket: akkor is vállalják a devizában történő eladósodást, ha az árfolyamkockázatot nem tudják kivédeni. Pontosan ezt láttuk Magyarországon is.

6.3. Forgatókönyv az euró bevezetődésére

Az euró nemcsak a hitelfelvételekben, hanem a gazdasági szereplők gondolkodásában is terjed. Példa erre a Prima Primissima díj. A díjat magyar emberek alapították magyar emberek számára, mégis euróban van denominálva. Euróban határozzák meg az irodabérleti díjakat, a szállodai árakat. Az euró terjedését a mezőgazdaságban is láthatjuk, hiszen a garantált árak, az EU agrártámogatások euróban vannak meghatározva.

A kiskereskedelem egyre növekvő hányadát lebonyolító nemzetközi áruházláncok is euróban gondolkodnak, tartós fogyasztási cikk beszerzéseiket centralizáltan, euróban intézik, még akkor is, ha a terméket Magyarországon szerzik be. (Például Nokia mobiltelefon, Philips televízió.) Áraikat egész Európára, vagy legalábbis a közép-európai régióra euróban határozzák meg, s egy „házi" árfolyamon számítják át forintra. A házi árfolyam az aktuális árfolyamhoz képest tartalmaz egy kockázati felárat, tehát általában gyengébb, mint az aktuális, annak érdekében, hogy az árakat az árfolyam változásakor ne kelljen állandóan módosítani.

A vállalatközi kapcsolatokban is növekszik az euró használata. Mivel a vállalatok közötti szállításoknak van deviza-inputja, (az ország kereskedelmi szerkezetéből adódóan elsősorban euróban denominált input,) egyre gyakoribb, hogy a vállalatok egymás között olyan szerződéseket kötnek,

amely euró-klauzulát tartalmaznak: a forint-árak csak bizonyos forint-euró árfolyamsávon belül érvényesek.

Az euró fizikai használata is terjed. Egyre több bolt euróban is közli árait, de ennek jelenleg csak a túrizmus szempontjából van jelentősége, nem jelenti az euróban való gondolkodást, ugyanis ha a forint-euró árfolyam változik, az euró-árakat módosítják, nem a forint-árakat. Az euróban való gondolkodást jelzi, azoknak az autókereskedőknek a gyakorlata, akik áraikat euróban határozzák meg, s ha valaki forintban fizet, az aktuális árfolyamon kell átszámítania.

A vállalati devizahitelek magas aránya, a kereskedelmi nyitottság, azt eredményezi, hogy a vállalatok kiadásainak és bevételeinek növekvő része deviza, elsősorban euró. Ennek az a következménye, hogy euróban kezdenek gondolkodni. Semmilyen jogi akadálya nincs annak, hogy belföldi inputjukat is euróban denominálják; egy exportra történő belföldi beszállítóval is lehet euróban szerződést kötni. Ha elterjed a belföldi euróban történő fizetés, minél nagyobb súllyal szerepel egy beszállító bevételei között az euró, annál inkább érdekében lesz az ő beszállítóinak is euróban fizetni.

Ha egy vállalat bevételeinek döntő hányada euró, érdekében áll, hogy a munkabéreket is euróban fizesse. Mivel a lakossági hitelek nagy hányada devizában áll fenn, a munkavállalónak sem lenne érdeke ellen, hogy fizetését, vagy legalábbis egy részét euróban kapja. Ugyan a lakáshitelek nagy része svájci frank, a svájci frank és az euró közti árfolyam-ingadozás kisebb, mint a svájci frank és a forint közötti, tehát a hitelfelvevő kockázata mérséklődne. Bár az euróban történő bérfizetésnek sincs jogi akadálya, felmerül egy probléma: az adókat és járulékokat forintban kell fizetni. A lineáris

járulékoknál ez nem okoz gondot, a sávos jövedelemadónál azonban már igen. Ez azonban megoldható.

Elképzelhető olyan megoldás, hogy egy várható euró-árfolyam alkalmazásával a jövedelemadó sávokat euróban is meghatározzák, s az is, hogy a személyi jövedelemadó előleget havonta, az aktuális árfolyam alapján a munkaadó újraszámolja. Lehetséges, hogy azok is forintban fizessék be az adókat és járulékokat, akik euróban kapnak fizetést, de az is, hogy euróban is lehetővé válik az adó- és járulékfizetés. Ez utóbbi esetben az adóhivatalnak, illetve a társadalombiztosítási alapoknak euróban is lenne bevételük, s elképzelhető lenne, hogy a nyugdíjak és az egészségügyi kiadások egy részét is euróban fizessék.

Aki nyugdíjas éveit huzamosabb ideig külföldön tölti, kérhetné, hogy nyugdíját euróban folyósítsák, de az is elképzelhető, hogy olyan Magyarországon élő nyugdíjasok euróban kapják nyugdíjukat, akik az országnak azokon a részein élnek, ahol az euróban történő fizetés elterjedtebb. Az egészségügyi szolgáltatók közül azoknál lenne célszerű az euróban való fizetést kezdeni, amelyek nagy értékű importált eszközöket, első sorban diagnosztikai eszközöket használnak, s amelyeknél emiatt előnyös lehet az euróban való könyvvezetés.

Ha a lakosság számottevő részének euróban képződne a jövedelme, terjednének az euróban meghatározott árak. Ha a nagy áruházláncok az általuk euróért beszerzett áruk árát euróban rögzítenék, az árak valószínűleg csökkennének, mert a forint-árakban nem kellene árfolyam-kockázati tartalékot képezniük. (A kasszánál persze napi árfolyamon átszámolva forintban is lehetne fizetni.) A távközlési szolgáltatók, amelyek kiadásainak legnagyobb része az euróban felvett hitelek törlesztése, minden bizonnyal

euró alapú díjcsomagokat is hirdetnének. Erre különben már van példa Romániában. Ott az egyik mobilszolgáltató euróban, a másik dollárban határozza meg az árakat. Hasonlóképpen: lehetne euró-alapú díjszabásuk az energiaszolgáltatóknak is, és így tovább.

Megvan tehát a lehetőség arra, hogy az euró bevezetődjön Magyarországon még azelőtt, hogy hivatalosan bevezessék. Ekkor az euró kínálta monetáris stabilitást már azelőtt élvezhetné az ország, hogy a bevezetésre az EU – a maastrichti kritériumok teljesítése után - áldását adná. A forint persze megmaradna, de az árfolyam-ingadozás egyre kevésbé okozna zavart.

Külön kérdés, hogy az euró bankjegyek mennyiben szorítanák ki a forintot a kiskereskedelmi forgalomból. A nemzetközi tapasztalat az, hogy a kisebb fizetések elterjedt duális valutarendszer esetén is a helyi pénzben bonyolódnak le. Ha a hazai bankrendszer felkészül a duális valutarendszerre, a forint bankjegyek megmaradnának, annak ellenére, hogy a gazdaság euróban működik. Ehhez arra lenne szükség, hogy a forint és az euró közti átváltást a bankok ingyen, vagy egészen minimális díjért végezzék. Euróban történő kártyás fizetésnél például a számlán lévő forint-összeget középárfolyamon válthatnák át, s ellenkező irányban, ha a számlán euró van, s forintban történik a fizetés, akkor is a középárfolyamot alkalmazhatnák. A belföldi bankok közötti euró-átutalásokat ugyanolyan díjjal bonyolíthatnák le, mint a forint átutalásokat. Az MNB a Giró Elszámolási Zrt-vel közösen kifejlesztett egy rendszert, amely két magyarországi bank közötti kisösszegű euró-átutalást húsz eurócentért (kb. 50Ft) lebonyolít. (MNB 2006. 74. oldal.) A bankok azonban még jóval többet kérnek egy ilyen tranzakcióért. Ha az ilyen tranzakciók iránt megnőne az igény, a verseny minden bizonnyal rákényszerítené őket a díjak jelentős csökkentésére. S ha a rendszer igénybevétele nőne, az MNB is csökkenthetné az árait. (A költség döntő része

állandó költség, s ha megnő az igénybevétel, a díj csökkenthető.) Az sem kizárt, hogy több elszámoló rendszer működjön.

Ha a forint csak forgalmi eszköz funkcióját őrizné meg, valószínűleg kisebbek lennének az árfolyam-ingadozások, mivel ha az euró-forint piac sekélyebb, a nemzetközi befektetőknek egyre kevésbé éri majd meg, hogy a forint mellett, vagy ellen spekuláljanak, hiszen egy sekélyebb piacon kisebb nyereség érhető el.

Elképzelhető tehát egy olyan megoldás, hogy az euró előnyeit élvezzük, és közben a forint bankjegyek után képződő seigniorage-ról sem kell lemondania az országnak. A kormányzat az euró ilyen módon történő spontán elterjedését nem siettetheti, de tehet olyan intézkedéseket, amelyek az átmenetet megkönnyítik. Ilyen intézkedés lehet az euró-alapú adófizetés és az euró-alapú könyvvitel támogatása. Ez az adóbevételek biztonságát is növelné, mivel jelenleg a vállalati hitelek magas devizatartalma miatt a vállalati mérlegek egyik jelentős, s előre nem tervezhető tétele az átértékelési különbözet. Ha a forint leértékelődik, s a korábban erősebb forintárfolyamon felvett devizahiteleket átértékelik, ez a cég egész nyereségét elviheti. (Ez akkor is így lehet, ha a hitelek visszafizetése export bevétellel fedezett. A hitelállomány ugyanis jóval nagyobb lehet, mint a cég éves exportbevétele.) Az euróban történő könyvvezetés elterjedése tehát a vállalati nyereségadó bevételek biztonságát növelné a költségvetés számára.

Jelenleg az euró alapú könyvvitelt a Számviteli Törvény[36] a következők szerint engedélyezi. A devizakülföldi társaságok, az európai gazdasági egyesülések, az európai részvénytársaságok és az európai szövetkezetek mérlegüket a létesítő okiratuk szerinti devizában készítik. Forinttól eltérő, a létesítő okiratukban szereplő devizában készíthetik mérlegüket azok a vállalkozások is, amelyek bevételei, költségei és ráfordításai, valamint pénzügyi eszközei és kötelezettségei (a mérlegen kívüli tételeket figyelmen kívül hagyva) külön-külön, a tárgyévben és az azt megelőző évben egyaránt legalább 75%-ban az adott devizában merülnek fel.

Látható, hogy az engedélyezés szigorú követelményekhez kötött. A devizakülföldi társaságok (gyakorlatilag off-shore cégek) devizában történő könyvvezetésének lehetővé tétele a magyar gazdaság szempontjából lényegtelen, az európai társaságok száma még elenyésző, míg a magyar gazdaság szempontjából lényeges devizabelföldi vállalkozások számára megszabott 75%-os korlát a vállalkozások döntő többsége számára nem teszi lehetővé az euróban történő mérlegkészítést. Egy olyan szabályozás elégséges lenne, amely lehetővé teszi a devizában történő könyvvezetést, azzal a megszorítással, hogy ha egy vállalkozás egy forinttól eltérő devizát választ, választása mellett bizonyos ideig (három-öt évig) ki kell tartania.

Természetesen az általam felvázolt euró-bevezetési forgatókönyv nem azonos azzal, mintha az eurót hivatalosan bevezetnénk. A gyakorlati különbség azonban nem számottevő. Tény, hogy amíg az EU nem adja áldását a

---

[36] 2000. évi C. törvény 20.§

bevezetésre, Magyarország nem lesz az euró-övezet tagja, az MNB elnöke nem képviselheti az ország érdekeit az EKB kormányzótanácsában. Ez minden bizonnyal presztízsveszteség az MNB elnöke számára, de az ország számára nem jelent tényleges hátrányt. Különben is: amikor Magyarország az euró-övezet tagjává válik, már valószínűleg nem lesz érvényben a jelenlegi „egy ország egy szavazat" elv. Amint az euró-övezet tagjainak száma eléri a 18-at, az országokat két csoportba sorolják majd. Az országok GDP-je és bankrendszerük mérlegfőösszege alapján az első csoportba sorolt öt legnagyobb ország négy szavazattal rendelkezik, a többi ország 11 szavazattal.[37] Az MNB elnöke akkor vehetne részt - egy ideig – minden szavazáson, ha Magyarország lenne az euró-övezet következő tagja, mégpedig egyedüli új tagként, ami nem valószínű.

Ha a tagok száma eléri a 22-t, a szavazásokon való részvétel lehetősége tovább szűkül. Az országokat három csoportba sorolják majd, Magyarország minden bizonnyal a közepes országok csoportjába kerül, ahova az országok fele tartozik, összesen nyolc szavazattal. A nemzeti jegybankok elnökei rotációs alapon fognak szavazni.

---

[37] Az EKB és a KBER Alapokmánya 2003-ban módosított 10.2 cikke szerint a nemzeti központi bankok elnökeinek szavazata összesen legfeljebb 15 lehet. Az alapokmány azonban lehetőséget biztosít arra, hogy az „egy ország egy szavazat" elv feladását elhalasszák legfeljebb addig, amíg a részt vevő országok száma meg nem haladja a 18-at. Ezzel a lehetőséggel élt a Kormányzótanács 2008 decemberében, Szlovákia csatlakozása előtt. (ECB Press Release 18 December 2008)

A szavazásban való részvételt nem kell túlértékelni. Nagyon kicsi a valószínűsége annak, hogy éppen a magyar szavazaton múljon az EKB egy monetáris politikai döntése. Magyarország annyira beágyazódott az EU, ezen belül különösen az EMU országainak gazdaságába, hogy monetáris érdekei egybeesnek az euró-övezet országai többségének érdekeivel, akár részt vesz a szavazáson az MNB elnöke, akár nem.

6.4. Az euró és az államadósság kezelése

2009. júniusi adatok szerint a bruttó magyar államadósság 39 %-a devizában, 61 %-a forintban állt fenn. A devizaadósság mintegy kétharmada euróban denominált, a többi az SDR, az amerikai dollár, az angol font, a japán jen és a svájci frank között oszlik meg. A forintban meglévő államadósság 22 %-a külföldiek kezében van. Összességében a magyar államadósságot 53 %-ban külföldiek finanszírozzák,[38] de a külföldi finanszírozás több mint negyede úgy történik, hogy a külföldiek forint-államkötvényt vásárolnak. 2009 nyarán mintegy 8 milliárd euró értékű forint-államkötvény volt külföldi kézben.[39]

2001-ben, nemzetközi szerződésekben vállalt kötelezettségeinknek megfelelően megszűnt a mindennemű devizakorlátozás: bárki bármikor vásárolhat és adhat el forintot, illetve állampapírt, deviza bármikor kivihető az

---

[38] Ez a szám a belföldiek által a költségvetésnek nyújtott devizahiteleket, s a belföldiek által tartott devizában kibocsátott magyar államkötvényeket is tartalmazza, az összeg azonban nem jelentős.

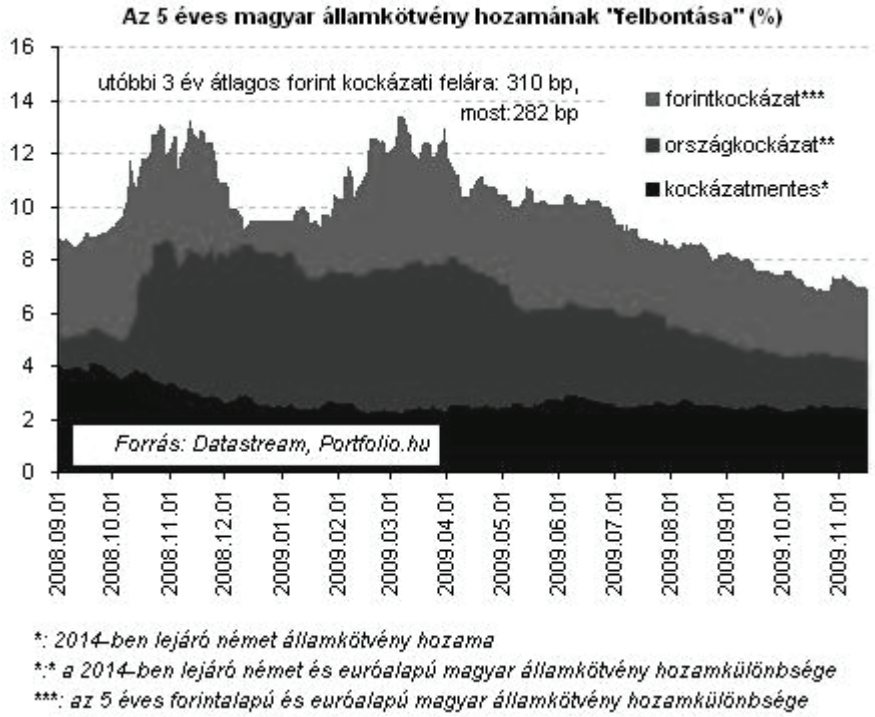
[39] Forrás: Államadósság Kezelő Központ honlapja www.akk.hu Letöltés: 2009. augusztus 4.

országból. Ez a szabadság az állampapírpiac magyar szereplőire is vonatkozik, de az ő részükről kevésbé lehet számítani nagy összegű hirtelen eladásokra, mert a legnagyobb szereplőknek, bankoknak, intézményi befektetőknek összhangot kell tartaniuk követeléseik és kötelezettségeik devizaneme között, s kötelezettségeik nagy részben forintban jelentkeznek. A piac külföldi szereplőit azonban ez a követelmény nem korlátozza, ők minden megkötöttség nélkül vásárolhatnak és adhatnak el magyar állampapírt, ha a tranzakciótól nyereséget remélnek, vagy veszteségeiket mérsékelhetik. Ezt bizonyítja, hogy egy évvel korábban, a nemzetközi pénzügyi válság kirobbanása előtt még 18 milliárd euró értékű forintban denominált államkötvény volt külföldi kézen, valamint az is, hogy az állampapírok másodpiaci forgalmából részesedésük jóval nagyobb, mint az általuk birtokolt állomány: az ÁKK statisztikája szerint a forgalomból való részesedésük 28%.

6.4.1. Országkockázat, devizakockázat

A forintban kibocsátott magyar államkötvények felára a kockázatmentes hozamhoz képest két részből tevődik össze: az országkockázatból és a forintkockázatból. A két kockázatot külön-külön meghatározhatjuk, ha megvizsgáljuk a devizában kibocsátott magyar államkötvények felárát, amely csak az országkockázatot tükrözi. Például az ÁKK 2009 júliusában kibocsátott euróban denominált egymilliárd eurós tízéves államkötvény-kibocsátása 6,76 %-os hozammal, a referenciaként szereplő euro midswap hozamhoz képest 3,95%-os felárral kelt el. Az ugyancsak júliusban kibocsátott öt éves lejáratú, forint alapú államkötvények hozama ugyanakkor 8,81 % volt. Ha a hozamgörbét az öt-tíz év lejárat között vízszintesnek feltételezzük, a hazai valutában denominált magyar hosszú lejáratú adósság felára a kockázatmentes hozamhoz képest tehát 6 %, ennek kétharmada a magyar országkockázat következménye, egyharmada a forint kockázatáé.

A portholio.hu internetes portálon megjelent[40] ábra napi másodpiaci hozamok alapján 2008 szeptembere és 2009 novembere között szemlélteti a három kockázatot. Az ábrán látható, hogy a forintban denominált magyar államkötvények hozama mindig magasabb, mint a devizában denomináltaké.



Az országkockázatot a szóban forgó ország költségvetési hiánya, fizetési mérleg hiánya, belpolitikai bizonytalansága, a régió bizonytalansága, a befektetők kockázati étvágya befolyásolja, s van egy konstans tényező is, a likviditási kockázat: mennyire mély az adott ország állampapírjainak a piaca, milyen gyorsan, s milyen biztonsággal lehet nagy mennyiségű állampapírt venni vagy eladni. (Ez utóbbi tényező miatt a magyar állampapírok akkor is felárral

[40] http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?k=3&i=124558 Letöltés: 2009. november 19.

forognának az amerikai vagy német állampapírokhoz képest, ha minden makrogazdasági mutató tekintetében az élen járnánk.)

A valutakockázatot (esetünkben a forintkockázatot) további két részre bonthatjuk. Az egyik rész annak a kockázata, hogy a deviza konvertibilitását felfüggesztik. Magyar viszonyok között ez nem jelentős kockázat, illetve ez a kockázat már nagyrészt szerepel az országkockázatban, mert ha komoly fizetési mérleg problémák lépnének fel, a devizában denominált államkötvények törlesztése is akadályokba ütközne. A forintkockázat másik része a volatilitás. Ez a magyar forint esetében jelentős kockázati tényező, a forint ingadozási sávjának 2001. évi kiterjesztése óta, mióta az MNB deklaráltan csak az árstabilitásra koncentrál monetáris politikájában, s a volatilitás nem szerepel a céljai között.[41] Ez jelentősen növeli a külföldi befektetők kockázatát, hiszen ők könyveiket nem forintban vezetik, s a forint árfolyamának gyengülése elviheti, sőt bőven túl is szárnyalhatja a kamaton szerzett többlet hozamot. Ez akkor is kockázati tényező, ha hosszabb időre tervezik a befektetést a forintba denominált állampapírba, mivel eszközeiket folyamatosan értékelniük kell.[42] Ezért vásárolnak csak ilyen magas felárral forintban denominált magyar államkötvényt.[43]

---

[41] A +/- 15%-os ingadozási sáv megszűntetése ezt a kockázatot nem befolyásolta, mivel a korábban megengedett 30%-os árfolyam-ingadozás nem jelentett tényleges védelmet a volatilitás ellen.

[42] A befektetési alapok menedzserei általában negyedévenként kapnak prémiumot, az általuk kezelt befektetési állomány hozama alapján.

[43] 2008 júniusában, még a válság kirobbanása előtt egy 10 éves lejáratú, másfél milliárd eurós kötvénykibocsátás, s az akkori azonos lejáratú forint kötvény kibocsátás

A forint államadósságot tartó külföldiek magas aránya ugyanakkor növeli is a forint volatilitását, mivel ez a befektetői kör nem stabil, a külföldi befektetők az első rossz hírre, vagy a saját maguk generálta spekuláció hatására állampapír-eladásba, majd forinteladásba kezdenek, amelynek azonnal hatása van nemcsak az állampapírpiacra, hanem a forint árfolyamára is. Ez egy ördögi kör, amiből azonban létezik kitörés.

6.4.2. A devizakockázati felár megszűntetése

Nem lenne ilyen magas a forintban denominált állampapírok kockázati felára, ha a magyar állam olyan adósság-felvételi politikát folytatna, amely nem számít arra, hogy külföldiek is jelen legyenek a forint állampapír aukciókon. Nagy pontossággal megbecsülhető ugyanis, hogy egy állampapír-aukción milyen nagyságú magyar jelenlétre lehet számítani, s mennyi az a mennyiség, amit csak külföldiek vásárlása esetén lehet eladni. A magyar vásárlók számára a forintnak nincs árfolyamkockázata, ők könyveiket forintban vezetik, s kötelezettségeik is nagyrészt forintban állnak fenn. Ezek a befektetők alacsonyabb hozammal is megvásárolnák a papírokat, csak haszonélvezői a forint kockázati felárnak, amire azért van szükség, hogy külföldiek is

---

adataiból számolva az országkockázat 1 %, a forintkockázat 2,6 % volt. Az országkockázat négyszeres ugrása a válság következménye, míg a forint kockázat valószínűleg azért csökkent, mert a válság során nyilvánvalóvá vált, hogy az MNB a pénzügyi rendszer stabilitásának biztosítása miatt nem enged teret a forint árfolyam túlzott ingadozásának.

induljanak az aukciókon. A magyar befektetők részéről pánikszerű eladásaikra is jóval kevésbé lehet számítani.

Ha az ÁKK csak annyi állampapírt bocsátana ki forintban, amennyit a belföldi szereplők (bankok, biztosítók, nyugdíjpénztárak, befektetési alapok és a lakosság) várhatóan megvásárolnak, s az államadósság finanszírozásához szükséges külföldi tőkét devizában vonná be, alacsonyabb költséggel lehetne az államadósságot finanszírozni, s a forint volatilitása, ezáltal kockázata is csökkenne. Az alacsonyabb hozam két csatornán is jelentkezne: egyrészt csökkenne a forintban kibocsátott adósság kamata, másrészt a devizahitelekért eleve alacsonyabb kamatot kell fizetni.

A váltást gyakorlatilag úgy lehetne véghezvinni, hogy a lejáró forint állampapíroknál kevesebb új állampapír kibocsátására kerülne sor, természetesen alacsonyabb kuponnal. Ez növeli a már forgalomban lévő állampapírok árfolyamát a másodpiacon is, ott a külföldiek részéről eladásokra kerülne sor. Az Államadósság Kezelő Központ a másodpiacon is visszavásárolhatna állampapírt. Az adósságállomány átalakítását még a művelet megkezdése előtt közölni kellene a pénzügyi befektetőkkel s a közvéleménnyel is. Lehetséges, hogy már az adósságcsere szándékának nyilvánosságra kerülésekor megindulna az állampapírok hozamcsökkenése. A külföldiek részvétele valószínűleg nem marad el teljesen, egy részük talán még jóval alacsonyabb hozam mellett is szívesen Magyarországon maradna. A kisebb kibocsátás miatti államadósság finanszírozási hiányt az ÁKK a devizakötvények kibocsátásának növelésével pótolhatná. Ugyancsak a devizakötvény kibocsátás növelése biztosíthatná a másodpiaci visszavásárlás fedezetét is.

Az ily módon végrehajtott adósságcsere nem kell, hogy befolyásolja a forint árfolyamát, hiszen a külföldiek forint állampapír eladás miatti devizaigényére ott lenne a fedezet: az ÁKK által devizában kibocsátott kötvény ellenértéke, illetve a felvett devizahitel. Az átállás során az ÁKK-nak, illetve az MNB-nek, mint az ÁKK ügynökének aktívan be kellene kapcsolódnia a devizakereskedelembe. Az ÁKK azonban más ügynököt is választhat, ha az MNB a célokkal nem azonosul, vagy ha az MNB szakértelmét nem tartja megfelelőnek. Az átállás során az állam (illetve az ÁKK) ügynöke lenne a legnagyobb szereplő a forint-devizapiacon, az átállást a forint árfolyamának beállítására is fel lehetne használni.

Az átállásra nemzetközi intézményektől, külföldi kormányzati intézményektől is lehetne hitelt felvenni, hiszen a magyar adósságszerkezet átalakítása a magyar pénzügyi kockázatot, s ezáltal a nemzetközi kockázatot is csökkentené, ami a nemzetközi pénzügyi intézmények számára prioritás.

A forint állampapír állomány tényleges csökkenése bizonytalan, lehetséges, hogy nem az összes külföldi vonul ki az országból, s az is lehet, hogy magyar befektetők is kivonulnak. Ezért érdemes lenne hitelkeretet is nyitni, s elkerülni az olyan devizakötvények kibocsátását, amelyből befolyó bevétel nem kerül felhasználásra, a fölösleges kamatfizetés elkerülése érdekében. Egy jelentős hitelkeret megszerzése erősítené is az ország iránti bizalmat. Emellett szélesíteni is lehetne a deviza-állampapírok körét. Gyakrabban kerülhetne sor kötvénykibocsátásra, s elképzelhető deviza-kincstárjegyek kibocsátása is. A devizafinanszírozásra való áttérést segítené, ha az előbbi fejezetben vázolt lehetőség, a spontán euroizáció megvalósul, s az adók egy részének befizetésére euróban kerül sor.

6.4.3. Az államadósság olcsóbb finanszírozása

A fentiekben vázolt adósságstruktúra-váltás jelentősen csökkentené az államadósság finanszírozásának terheit, mivel megszűnne a forintkockázati felár, a forintban kibocsátott államadósságra és a devizaadósságra fizetett kamat nagyjából megegyezne, illetve csak akkor lenne szignifikáns eltérés, ha a piac lényeges forintárfolyam változásra számítana. Ha a piac forint leértékelődésre számít, a forint kamatok magasabbak lennének, ha felértékelődésre, alacsonyabbak. (A 2001 óta bekövetkezett árfolyamváltozások tendenciára nem következtethetünk, csak a volatilitás nagy.)

Elképzelhető, hogy a devizában denominált államadósság kamatlába az átállást követően valamelyest növekedne a nagyobb kínálat miatt. Új befektetőket kellene ugyanis megnyerni, mivel nem valószínű, hogy ugyanazok a befektetők, akik a korábbiakban forintban denominált államadósságot vásároltak, automatikusan megvásárolják a helyette kibocsátott devizaadósságot. A kamatemelkedés azonban nem lenne drasztikus, mivel az eddigiekben az ÁKK devizakötvény-kibocsátásait általában túljegyzés kísérte, s a devizában denominált magyar állampapír-kínálat többlet a világban forgó szuverén kötvényekhez képest elenyésző.

Tegyük fel, hogy a devizaadósság hozama 75 bázisponttal emelkedne! Tételezzük fel továbbá, hogy a piac változatlan forintárfolyamot prognosztizálna, tehát a forint államadósság után fizetett kamat megegyezne a

devizaadósság kamatával. Ez az öt éves papírok előzőekben ismertetett adataival számolva 200 bázispontos csökkenést jelentene. Az ÁKK által közzétett, 2009. június 30-i adatok szerint a devizában denominált államadósság kamatterhének növekedése éves szinten 31 Md Ft többletet44, míg az állampapírban fennálló forintadósság kamatterhének csökkenése 199 Md Ft megtakarítást eredményezne. A nettó megtakarítás tehát 168 milliárd Ft. (A számításnál közömbös, hogy a deviza- és forintadósság aránya hogyan változik, mivel a két adósságelem kamata megegyezik.) A becslés durva: nem vettem figyelembe az átárazódási periódusokat, s hogy deviza- és forint adósság közti kamatkülönbség különböző lejáratokon különböző lehet.

6.4.4. Az államadósság kezelés változásának hatása a monetáris politikára

Miként már a korábbiakban szó volt róla, az MNB legfontosabb monetáris politikai eszköze az alapkamat. A hetenként megtartandó aukciókon a jegybank korlátlan összegben kéthetes kötvényt bocsát ki a hitelintézetek számára, amely az alapkamattal kamatozik, emellett az alapkamatot fizeti a hitelintézeteknek a kötelező tartalék után. Az alapkamathoz igazodik a másik két jegybanki eszköz kamata is: az egynapos betét kamata az alapkamatnál 1%-ponttal alacsonyabb, az egynapos hitelé 1%-ponttal magasabb.45

---

[44] Csak a 4130 Md Ft értékű állampapírban fennálló adósságot vettem figyelembe, mivel a nemzetközi szervezetektől felvett hitelek kamata nem függ az állampapír-kínálat változásától.

[45] A kamatfolyosót a jegybank 2008 őszén +/- 0,5%-ra csökkentette, s 2009. november 24-től tért vissza a +/- 1%-hoz.

Az alapkamat meghatározza a hitelintézetek által alkalmazott rövid lejáratú kamatokat: a hitelintézetek által nyújtott rövidlejáratú forinthitel kamata magasabb, mint az azonos lejáratú jegybanki betété, hiszen a jegybanknál tartott eszköz kockázatmentes, s bárki másnak nyújtott hitelnek van valamennyi kockázata. A hitelintézeteknél elhelyezett rövid lejáratú betétek kamata pedig alacsonyabb, mint az egynapos jegybanki hitelé, mivel a jegybanktól a legegyszerűbb hitelt felvenni. Az előző részekben bemutattam azonban, hogy az euroizáció elterjedésével a hazai kamatpolitika elvesztette azt a szabályozó szerepét, hogy a hitelkeresleten keresztül hasson a gazdaságra, mivel a hitelkereslet döntően devizában áll fenn, illetve devizában elégítik ki. A jegybanki kamatok a külföldi tőkebeáramlás ösztönzésén, s ezáltal az árfolyam befolyásolásán keresztül hatnak az inflációra, s általában a gazdasági aktivitásra. A kamatemelés – ha az egyéb tényezők változatlanok - ösztönzi a tőkebeáramlást, erősíti az árfolyamot, a kamatcsökkentés hatása ezzel ellentétes.

Az alapkamat mértékéről a Monetáris Tanács minden negyedik héten tartandó úgynevezett kamatmeghatározó ülésén dönt, az inflációs folyamatok, s a nemzetközi pénzügyi folyamatok tükrében. A gyakorlatban a kamat meghatározásában döntő szerepe van a három hónapos diszkont kincstárjegy (DKJ) aukcióknak: az alapkamatot általában az aktuális DKJ hozam fölött tartják. Ennek következtében a kéthetes kötvény lukratív befektetési forma: 2008-ban átlagosan 792 milliárd Ft-ot, 2009 első hét hónapjában átlagosan 2147 (!) milliárd Ft-ot tartottak a hitelintézetek ebben a formában, s olyan időszak is előfordult, hogy az állomány meghaladta a 2900 milliárd Ft-ot.

Az alapkamatnak a DKJ hozam fölött tartása közgazdaságilag indokolatlan. Annyi lenne indokolt, hogy az egynapos jegybanki hitel kamata legyen a DKJ hozam fölött, mivel ha alatta van, a költségvetés jegybanki hitelezésének

tilalma ellenére is beindulhat a „bankóprés”: a bankok felvesznek jegybanki hitelt, s DKJ-be fektetik.[46] (Ha alapkamat-emelési várakozások vannak a piacon, a különbségnek jelentősnek kell lennie.) A magas alapkamat költségvetési hiányra gyakorolt hatásáról, illetve az erről folyó MNB-ÁKK vitáról a 2. számú függelékben írok.

A két hetes kötvényállomány ellentettje az MNB eszközei között a jegybank devizatartaléka: a kéthetes kötvény voltaképpen a monetáris rendszerbe korábban devizakonverzió révén bekerült forintot sterilizálja. (Erről részletesebben lásd később!) A jegybank tehát a sterilizált forintért az alapkamatot fizeti, míg devizaeszközeiért a külföldi kockázatmentes kamatot kapja. Az előző fejezetben szereplő midswap hozam (2,8 %) és a 2009. nagy részében érvényesült alapkamat (9,5 %) különbségével, valamint a 2008. első hét havi átlagos havi kéthetes kötvény átlagállománnyal számolva az MNB az év egészére számolva a kéthetes kötvényállományon 2009-ban 143 milliárd Ft veszteséget könyvelhet el. (A devizatartalékon realizált tényleges hozam nem ismert, de a számítás a veszteség nagyságrendjének bemutatására alkalmas.) Ez a veszteség csökkenti a jegybanknak, első sorban a seigniorage-ból származó nyereségét, amit különben befizetne a költségvetésbe, illetve ha veszteségessé válna, a költségvetés a veszteségét megtéríti. Ennek a veszteségnek az elmaradása ugyanúgy költségvetési megtakarítás lenne, mint az adósságszolgálat terheinek csökkentése.

[46] Erre volt példa Magyarországon a kilencvenes évek első felében.

Ha az államadósság finanszírozása az előzőekben ismertetett módon megváltozna, s csökkenne a forintban denominált államadósság kamatszintje, az alapkamatot is csökkenteni kellene, hiszen ellenkező esetben a már most is magas szintről még tovább nőne a két hetes MNB kötvény állománya. Az alapkamat csökkentés következtében minden bizonnyal csökkenne a kéthetes kötvény állománya, de ez nem kellene, hogy a forint leértékelődésével járjon, mivel a jegybank a kötvényállomány csökkenésével felszabaduló monetáris bázist visszavásárolhatná. Mivel a monetáris bázis döntő részben devizakonverzióval jött létre, csökkentése érdemben csak deviza eladásával történhet.[47]

A jegybank devizaeladása természetes csökkentené a jegybank devizatartalékait, vagy amennyiben a tartalékok szintje nem csökkenthető vagy az MNB-nek, vagy az államnak hitelt kellene felvenni, illetve devizakötvényt kellene kibocsátani. Tegyük fel, hogy a tartalékok szintje nem csökkenthető, a tartalékok pótlására devizakötvény kibocsátással kerül sor! A kéthetes kötvényállományt kiváltó devizakötvények kamatterhe a korábbiakban alkalmazott kondíciók alapján 161 milliárd Ft, de ezt csökkenti a tartalékokért kapott 60 milliárd Ft kamat. Az korábban a kéthetes kötvényállománnyal finanszírozott devizatartalék 143 milliárd Ft-os költsége tehát 101 milliárd Ft-ra csökken, a nettó megtakarítás tehát 42 milliárd Ft. (Ha a tartalékok apadását nem kell teljes egészében pótolni, vagy ha a

[47] 2009. júniusi jegybanki statisztika szerint a kereskedelmi bankoknak nyújtott forint-hitel állomány csupán 223 milliárd Ft, míg a monetáris bázis és a jegybanki kötvénybe tartott állomány (sterilizált monetáris bázis, vagy potenciális monetáris bázis) összege 5575 milliárd Ft.

pótlásra nemzetközi szervezetektől származó hitelek felvételével van lehetőség, illetve ha a kéthetes kötvényállomány a kamatcsökkenés ellenére sem szűnik meg teljesen, a nettó megtakarítás a számítottnál nagyobb lesz.)

A fölösleges, s jelenleg a kéthetes kötvényállományban lecsapódó potenciális monetáris bázis „kisöprése" után valószínűleg nagyobb teret kapna az aktív pénzteremtés: hitelnyújtás a kereskedelmi bankok számára fedezet mellett, vagy belföldi értékpapír vásárlás. Bár ezek az eszközök az MNB eszköztárában mindig szerepeltek, ezekkel a lehetőségekkel a kereskedelmi bankok 2008 októberéig, a nemzetközi pénzügyi válság kirobbanásáig gyakorlatilag nem éltek, s használatuk jelenleg is minimális. Az aktív pénzteremtés tovább javítaná a jegybank nyereséghelyzetét, ami végső soron a költségvetési hiányt csökkentené.

Az államadósság konvertálása, s ezzel párhuzamosan a magas kéthetes kötvényállomány megszűntetése a forint-árfolyam beállítására is használható. Ez azonban csak egy lehetőség, az is elképzelhető, hogy a konverziókat a jegybank és a költségvetés az éppen kialakult árfolyamon hajtja végre. Az adósságkezelés megváltoztatása és a potenciális monetáris bázis csökkentése után a jegybank árfolyam-befolyásolási politikája is módosulhatna. Bár az MNB eszköztárában mindig szerepelt a piaci intervenció, ezzel a forint 2009 eleji jelentős leértékeléséig nem élt, s azóta is csak néhány alkalommal szerepeltek sejtések a gazdasági sajtóban arról, hogy az MNB esetleg interveniált. Az általam javasolt monetáris politikai és fiskális politikai váltás után sekélyebb lenne a magyarországi devizapiac, kisebb összegek mozognának, tehát kisebb összegekkel is hatékonyabban tudná befolyásolni a forint árfolyamát az MNB.

Lehetséges lenne a rendszeres devizapiaci jelenlét, az előre vagy utólag bejelentett intervenció, a kereskedelmi bankokon keresztül történő titkos beavatkozás. Ez a nemzetközi pénzügyi rendszerben jól ismert „piszkos lebegtetés" (dirty floating) még nyereséges is lehetne. Ezt a módszert alkalmazta sikerrel a Szlovén Nemzeti Bank egészen az euró-övezetbe történt belépéséig.

Emellett továbbra is alkalmazható lenne a kamatpolitika is, mint az árfolyam-politika eszköze, a kéthetes kötvényt továbbra is fel lehetne használni a forint iránti kereslet befolyásolására. A kötvényállomány jóval kisebb lenne, mint jelenleg, de ez nem járna az eszköz hatékonyságának romlásával, hiszen az árfolyamra nem az állomány nagysága, hanem a változása hat.

6.4.5. Miért nem alkalmazzák?

A javasolt adósságszerkezet- és monetáris politikai váltás nyereségcsökkenést okozna a magyarországi bankoknak, brókercégeknek. Ugyanis a forintban denominált állampapírok adásvételével bevételre tesznek szert, s ha kevesebb állampapír forog a piacon, bevételeik is kisebbek. (A devizakötvények kereskedelme nagyrészt külföldön zajlik, ennek növekedése a magyar piaci szereplők számára nem vigasz, ez a külföldi bankoknak, brókereknek hoz bevételt.) A magyar bankoknak, brókercégeknek okozott veszteség úgy is fogalmazható, hogy a monetáris politika és az államadósság-kezelés változtatása a magyar tőkepiac fejlődése ellen hat. Ebben lehet igazság, de nemzetközi példák igazolják, hogy olyan országokban is lehet fejlett tőkepiac, amelyekben kevesebb államkötvény forog.

Ugyancsak a bankok szűken vett érdekeit sértené a kéthetes jegybanki kötvényállomány volumenének csökkentése, hiszen a külföldi megbízásból végrehajtott kötvényvásárlások, a külföldiek kötvényvásárlásaihoz

kapcsolódó fedezeti ügyletek is bevételt hoznak a magyar bankoknak. Nem hiszem azonban, hogy a jelenleg alkalmazott magyar államadósság-kezelési politika és a monetáris politikai eszköztár csak szűk pénzügyi körök magánérdekeit szolgálná. Az okokat máshol kell keresnünk.

Mosolygó (2008) egy, az Államadósság Kezelő Központ honlapján megjelent tanulmányában a következőképpen fogalmaz (9. oldal): „Az adósságkezelő az adósság szerkezetének meghatározásakor egy kockázatkezelő modellre épít, amely alapján meghatározhatók az adósság kívánatos struktúrájának legfontosabb elemei. … Az adósságszerkezet kialakításánál a portfolió, valamint a befektetői bázis olyan diverzifikálása a cél, mely alkalmazásánál a kamat- és árfolyamkockázat együttes figyelembe vétele történik meg. Az adósságkezelést az elmúlt évek során… különféle külső nyomások érték a portfolió szerkezetének összetételét illetően. Bizonyos gazdaság(politika)i szereplők hol a forintadósság arányának növelését akarták elérni, mások, máskor pedig pont ellentétesen az adósság mind teljesebb devizásítását kívánták ösztönözni. Az első álláspont a forint árfolyamkockázat mérséklésére hivatkozott, a másik pedig a lehetséges kamatkiadás-csökkentés hatására hívta fel a figyelmet. Az adósságkezelő azonban éppen a kockázatkezelési modell alapján állt ellen ezen nyomásoknak. … Az ÁKK által kiépített diverzifikált adósságportfolió – a lehetőségeket figyelembe véve – jól vizsgázott. A kitűzött forint-deviza arány [28-32%] kifejezetten stabilizáló szerepet töltött be.”

A szerzőnek annyiban igaza van, hogy minél magasabb a deviza aránya az államadósságon belül, annál nagyobb a kockázata annak, hogy a forint jelentősebb leértékelődése emeli az államadósság forint-értékét. Ennek két negatív hatása van. Az első: emelkedik az államadósság/GDP arány. Ez valóban rossz hír, vigasz azonban, hogy a leértékelés miatti állomány-

növekedést a folyó költségvetésen nem kell átvezetni, a költségvetési hiány emiatt nem nő. Másik negatív hatás: ha a forint leértékelődik, a kamatok és törlesztések forint-értéke nő: több forintért kell a kamatokhoz és a törlesztésekhez szükséges devizát megvásárolni. Ha törlesztésre gyakorlatilag nem kerül sor, hanem a lejáró kötvény törlesztése újabb devizakötvény kibocsátással történik, ez nem okoz problémát, amennyiben az ország hitelképessége nem romlik. A kamatfizetés megnövekedett forint-értéke azonban megjelenik a költségvetés folyó kamatkiadásai között. Ha alacsonyabb az adósság deviza-aránya, a forint-leértékelődés esetén fellépő magasabb kamatfizetés kockázata valóban kisebb, de ezért a kockázat-mérséklésért magas árat kell fizetni: magasabb kamatot az egész állományra.

Mindkét negatív hatás mérsékelhető lenne, ha megvalósulna a 6.3. fejezetben részletezett javaslatom: Magyarországon duális valutarendszer jönne létre, az adófizetés egy része euróban történne. Ugyancsak mérsékelhetők a negatív hatások, ha figyelembe vesszük, hogy az államnak lehetősége van árfolyamok befolyásolására. Már korábban szó volt arról, hogy a magyar gazdaság fejlődését a stabil árfolyam szolgálná a leghatékonyabban. A devizaadósság magas aránya egy további érv a stabil árfolyam fenntartása mellett.

Mosolygó tanulmányából csak azt tudjuk meg, hogy a kormányzat vonakodik növelni a devizaadósság arányát, a miértre nem kapunk választ. Erre az MNB elnökének egy 2008. decemberi nyilatkozatából következtethetünk. (Bogár Zsolt, M. László Ferenc 2008) „A devizaszerkezet is értelemszerűen el fog tolódni: csökken a forint-, nőni a devizahányad, és az utóbbi átmenetileg meghaladja majd azt a mértéket - az összmennyiség egyharmadát -, amit az ÁKK a stratégiájában kitűzött. Nem utolsósorban az ÁKK-nak azzal is számot kell vetnie, hogy mennyibe kerül az adósság finanszírozása. Költségoldalról az IMF-csomag jelentősen olcsóbbnak tűnik nemcsak a

forint-, hanem a piaci devizaforrásokkal összehasonlítva is. Csak vigyázni kell, hogy ne hagyatkozzunk túlságosan erre, mert akkor elvinnénk a devizaarányt egyharmad helyett egy sokkal magasabb szintre, ami már leminősítéssel járhat, és aminek a következményeként még nehezebb lenne visszakapaszkodni a normál piacra."

A hitelminősítés valóban kulcsfontosságú egy ország számára, a minősítés romlása drágítja az államadósság finanszírozását, extrém romlás esetén lehetetlenné teszi a hitelhez jutást, a lejáró hitelek megújítását is, ami államcsődhöz vezethet. (Az oksági viszony nem egyértelmű: lehet, hogy azért minősítik le az adott országot, mert növekszik az államcsőd valószínűsége, de az is lehet, hogy azért nő a valószínűség, illetve azért következik be az államcsőd, mert az országot leminősítették.) Emellett az ország minősítése az ország bankjainak, vállalatainak minősítését is rontja: nagyon ritkán fordul elő, hogy a magánszektor egy tagja magasabb hitelminősítést kap, mint az ország, amelyben tevékenykedik. (A Magyarországon tevékenykedő külföldi tulajdonú bankokat, nagyvállalatokat ez nem nagyon kellene, hogy érintse, mert külföldi forrásaik nagy részét külföldi tulajdonosuktól tulajdonosi hitelként kapják. A külföldi tulajdonos is figyeli azonban az ország minősítését, s magasabb kamatot számít fel, ha az ország minősítése romlik. Ez annyiban jogos, amennyiben az anyavállalat minősítését is rontja azon országok minősítésének romlása, amelyekben jelentős érdekeltségei vannak. Ha ez nem így van, tehát a leányvállaltnak felszámított magasabb kamat csak a nyereség kiszivattyúzásának adómentes módja, lehet méltatlankodni, tenni ellene nem nagyon.)

A nemzetközi hitelminősítő intézetek (Moody's, Standard and Poor's, Fitch) nem hozzák nyilvánosságra minősítési algoritmusukat. Afonso és munkatársai (2007) ökonometriai vizsgálatai szerint az egy főre jutó GDP, a GDP

reálnövekedése, az államadósság, a költségvetési hiány, a külső adósság, a külföldi tartalékok, a korábbi államcsőd játszanak jelentős szerepet, de fontos tényező az ország geopolitikai helyzete, EU-tagsága és az államigazgatás hatékonysága is. A szerzők arra a következtetésre jutnak, hogy a pénzügyi változók szerepe nőtt az elmúlt években. A tanulmány függelékében felsorol tíz további elemzést, amelyek hasonló változók ökonometriai vizsgálatával modellezték a hitelminősítők eredményeit. Az államadósság devizális összetétele egyetlen vizsgálatban sem szerepelt magyarázó változóként.

Az adósság devizális összetételének az Eichengreen amerikai közgazdász által megalkotott „eredendő bűn" (original sin) elméletben (Eichengreen et. al. 2005) van jelentős szerepe. Eichengreen a keresztény teológiából kölcsönzött fogalommal eredendő bűnnek nevezi azt az állapotot, ha egy ország nem tud saját valutájában külföldről hitelt felvenni. Az eredendő bűn Eichengreen elméletében - miként a keresztény teológiában sem – nem egy olyan bűn, amit el lehet kerülni, vagy jóvá lehet tenni, hanem egy állapot, amivel együtt kell élni, s csak nagyon nehezen lehet kikerülni belőle. A szerencsés országok, amelyek nem élnek eredendő bűnben, a világ nagy pénzügyi központjai, az USA, az Egyesült Királyság, Japán és Svájc.

Eichengreen és társai az eredendő bűn mérőszámait is megalkotják: minél magasabb az ország hazai valutában denominált adóssága vagy értékpapír-állománya az összes adósságon (értékpapír-állományon) belül, annál kisebb az eredendő bűn. Az elvégzett ökonometriai vizsgálatok azt mutatják, hogy minél kisebb az eredendő bűn, annál kevésbé volatilis az ország valutája, annál jobb az adósság-besorolás, alacsonyabb a kamatszint, annál kevésbé volatilis a kibocsátás és a tőkeáramlás. A mérőszám együtt mutatja az eredendő bűnt, és azt, hogy az ország belső megtakarítása mennyiben fedezi

az ország tőkeszükségletét. Valószínű, hogy Taiwan vagy India az utóbbi okok miatt rendelkezik kedvező eredendő bűn mutatóval.

Az oksági összefüggések nem egyértelműek. Olivier (2005) szerint a feltörekvő országok vállalatai azért adósodnak el külföldi valutában, mert a hazai kamatok jóval magasabbak. Igaz, hogy a hazai valuta esetleges leértékelődése esetén a hitel visszafizetése nehézségbe ütközik, úgy vélik azonban, hogy jelentős leértékelődést nem enged meg a kormányzat, vagy ha mégis, kisegíti őket. Eichengreen és társai szerint az eredendő bűnből a hazai pénzügyi intézmények, piacok fejlesztésével lehet kikerülni.

Miként az előzőekből kiderül, az eredendő bűn elmélet nem az államadósság, hanem az ország adósságának devizális összetételére vonatkozik. Az ok-okozati összefüggések bizonytalansága miatt már az a recept sem egyértelmű, hogy a kisebb eredendő bűn jobb adósságminősítést von maga után, az azonban végképp az elmélet félreértelmezése, hogy az államadósság devizális összetételének alakítása befolyással lenne az ország minősítésére. A korábbiakban láttuk, hogy a külföldiek forintban történő állampapír vásárlásainak erőltetése miatt a hazai kamatszint a szükségesnél magasabb. Ez egyrészt emeli az adósságszolgálatot, növeli a költségvetési hiányt, (rossz pont a hitelminősítők szemében), és a vállalatokat arra ösztönzi, hogy devizában vegyenek fel hiteleket. (Újabb rossz pont, az eredendő bűn elmélet szerint.) A helyzetet tovább rontja, hogy az MNB által megalkotott eszköztár következtében a bankok nagyon jól megélnek a kialakult helyzetben, nem érdekeltek a képződő hazai megtakarítások belföldi hitelezésében, mert jó hozammal el tudják helyezni azokat az MNB-nél kéthetes betétben.

7. A pénzhelyettesítők

Általános jelenség a világban, hogy az országok nem törekszenek a seigniorage bevétel maximalizálására, lehetőséget biztosítanak arra, hogy a seigniorage-ból a jegybankokon, illetve a költségvetésen kívül mások is részesedjenek. Erre bizonyíték, hogy a világon szinte minden országban jelen vannak a pénzhelyettesítők, a gazdaság szereplői a készpénz mellett más forgalmi eszközöket is használnak. Ez a fejezet a pénzhelyettesítők és a seigniorage kapcsolatát elemzi.

7.1. A pénzhelyettesítők csoportosítása

A pénz funkcióinak felsorolása közgazdaságtan vizsgák mentőkérdése. A funkciók jól ismertek: forgalmi eszköz, fizetési eszköz, felhalmozási eszköz, általános értékmérő. E funkciókat a pénz technikai funkcióinak nevezhetjük. (Egyébként e funkciók felsorolása a pénz definíciója is. Pénzről akkor beszélhetünk, ha valamennyi funkciót ellátja.) Van azonban egy további funkció is, amit a közgazdaságtan tankönyvek más helyen tárgyalnak: a pénz gazdasági szabályozó szerepet is betölt. Ezt közgazdasági funkcióknak nevezhetjük.

E gondolatmenet alapján a pénzhelyettesítőket két csoportba sorolhatjuk: a technikai pénzhelyettesítők és a közgazdasági pénzhelyettesítők csoportjába.

A technikai pénzhelyettesítők a tranzakciókat kívánják kényelmesebbé, gyorsabbá, biztonságosabbá tenni, esetenként a tranzakciókkal együtt járó adminisztrációt kívánják csökkenteni.

A közgazdasági pénzhelyettesítők emellett, vagy ezzel szemben a pénz gazdasági szabályozó funkcióját kívánják javítani: serkenteni kívánják a gazdasági aktivitást egy-egy térségben, vagy vállalkozói körben. Egyes fajtái hitelteremtéssel jönnek létre, mások növelik a pénz forgási sebességét. A közgazdasági pénzhelyettesítők nagyobb mennyiségben történő elterjedése növelheti az inflációt, s jegybanki tiltást is maga után vonhat. Jelenleg ez a veszély nem fenyeget, mivel szerepük marginális, s mivel használatuk a hagyományos pénzzel párhuzamos, az értékmérő funkciót a hagyományos pénz látja el.

Pénzteremtésre a technikai pénzhelyettesítők általában nem alkalmasak. Nem teremtik a pénzt, csak helyettesítik. Jelentős kivétel a hitelkártya: ha a hitelkártyával vásárolunk, hitelkeretünk terhére pénzt teremtünk. A kártya azonban csak technika: ha a bank a hitelkeretet jóváhagyta, a keret lehívása úgy is megtörténhet, ha minden alkalommal bemegyünk a bankba, s készpénzt veszünk fel. Ez azonban jóval kényelmetlenebb megoldás lenne, mint a hitelkártyával történő pénzteremtés. A közgazdasági pénzhelyettesítők egyes fajtái hitelteremtéssel jönnek létre, tehát a pénzteremtéshez hasonlóan kívánják növelni a gazdasági aktivitást.

7.2. Technikai pénzhelyettesítők

A technikai pénzhelyettesítők a pénz hagyományos forgalmi eszköz funkcióját veszik át, esetleg javítják, a többi funkció ellátására nem vállalkoznak. Bárki számára hozzáférhetők, aki a használathoz szükséges eszközzel rendelkezik. A kibocsátó, a birtokos és az elfogadó számára egyaránt haszonnal járnak.

A birtokos számára haszon, hogy a fizetést egyszerűbben, gyorsabban, vagy kevesebb kockázattal tudja lebonyolítani, mintha készpénzzel fizetne. A

pénzhelyettesítő használatával a birtokos visszatérítéshez, jutalomponthoz is juthat. Az elfogadó számára előnyös lehet, hogy mentesül a készpénzkezelés költségétől és kockázatától, (bár ezt ellensúlyozhatja, hogy a pénzhelyettesítő használatának is van költsége és kockázata,) illetve, hogy a fizetési lehetőségek diverzifikálásával vásárlói körét bővítheti.

A kibocsátó számára haszon az elfogadótól, illetve esetenként a birtokostól beszedett díj, jutalék, illetve, hogy a kibocsátás révén alacsony kamatozású, vagy kamatmentes hitelhez jut.

A pénzhelyettesítők egy részének használata azt államháztartás számára káros, mivel csökkentheti a készpénzhasználatot, tehát csökkentheti a készpénzkibocsátás jegybanki nyereségét, a seigniorage-t. Egyes pénzhelyettesítők privatizálják a seigniorage-t, a pénzkibocsátás nyeresége a pénzhelyettesítők kibocsátóinál, s nem a nemzeti banknál jelenik meg, mások használata abszolút értelemben csökkenti a készpénzigényt. Ennek ellenére, nem tapasztalható, hogy a technikai pénzhelyettesítők használata elé akár a jegybankok, akár a költségvetés akadályokat gördítene. Ennek valószínűleg az az oka, hogy a birokos és az elfogadó számára jelentkező előnyt olyan társadalmi haszonnak tartják, ami nagyobb, mint a seigniorage-veszteség.

A leggyakrabban használt pénzhelyettesítő a bankkártya. Hitel- és betéti kártya formájában létezik. A bankkártyák használata, szabályozása – a kártyák elterjedtsége miatt – nem igényel bővebb kifejtést. Említendő azonban az a magyar gyakorlatban még nem előfordult lehetőség, hogy nem hitelintézet bocsát ki bankkártyát. A bankkártyák csökkentik a forgalomban lévő készpénzmennyiséget, hiszen a kártya birtokosa készpénz nélkül fizethet. Az elfogadó számára a bankkártya azért előnyös, mert csökkenti a készpénzkezelés és szállítás költségeit, valamint kockázatát. Bővíti az

ügyfélkört, ezért ma már szinte elképzelhetetlen, hogy egy nagyobb üzlet ne fogadná el a bankkártyákat annak ellenére, hogy az elfogadásnak is vannak költségei: a terminál költsége, s az elszámoló banknak fizetett jutalék, amely 3%-ot is elérhet. További hátrány, hogy a bankkártyával történt fizetés ellenértékét az elszámoló bank – a reklamáció lehetőségére hivatkozva - csak néhány nap késéssel írja jóvá a kereskedő bankszámláján, addig a bank kamatmentesen használja a pénzt.

Magyarországon még nem működik, de több országban elterjedt a széles körben használható elektronikus pénztárca . Megjelenésében hasonlít a bankkártyára, az információt egy, a kártyán elhelyezett chip tárolja. Kisebb összegű fizetésekre használják. Lehetőség van arra, hogy a bankkártya elektronikus pénztárca funkciót is ellásson, az ilyen kártyákon két információhordozó van elhelyezve, a bankkártyáé és az elektronikus pénztárcáé. A rendelkezésre álló összeget az elektronikus pénztárca tárolja, a fizetéskor tehát nem jön létre kapcsolat a kártyát elfogadó kereskedő és a kártyabirtokos bankja között. Ez a fizetés költségét és idejét csökkenti. Míg a bankkártyával történt fizetést utólag rekonstruálni lehet, az elektronikus pénztárca személytelen. Elektronikus pénztárcával való fizetéskor ezért nincs lehetőség utólagos reklamációra, ami az elfogadó számára további előny a bankkártyával történő fizetéshez képest. A fizetéskor az összeg átkerül a kártyáról az elfogadó gépére, s nap végén az elfogadó az elektronikus jeleket bankjánál pénzre váltja, a pénz azonnal a bankszámlájára kerül. A rendszer üzemeltetését a bank számára az teszi kifizetődővé, hogy az elfogadó jutalékot fizet.

Az elektronikus pénztárcát általában ATM-ekben, a kártyabirtokos folyószámlájáról történő utalással töltik fel, de lehetőség van készpénzt elfogadó automatánál, vagy bankfiókban történő feltöltésre is. Míg a

folyószámla-egyenleg után a bank általában fizet egy minimális kamatot, az elektronikus pénztárca számla egyenlege után nem.
Ha az elektronikus pénzt a kártyabirtokos bankja bocsátja ki, a bank mérlegében a kibocsátott összeg átkerül a kártyabirtokos folyószámlájáról az elektronikus pénztárca számlára. Ha nem a kártyabirtokos bankja bocsátja ki az elektronikus pénzt, annak a banknak, vagy szakosított pénzügyi intézménynek az ügynökeként tevékenykedik, amely az elektronikus pénzt kibocsátja.[48] A kártyabirtokos folyószámlájáról lekerülő összeget átutalja a kibocsátó bank számlájára, s a kibocsátó bank forrásai között megnő az elektronikus pénztárca számla állománya.

A vonatkozó törvény[49] – összhangban a 2000/46 EK irányelvvel – megtiltja, hogy az elektronikus pénzt kibocsátó szakosított hitelintézet hitelt nyújtson, s meghatározza azokat az eszközöket, amelyekben az ügyfélvagyon tartható. Az előírt alaptőke-követelmény (legalább 300 millió Ft, de a kint lévő elektronikus pénzállomány legalább 2%-a) túlságosan szigorúnak tűnik, de mivel ez az irányelvben is szerepel, megváltoztatására nincs lehetőség.

Elképzelhető, hogy egy ország nemzeti bankja bocsátja ki az elektronikus pénzt, vagy az euró-övezet nemzeti bankjai közösen, ezzel a megoldással eddig még nem éltek.

---

[48] A gyakorlatban az elektronikus pénz ebben az esetben a kártyabirtokos bankja hozza létre, a kibocsátó intézmény megbízásából.

[49] A 2004. évi 35. törvény az elektronikus pénzt kibocsátó szakosított hitelintézetekről

Mivel az elektronikus pénztárcát kisebb összegű fizetésekre használják, kérdéses, hogy az elektronikus pénztárcán lévő pénzmennyiséggel csökken-e a forgalomban lévő készpénzmennyiség, vagy a pénztárca birtokosa a magánál tartott készpénzmennyiség mellett még elektronikus pénzt is tart, annak a kényelmi funkciónak a kihasználása érdekében, hogy ha olyan boltban vásárol, amely kisebb fizetéseknél elfogadja az elektronikus pénzt, nem kell az apróval bajlódnia. Valószínűleg az elektronikus pénztárca elfogadásának elterjedtségétől függ, hogy csökken-e a készpénzmennyiség. Ha az elfogadás nem általános, a készpénzmennyiség nem csökken, minél általánosabb az elfogadás, annál inkább várható a készpénzmennyiség csökkenése.

Ha a forgalomban lévő készpénzmennyiség nem csökken, nem csökken a jegybank seigniorage-bevétele, s ugyanakkor seigniorage-hoz hasonló bevételre tesz szert az elektronikus pénz kibocsátója, hiszen a jegybankhoz hasonlóan kamatmentes forráshoz jut. Ha csökken a forgalomban lévő készpénzmennyiség, a jegybank a seigniorage egy részét átengedi az elektronikus pénz kibocsátójának. Megjegyzendő azonban, hogy a kisebb címletek kevesebb nettó seigniorage-bevételt hoznak a jegybanknak, mivel a kisebb címletű bankjegyeket gyakrabban kell cserélni, ezért a bankjegynyomtatási költségek magasabbak. Az érmék előállítási költsége pedig lényegesen meghaladja a bankjegyekét.

Már Magyarországon is van példa a szűkebb körben használható elektronikus pénztárca működésére. Egyes egyetemeken a diákigazolványokon lévő chipkártyákat használják erre a célra. A kártyával az egyetemen belül, illetve az egyetemmel szerződött boltokban lehet fizetni. A kártyával lehet például a hallgatók számára hozzáférhető fénymásoló gépeket működtetni, a

fénymásolás díját a gép a kártyáról levonja. A kártyát az egyetem gazdasági osztálya, vagy kijelölt bankautomaták töltik fel.

A pénztárcának több virtuális zsebe van: a jegyzettámogatást például egy olyan zsebbe töltik, amelyből az egyetemmel szerződést kötött boltokban csak jegyzeteket lehet vásárolni. Egy másik zsebbe az utazási költségtérítés tölthető, amely csak az egyetemmel szerződött közlekedési vállalatok számára hozzáférhető.[50] Ilyen feltöltésekkor a pénz addig az egyetem számláján marad, amíg az egyetemmel szerződést kötött elfogadóhely az elektronikus pénzt az egyetemnél be nem váltja.

Ha a pénztárcát a diák a saját bankszámlájáról tölti fel, az elektronikus pénz a kártya úgynevezett általános zsebébe, a chipkártya másik tárolójába kerül, ahonnan például üdítőital vásárolható. Ekkor a pénz addig a banknál marad, ameddig az üdítőital forgalmazó az elektronikus pénzt a banknál be nem váltja.

Az első esetben a jegybank helyett az egyetem élvezi a kamatmentes hitelt, míg a második esetben a bank, amíg a jegyzetbolt, illetve az üdítőital-forgalmazó az elektronikus pénzt be nem váltja. A lényeg azonban nem az, hogy az egyetem vagy a bank egy ideig kamatmentes forráshoz jut, hanem az, hogy az egyetemnek nem kell minden egyes hallgatóval készpénzben, illetve számlával elszámolnia a támogatást, illetve hogy a hallgatóknak nem kell nagy mennyiségű készpénzt tartaniuk maguknál az automatákból történő

[50] Ld.: www.diakigazolvany.hu

vásárlásokhoz, s hogy az automatákból ritkábban kell a készpénzt összegyűjteni.

A mobiltársaságok az utóbbi időben kifejlesztették a mobiltelefonnal történő fizetést. Jelenleg többek között mozijegyek, csengőhangok, mobiltelefon-logók, autópálya-matricák, szerencsejátékok, szavazások, apróhirdetés-elhelyezések, parkolás vásárolhatók mobillal. A T-Mobile-nak és a Pannon-nak 2006-ban 56 szerződött partnere volt, akiknek áruját, szolgáltatását mobillal lehetett megvásárolni, s tőlük 18 féle áru és szolgáltatás volt vásárolható.[51] A szerződések szerint a mobiltelefon birtokosa az áruhoz, illetve szolgáltatáshoz azonnal hozzájut, a telefontársaság az ellenértéket a hónap végén fizeti ki. Az áruhoz, szolgáltatáshoz való hozzájutás vagy egy emelt díjas SMS-sel történik, vagy több SMS küldésével illetve fogadásával (autópálya-matrica).

Az áruk vásárlása előfizetéses és kártyás mobillal is lehetséges. Kártyás mobil esetén a telefontársaság ingyen forráshoz jut, amíg az ügyfél a vásárlás érdekében feltöltött egyenleget le nem vásárolja. A szolgáltatást a társaságok azonban nem az ingyenes forrás lehetősége miatt nyújtják, hanem a vásárlási jutalékért, s azért, hogy ne maradjanak le a szolgáltató közötti versenyben. Előfizetéses mobil esetén egyébként a telefontársaság hitelezi az ügyfél vásárlását, amíg az ügyfél a számlát ki nem egyenlíti. A hitel költsége azonban eltörpül a vásárlási jutalékhoz képest.

---

[51] E-money szimpózium 2006. október 4. Bodon Ildikó (T-Mobile) és Szentics László (Pannon) előadása

Olyan pénzhelyettesítő is létezik, ahol a mobiltelefon csak közvetítő szerepet tölt be. Példa az Első Mobil Elszámoló (EME) Zrt-nek a szolgáltatása, amellyel elsősorban parkolási díjat lehet fizetni, de autópálya matrica vásárlására, s újság-előfizetésre is felhasználható[52]. Az ügyfél parkolási díj előleget fizet az EME-nek. A díjfizetés megkezdése és befejezése (tehát az előlegből való felhasználás) SMS üzenettel, vagy hangüzenettel történik. A parkolás fizetésekor az ügyfél az előleget költi el.[53] Az előleg elfogadásával az EME kamatmentes forráshoz jut. Az üzlet haszna azonban nem ebben rejlik, hanem a jutalékban: a parkolás megkezdését és befejezését jelző SMS-ért az EME 15 Ft+áfa díjat szed, (ezen felül kell fizetni az SMS-ért a telefontársaságnak) s a havi rendelkezésre állási díjat is felszámít.

A szolgáltatás az ügyfél számára azzal az előnnyel jár, hogy nem kell készpénzzel bajlódnia, nem kell egy előre meghatározott időtartamra parkolójegyet váltania, s ha a parkolást el kívánj számolni, az előleg fizetésekor áfás számla egyszerűen beszerezhető.

Egyes üzemanyag-forgalmazó társaságok, vezetékes telefontársaságok, parkolótársaságok saját használatukban fizetésre használható kártyákat értékesítenek. Gazdasági indok lehet a fogyasztó kényelmének fokozása, a kedvezmény-nyújtás, vagy az értékesítés, számlázás egyszerűsítése. Az üzemanyag-forgalmazó társaságok kártyáin lévő összeg nemcsak üzemanyag-

---

[52] www.fizessenmobillal.hu Letöltés: 2009. 11. 04.

[53] E-money szimpózium 2006. október 4. Fürst György (EME) előadása

vásárlásra, hanem a töltőállomások shopjaiban kapható egyéb áruk vásárlására is felhasználható.

A plasztikkártyák hitelkártyaként és betéti kártyaként is működhetnek. Hitelkártya esetén a vásárló utólag fizet, ebben az esetben a kártyakibocsátó hitelez. Betéti kártya esetén, tehát amikor az ügyfél előre fizet, a kibocsátó társaság kamatmentes hitelhez jut.

7.2.1. Utalványok, egészségkártyák

Adózási előnyök kihasználását szolgálják. Az előnyök úgy is kihasználhatók lennének, ha az összeg SZJA-csökkentő célokra történő felhasználását az adózó számlákkal igazolja, ez azonban jóval nehézkesebb lenne, mint az utalványok használata. A munkáltató kifizeti az utalvány értékét az utalvány kibocsátójának, majd – miután az utalványt a munkavállaló elköltötte, - az árut vagy szolgáltatást nyújtó elfogadó az utalványt készpénzre váltja az utalvány kibocsátójánál. Az utalvány kibocsátója kamatmentes hitelhez jut, emellett bevételét képezi a határidőig be nem váltott utalványok értéke is. Ezeknél azonban jóval nagyobb bevétel, hogy jutalékot szed a munkáltatótól és az utalvány elfogadójától. Kaderják és Balázs (2009) szerint a munkáltatók a jegyek névértékének 4-6 %-át fizetik jutalékként, ezt felemészti az utalványok előállítási költsége, míg az utalványokat elfogadó kereskedők öt százalékot fizetnek. Az egészségpénztárak nem utalványokat, hanem bankkártyákat használnak, s a tagoktól is szednek jutalékot.

Az utalványok hasznosságáról időről időre vita bontakozik ki. A pénzügyi kormányzat szerint az utalványokhoz kapcsolódó adókedvezményeket meg kellene szűntetni, s az adókedvezményeket inkább általános adócsökkentés révén kellene a munkavállalóknak juttatni. Ezzel megszűnnének az

utalványok előállításával, forgalmazásával, megsemmisítésével kapcsolatos költségek is. E gondolatmenettel szemben a szakszervezetek a kialkudott előnyöket védik, s ehhez támogatást kapnak az utalványokat kibocsátó szervezetektől. Azt hangoztatják, hogy az utalványok jó irányba terelik a fogyasztást, s hogy fehérítik a gazdaságot, mivel az utalvány beváltásából származó pénz megjelenik az utalványt elfogadó bankszámláján.

A fogyasztás jó irányba való terelése az üdülési utalványok esetében elfogadható érv lehet: a regenerálódást, a túrizmust, ezen belül is a belföldi túrizmust ösztönzi. Egészségkártyák esetén ez az érv gyengébb: ugyan a kártyákon lévő pénz felhasználható egészségmegőrzésre, amire esetleg az adókedvezmény nélkül kevesebbet költene a munkavállaló, a pénz legnagyobb részét olyan gyógyszerek, segédeszközök vásárlására költik, amelyeket különben is megvásárolnának. Az étkezési utalványoknál egyértelmű, hogy csak az adókedvezmény kihasználása a cél, hiszen valószínűtlen, hogy azért eszik valaki többet, mert utalványt kap készpénz helyett.

7.2.2. Szociális kártya

A szociális kártyát egyes önkormányzatok vezették be annak érdekében, hogy a segélyezettek a segélyt csak meghatározott áruk vásárlására használhassák. A segélyt az önkormányzat egy speciális számlára utalja, amely – amíg az összeget a segélyezett fel nem használja – az önkormányzatnak kamatozik. Mivel a számla látra szól, s a rajta lévő összeget az utalás után pár nappal valószínűleg fel is használják, a kamatnyereség nem számottevő. A számláról csak az önkormányzattal szerződött boltok termináljairól lehet hozzáférni.

A kártya bevezetésének értelméről és törvényességéről széles körű szakmai és társadalmi vita bontakozott ki, ami nem tárgya az értekezésnek. Annyi

azonban megjegyzendő, hogy a bevezetés és a vita nem szól talán a leglényegesebb kérdésről, a felhasználás ellenőrizhetőségéről. Valószínű, hogy a szociális kártyával történt vásárlások nyugtáit az önkormányzat ellenőrzi, az azonban valószínűtlen, hogy valamennyi szerződött boltban állandóan önkormányzati ellenőr tartózkodjon. A falusi vegyesboltok magányában könnyen előfordulhat, hogy a segélyezett pl. pálinkát vásárol, s a nyugtát az önkormányzat által engedélyezett termékekről állítják ki. Ezt a szolgálatot a kereskedőt minden bizonnyal nem nyújtja ingyen: a nyugta nagyobb összegről szól, mint a tényleges vásárlás. A szociális kártya tehát legnagyobb mértékben a kereskedő szociális helyzetét javítja.

7.2.3. Emocionális pénzhelyettesítő

A technikai pénzhelyettesítők furcsa példái találhatók az Egyesült Királyságban: három skót és négy észak-ír kereskedelmi banknak joga van saját bankjegyek kibocsátására. Ezeknek a bankjegyeknek megfelelő angol font bankjegyeket a pénzt kibocsátó bankoknak trezorjukban kell tartaniuk. E kötelezettség helykímélő teljesítése érdekében a Bank of England (a tényleges jegybank) egy millió és 100 millió fontos bankjegyeket is kibocsátott, amelyek nem kerülnek forgalomba, csak a letét-kötelezettség teljesítését szolgálják.[54] A skót és az észak-ír bankjegyek ellátják a készpénz funkcióját, s büszkeséggel tölthetik el a pénz használóit, hogy saját bankjegyekkel fizethetnek, seigniorage azonban nem képződik rajtuk: a seigniorage a Bank of Englandnál keletkezik, amelytől a letét-bankjegyeket megvásárolták.

---

[54] http://www.bankofengland.co.uk/banknotes/about/other_notes.htm

7.3. Közgazdasági pénzhelyettesítők

A pénzhelyettesítőknek ez a fajtája a pénz gazdaságélénkítő funkcióját kívánja kihasználni. Klasszikus pénzhelyettesítő a váltó, ez komplikáltsága, nehézkessége miatt az egész világon visszaszorulóban van, ezért itt is csak megemlítjük. A váltó kivételével a közgazdasági pénzhelyettesítők általában egy kisebb régióban, egy-egy térségben működnek.

A közgazdasági pénzhelyettesítők nem könnyítik, inkább nehezítik a pénzforgalmat: a hagyományos készpénz és számlapénz mellett használják őket, ami többlet adminisztrációval jár. Egy-egy gazdaságilag nehéz helyzetben lévő térség gazdaságának élénkítését szolgálják. Előfordulhat, hogy a térség önkormányzata a pénzhelyettesítő kibocsátásával kamatmentes hitelhez (seigniorage) jut. A pénzhelyettesítő kibocsátása keresztezheti az ország nemzeti bankjának érdekeit, s csökkentheti seigniorage-bevételeit.

7.3.1. A pénzhelyettesítők kialakulása, történelmi példák

A pénzhelyettesítők kialakulása Silvio Gesell (1862-1930), életének nagy részében Argentínában élő német közgazdász nevéhez fűződik. Gesell szerint a gazdaság szereplői két csoportra bonthatók, a munkásokra, akiknek munkaerejük, és saját maguk által előállított árujuk van, s a kapitalistákra, akiknek pénzük. A munkaerő és a munkások által előállított áru romlandó, míg a pénz nem. A pénz felhalmozása zavarokat okoz az árucsere-forgalomban. Ez a zavar Gesell szerint úgy küszöbölhető ki, hogy a pénzt is „romlandóvá”, negatív kamatozásúvá tesszük. (Onken 2005)

Gesell a maga korában nagy népszerűségnek örvendett, Keynes többször dicséri, Irving Fisher, a pénz forgalmi egyenletének megalkotója, egyenesen „Gesell kereskedő szerény tanítványának” nevezte magát. Munkásságának

feldolgozása, bírálata külön értekezés tárgya lehetne. Itt csak annyit kívánok megjegyezni, hogy a jelenlegi viszonyok között, amikor a pénz döntően hitel révén jön létre, amikor a világ jegybankjai lemondtak a pénzmennyiség-szabályozásáról, pénzelmélete elavult. Általános a világban, hogy a jegybankok pozitív inflációs célt határoznak meg, a deflációt kerülendőnek tartják. Ilyen körülmények között a készpénz Gesell receptje nélkül is „romlandó", hiszen az infláció miatt egyre kevesebbet ér. (A készpénz folyamatos értékvesztése a seigniorage egyik forrása.) Gesell javaslata növeli a pénz forgási sebességét, amely – megfelelő kínálat esetén - hozzájárulhat a foglalkozatás és a termelés növekedéséhez, de ugyanez a cél elérhető a jegybanki pénzkínálat bővítésével.

Az első pénzhelyettesítők Gesell gondolatai alapján az 1920-as évek elején jöttek létre Németországban, s az alternatív pénzt (is) használók tábora 1924-ben tizenötezer főt ért el (Onken 2000). A pénzhelyettesítők használatának fellendülését az 1929-33-as világgazdasági válság hozta el. Ebben minden bizonnyal nagy szerepet játszott, hogy akkoriban még nem írta meg Keynes korszakalkotó művét, A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elméletét, amely a gazdasági válságok leküzdésére a pénzkínálat növelését: az állami kiadások fokozását, alacsony kamatokat javasol. A gazdaság szereplőinek egy része, mintegy megelőlegezve Keynes-t, ösztönösen pénzhelyettesítők létrehozásával növelte a pénzkínálatot.

Az első jelentősebb pénzhelyettesítőt 1930-ban jött létre, amikor egy csődbe jutott bajor szénbánya tulajdonosa munkásait szénutalványokkal fizette. A környékbeli boltokban elfogadták az utalványokat, s beszállítóiknak is utalványokkal kezdtek fizetni. Az utalványokat minden hónapban a szén tárolási költségére hivatkozva egy, a szénbánya által árult bélyeggel érvényesíteni kellett. Ez biztosította a pénz Gesell által szükségesnek tartott

romlását. Végül az utalvány eljutott egy olyan szereplőhöz, aki ténylegesen szénre váltotta. 1931-ben már 2000 vállalat bocsátott ki hasonló utalványt, amikor a német jegybank betiltotta a vállalkozást.[55]

1932 júliusában, a 35%-os munkanélküliséggel küszködő osztrák Wörgl városában az önkormányzat bocsátott ki pénzhelyettesítőt, amellyel közmunkákért fizettek, s amellyel a helyi adókat lehetett leróni. A pénzhelyettesítőt havonta a névérték 1%-ába kerülő bélyeg vásárlásával kellett érvényesíteni, ezért a birtokos érdekelt volt abban, hogy minél hamarabb elköltse. Ennek következtében forgási sebessége 14-szer gyorsabb volt, mint a schillingé. (Klasszikus gazdasági válságok alatt a pénz forgási sebessége csökken a defláció és az óvatossági pénzkereslet növekedése miatt.) A város a helyi takarékszövetkezetben letétbe helyezett a kibocsátott pénzhelyettesítőkkel azonos értékű schilling összeget, melyet a takarékszövetkezet helyi vállalkozóknak hitelezett ki. A kísérlet alig több mint egy éve alatt a munkanélküliség a városban 25%-kal csökkent, miközben Ausztriában 14%-kal növekedett. A kísérletet 1933 szeptemberében – amikor már több osztrák város hasonló pénzkibocsátást folytatott - az Osztrák Nemzeti Bank betiltotta.[56]

1932-ben Irving Fisher a wörgli példa nyomán hasonló rendszerek bevezetését szorgalmazta az USA-ban, s 400 város be is vezetett helyi pénzt. Roosevelt elnök tanácsadói jónak tartották az ötletet, de felhívták a figyelmet

---

[55] www.transaction.net/money/cc/cc04.html Letöltés: 2009. november 3.

[56] http://userpage.fu-berlin.de/~roehrigw/woergl/alles.htm Letöltés: 2009. november 3.

arra, hogy a gazdaság és a pénzrendszer decentralizációjához vezethet. (Akkoriban még csak húsz éves múltra tekintett vissza az egységes amerikai pénzrendszer.) Ezért Roosevelt 1933-ban betiltotta a helyi pénzeket, s közvetlenül ezután meghirdette a New Deal-t.

7.3.2. A WIR Bank

Az 1934-ben, Zürichben alakult a Wirtschaftsring-Genossenschaft (Gazdasági Gyűrű Szövetkezet) azért méltó a külön említésre, mivel az általa létrehozott pénzhelyettesítő még ma is forgalomban van. (Székhelye jelenleg Bázel, hét svájci városban van fiókja.) A szövetkezet tagjai magánszemélyek, kis- és középvállalkozások. A pénzhelyettesítő (CHW) csak számlapénz formájában létezett, s létezik még ma is. A szövetkezet kezdetben két módon bocsátott ki pénzhelyettesítőt. A szövetkezet tagjai svájci frankot fizettek be, s 5%-kal több pénzhelyettesítőt kaptak, vagy a szövetkezet pénzhelyettesítőben kamatmentes hitelt nyújtott. Ez utóbbi pénzhelyettesítő-teremtési módszer jelenleg is létezik.

A pénzhelyettesítővel a szövetkezet tagjai egymásnak fizetnek, a pénz iránti keresletet az tartja fenn, hogy a CHW-ben kapott hiteleket visszafizessék. (A CHW-ben kapott hitelt egyébként svájci frankban is vissza lehet fizetni, de a CHW elfogadása pótlólagos forgalmat is generál.)[57]

A szövetkezet működésének első éveiben hitelkihelyezéseinél nem volt eléggé körültekintő, ezért pénzügyi problémái keletkeztek, amit a tagok

[57] www.reinventingmoney.com, www.wir.ch Letöltés: 2009. november 11.

pótbefizetéseivel oldottak meg. 1936 óta áll a Svájci Bankfelügyelet felügyelete alatt. Az ezredfordulóig csak CHW-ben hitelezett, azóta CHF-ben is végez tevékenységet. Pénzhelyettesítő hitelállománya 800 millió CHW, CHF hitelállománya már ezt meghaladó. Hatvanezer kis- és középvállalkozás használja a pénzhelyettesítőt. Banki tevékenysége mellett tagjai számára rendszeresen szervez továbbképzéseket, összejöveteleket, melyek ösztönzik a tagok egymás közti üzleti kapcsolatait.

A bank tevékenysége ösztönzőleg hat a svájci kis- és középvállalatok egymás közötti forgalmára. A forgalom nagyobb részét CHF-ben számolják el, csak annyi CHW-t fogadnak el egymástól, amennyit tovább tudnak adni. Ez a módszer biztosítja, hogy a CHW nem inflálódik gyorsabban, mint a CHF. A CHW forgási sebessége jelentősen meghaladja a CHF-ét.

A Svájci Bankfelügyelet a WIR-Bankot ugyanúgy felügyeli, mint bármely más hitelintézetet, csupán annyi a különbség, hogy a CHW állományra vonatkozóan a likviditási követelményeket nem kell betartania.

7.4. Jelenlegi pénzhelyettesítők

A pénzhelyettesítők a múlt század nyolcvanas éveiben kezdtek ismét szerepelni a világban. Ebben szerepet játszhatott, hogy a nyolcvanas évektől a monetáris politika világméretekben irányt váltott: a keynes-i politikát felváltotta a neoliberális, amely a pénz semlegességét hangsúlyozza, egyedüli feladatának az árstabilitást tartja, a pénz gazdaságélénkítő, munkanélküliség csökkentő szerepével nem foglalkozik.

A közgazdasági pénzhelyettesítőkkel kapcsolatos szervezési munkát sok esetben társadalmi munkában vagy kellő szakértelem nélkül végzik, a rendszer motorja egy-egy lelkes aktivista, akinek kilépése az egész rendszert

veszélyezteti. Ezért sok pénzhelyettesítő csak rövid életű. Érdekes kérdések, hogy adózzon-e a pénzhelyettesítőben kapott jövedelem, s a pénzhelyettesítőért végzett munka szerepeljen-e a GDP-ben. Ezek megválaszolása túlmenne e dolgozat keretein.

Német nyelvterületen 2009 novemberében 28 helyi pénzhelyettesítő működött, ebből három Ausztriában, egy Svájcban, a többi Németországban, s 39 helyen folynak előkészületek helyi pénz bevezetésére.[58] Rösl (2006) felmérése szerint a német nyelvterületen kívül 2006-ban Olaszországban kettő, Dániában és Spanyolországban egy-egy helyi pénz működött.

A német pénzhelyettesítők értéke az euróhoz igazodik, egy euró = egy pénzhelyettesítő. Többségük - Gesell receptje alapján – csökkenő értékű, a bankjegyeket havonta vagy negyedévenként egy bélyeg felragasztásával érvényesíteni kell, illetve amennyiben elektronikus formában léteznek, értékük folyamatosan csökken. Az értékcsökkenés negyedévenként 2-3 százalék. Emellett a pénzhelyettesítőt elfogadó kereskedő, ha a pénzhelyettesítőt euróra váltja a kibocsátónál, 5 százalékkal kevesebb eurót kap, mint a pénzhelyettesítő névértéke. A pénzhelyettesítőket euróért lehet beszerezni, az eurót a pénzhelyettesítőt kibocsátó szervezet biztonságos eszközbe fekteti és kamatoztatja. A kamat és a bélyegek értékesítéséből származó bevétel, valamint a visszaváltási diszkont fedezi a kibocsátás költségeit, s a hasznot közösségi – általában környezetvédelmi - vagy szociális célokra fordítják. Az elfogadók általában helyi kiskereskedők,

[58] www.regiogeld.de Letöltés: 2009. november 11.

szolgáltatók. Áruházláncot, multinacionális vállalatot az elfogadók között nem találunk.

A pénzhelyettesítők a gyorsabb forgási sebesség miatt élénkíthetik a helyi gazdaságot, csökkenthetik a helyi munkanélküliséget. Azt gondolhatnánk, hogy azokban a régiókban elterjedtebbek, ahol magasabb a munkanélküliség. Rösl kutatásai azonban éppen az ellenkezőjét bizonyítják: a helyi pénzzel rendelkező régiók többségében alacsonyabb a munkanélküliség, mint az országos átlag. Ennek az lehet az oka, hogy a gazdagabb területeken az embereknek inkább van kedvük és idejük arra, hogy a pénzhelyettesítők révén a helyi közösséget segítsék.

Rösl felmérése szerint 2006-ban a Németországban forgalomban lévő pénzhelyettesítők értéke összesen kétszázezer euró volt. Ez az összeg nem éri el a gazdaságpolitika, illetve a jegybank ingerküszöbét.

Az amerikai kontinensen 1983-ban Kanadában jöttek létre az első LETS (Local Exchange Trading System) rendszerek, amelyek elsősorban az angolszász világban terjedtek el. Az Egyesült Királyságban több mint 450 csoport alakult. A legnagyobb létszámú csoport Ausztráliában, Sydney közelében működik, 1800 tagja van.[59]

---

[59]http://en.wikipeida.org/wiki/Local_Exchange_Traqding_Systems, www.freeweb.hu/hunglets/fogalom.htm Letöltés: 2006. szeptember 14.

A LETS tagjai általában szolgáltatásokat cserélnek egymással: gyermekfelügyelés, takarítás, korrepetálás, kisebb házi javítások. Előfordul, például Minneapolisban egy bevásárló-központban, hogy a rendszerbe áruházak is bekapcsolódnak: a pénzhelyettesítőket néhány százalékban elfogadják. Ez voltaképpen árengedmény, ami forgalomnövelő, s egyúttal a kereskedők a közösség összetartásához is hozzájárulnak.

A New York állam béli Ithaca városában működő „Ithaca óra" nevű pénzhelyettesítő hasonlít a WIR Bank rendszeréhez, de kevésbé bankszerű. 1 óra 10 USD-t ér. A pénzkibocsátást egy köztiszteletű személyiségekből álló Circulation Committee ellenőrzi. A pénzhelyettesítő az alábbi módokon kerülhet forgalomba.

- A helyi vállalkozók, akik a pénzhelyettesítőt elfogadják, évente regisztráltatják magukat. A regisztráció díja 10 USD. A regisztrációért 2 óra pénzhelyettesítőt kapnak. 900 helyi vállalkozó szerepel a regiszterben.
- A Circulation Committee kamatmentes kölcsönt vagy adományt nyújt helyi vállalkozóknak, iskoláknak, egyházaknak. A kölcsönt hat hónapon belül fel kell használni. A hitelkérelem elbírálásánál jelentős szerepet kap, hogy a megvalósuló beruházás mennyiben szolgálja a közösséget.
- A rendszer kiadásainak egy részét (pl. pénznyomtatási költség) a pénzhelyettesítőben fizeti.
- A pénzhelyettesítőt elfogadó vállalkozók alkalmazottaikat részben „órában" fizetik. Az „órákat" helyi boltokban, uszodában lehet

levásárolni. A boltok általában csak bizonyos százalékban fogadják el a pénzhelyettesítőt. Jótékonysági vásárokon is lehet „órában” fizetni.[60]

A brazíliai Curitiba szegénynegyedének lakói élelmiszer- és közlekedési utalványokat kapnak a szeméttelepre szállított szelektív hulladékért. A jegyeket beváltó kereskedő a jegyekért az önkormányzatnál készpénzt kap, melynek forrása a szelektív hulladék továbbértékesítésének bevétele, s a tisztább környezet miatti egészségügyi megtakarítás. A közlekedési utalványok a városi tömegközlekedésben használhatók fel, s hozzásegítik a szegénynegyed lakóit, hogy munkát találjanak.[61]

7.5. Magyar pénzhelyettesítők

A magyar közösségi kultúrában nagy hagyományokkal rendelkező kaláka virtuális pénzhelyettesítőnek is felfogható. A kalákában végzett munkát számon tartják, s viszonzása szinte kötelező. A magyarországi pénzhelyettesítők ezért vagy városokban jöttek létre, vagy falvakban olyan résztvevőkkel, akik betelepülők, tehát a kalákába nem kapcsolódhattak be.

A kilencvenes években, illetve 2001-ben összesen hat pénzhelyettesítő jött létre, Budapesten, Gödöllőn, Szolnokon, Miskolcon, Tiszalúcon és Bordányban. Az első, az 1994-ben Budapest egy lakótelepén alakult Tálentum körnek a maximális létszáma 150 fő volt, szolgáltatásokat cseréltek. A körök száma 1999-ben szaporodott, egy, a British Council által, civil

---

[60] www.ithacahours.org Letöltés: 2009. november 11.

[61] www.transaciton.net/money/cc/cc06.html Letöltés: 2006. szeptember 12

szervezetek aktivistái számára szervezett angliai tanulmányút nyomán. A legnagyobb, 300 embert mozgató kör Szolnokon jött létre. Legérdekesebb a Bordányban létrehozott kezdeményezés, amelynek fénykorában 76 tagja volt, akik egymásnak és a falunak szolgáltatásokat nyújtottak. A pénzhelyettesítőt a helyi teleház komputerében tartották nyilván, s a pontokat az egymásnak történt elszámolás mellett internetezésre lehetett felhasználni.

A körök mára elhaltak a szervezők érdekeltségének megszűnése miatt, vagy azért, mert a tagok úgy döntöttek: már ismerik egymást, s pénzhelyettesítő nélkül is segítenek egymásnak. Egyedül a szolnoki maradt fenn átalakult formában: használtruha-kereskedésként működik (North 2006).

7.6. Ügyfélcsalogató pénzhelyettesítő köntösben

2009 nyarán, a Magyarországot különösen érzékenyen érintő pénzügyi-gazdasági válság tetőpontján járta be a hír a magyar sajtót, hogy Sopronban egy pénzhelyettesítőt hoznak forgalomba, soproni kékfrank néven. „Mentőötlet forintszűke idején", „Új fizetőeszköz a gazdasági válság enyhítésére" – tudósítottak az internetes portálok. A rendszer működését megvizsgálva azonban kiderül, hogy korántsem erről van szó.

Az interneten elérhető információk szerint[62] annak, aki tagja akar lenni a „kékfrank-övezetnek", száz euró értékű részjegy vásárlásával be kell lépnie a HAMI Európai Szövetkezetbe, majd forint- és kékfrank számlát kell nyitnia a szövetkezet ügynökeként tevékenykedő takarékszövetkezetben. Ezután be

[62] www.klimabarat.hu/node/115 Letöltés: 2009. szeptember 3.

kell fizetnie legalább annyi forintot a takarékszövetkezetben vezetett számlájára, amennyi pénzt kékfrankra kíván váltani. Több pénz tehát nem lesz a gazdaságban, sőt: száz euróval csökken is a tagonként felhasználható pénzmennyiség.

A rendszer nyeresége abban rejlik, hogy a Kékfrankra átváltott forintösszeget a takarékszövetkezet egyhónapos betétben tartja, s ez magasabb kamatot biztosít a takarékszövetkezet számára, mintha likvid eszközben tartaná. Ennek a magasabb kamatnak egy részét a takarékszövetkezet átengedi a kékfrank-számlát vezető betéteseknek, illetve a HAMI Szövetkezetnek. A betétes akkor kapja meg az utolsó kamatot, ha egy hónappal korábban bejelenti, hogy kékfrankját forintra kívánja váltani. Mód van azonnali átváltásra is, ekkor azonban a betétes elesik az utolsó kamattól.

Tehát voltaképpen nem a takarékszövetkezet a HAMI ügynöke, hanem fordítva: a HAMI a takarékszövetkezet ügynöke. Bővíti a takarékszövetkezet ügyfélkörét, s lehetőséget biztosít arra, hogy csökkentse a hitelintézeti törvényben meghatározott lejárati összhang és likviditási követelményt. Kérdéses, hogy ez mennyiben lesz sikeres. Szép számmal lesznek ugyanis olyan tagok, akik több Kékfrankot kívánnak majd átváltani forintra, mint amennyi Kékfrankot korábban vásároltak. Ezek számára – legalábbis az elérhető információk szerint - semmi nyereséggel nem jár, ha átváltási szándékukat egy hónappal korábban bejelentik. Forintra azonban a továbbiakban is szükség lesz: a körön kívül forintért lehet csak vásárolni, forintra van szükség a munkabérek, az adók fizetésére. Kérdéses, hogy a likviditási követelmény valóban csökken-e az elvárt mértékben, s hogy a kamatnyereség elegendő lesz-e a HAMI működtetésére, s a Sopron hírességeit bemutató pénzhelyettesítő bankjegyek kinyomtatására (Kun 2009).

7.7. Egy még nem kiaknázott lehetőség

A pénzhelyettesítők jelenlegi kínálatában nem szerepel, de bármikor megjelenhet egy olyan innováció, hogy az önkormányzat saját beruházásait, vagy a szociális segélyeket egy saját maga által kibocsátott pénzhelyettesítővel fizeti, s e pénzhelyettesítőket a helyi adó fizetésére lehet felhasználni. Az önkormányzat ezzel a módszerrel kamatmentes hitelhez (seigniorage-hoz) juthat: a helyi adó bevételt még azelőtt elköltheti, mielőtt beszedné. Az ilyen pénzhelyettesítő kibocsátásánál arra kell ügyelni, hogy a kibocsátott mennyiség kevesebb legyen, mint a várható helyi adó bevétel.

8. Összefoglalás

A tanulmány a pénz kibocsátásából származó monopolnyereség, a seigniorage kapcsán több témával foglalkozott.

Megvizsgálta, hogy az Európai Unióhoz csatlakozott, s az euró-övezethez való csatlakozás előtt álló volt szocialista országok seigniorage jövedelme hogyan változik, az euró-övezetbe történő belépés után. Fő megállapítása az volt, hogy a vizsgált országok seigniorage jövedelme nőni fog a csatlakozás után. Ez a számításokkal alátámasztott eredmény ellentétes a Magyar Nemzeti Bank által 2002-ben publikált, s azóta legalábbis publikusan nem megismételt vizsgálattal, amely arra a következtetésre jutott, hogy Magyarország a seigniorage vonatkozásában vesztene az euró bevezetésével. A nemzetközi irodalomban az MNB tanulmányán kívül publikált vizsgálatok ugyancsak arra a következtetésre jutnak, hogy az euró-övezethez való csatlakozás előnyös a vizsgált országok számára. A tanulmány azt is bemutatta, hogy a vizsgált

országok expanzív monetáris politikával sem javíthatják költségvetésük helyzetét.

A továbbiakban a tanulmány általánosságban vizsgálta a dollarizáció, illetve az euroizáció folyamatát, valamint azt, hogy van-e mód az önálló valutáról való lemondás esetén a seigniorage megmaradására. Arra a következtetésre jutott, hogy van lehetőség az euroizációra Magyarországon (s a többi, az euró-övezethez csatlakozni kívánó országban) még azelőtt, hogy az euró a maastrichti kritériumok teljesítés után hivatalosan bevezetésre kerüljön, s az is lehetséges, hogy a seigniorage-ról se kelljen lemondani. A dollarizáció, illetve euroizáció kapcsán a tanulmány megvizsgálta, nem okozna-e károkat a jegybank végső hitelezői funkciójának megszűnése, s arra következtetésre jutott, hogy a jegybank végső hitelezési funkciója helyettesíthető más megoldásokkal.

Míg a dollarizáció Latin-Amerikával foglalkozó irodalma kiterjedt, az eurót bevezetni kívánó országok spontán euroizációjával a szakirodalom nagyon kis mértékben foglalkozik, s a tanulmányban szereplőhöz hasonló gondolatmenetet a szakirodalomban nem találtam.

Az euroizáció kapcsán a tanulmány foglalkozik az államadósság kezelésével is. Arra a megállapításra jut, hogy az Eichengreen-féle eredendő bűn elmélet átértékelésével, az euró bátrabb használatával, valamint a monetáris politika és az államadósság-kezelés egy, a jelenlegitől eltérő összhangjának biztosításával a jegybanki nyereség növekedne, illetve az adósságkezelés költségei csökkennének. Ennek révén többszáz milliárd forinttal javítható lenne a magyar költségvetés egyenlege.

A tanulmány befejező része a pénzhelyettesítőket vizsgálta. Megállapította, hogy a seigniorage egy részének a pénzhelyettesítők révén történő privatizálásához a jegybankok, illetve a kormányzatok megengedően viszonyulnak, mivel a pénzhelyettesítők használatából származó társadalmi hasznot nagyobbnak tartják, mint a jegybanki monopolnyereség csökkenését, illetve a csökkenés nem éri el a jegybank ingerküszöbét.

Irodalomjegyzék

106th Congress 1st Session (1999) and 107th Congress 1st Session (2001):Bill to promote international monetary stability and to share seigniorage with officially dollarized countries
http://thomas.loc.gov

Acsády Ignácz (1888): Magyarország pénzügyei I. Ferdinánd uralkodása alatt
Budapest

Afonso, Antonio et al. (2007): What "hides" behind sovereign Debt ratings?
ECB Working paper series no. 711

Aisen, Ari and Francisco José Veiga (2005): The political Economy of Seigniorage
IMF Working Paper 05/175

Altig, David and Ed Nosal (2002): Dollarization: What's in it (or not) for the issuing Country?
Federal Reserve Bank of Cleveland

Bácskai Tamás (szerk.) (1993): A Magyar Nemzeti Bank története I.
KJK Budapest

Bácskai Tamás et al. (1974): A pénz
Kossuth könyvkiadó, Budapest

Barajas, Adolfo and R. Armando Morales (2003):Dollarization of Liabilities: Beyond the Usual Suspects
IMF Working Paper 11

Berg, Andrew and Eduardo Bornsztein (2000): Full Dollarization: The Pros and Cons
IMF Economic Issues 24

Bogár Zsolt, M. László Ferenc (2008): "Hiába van hitelünk, ha nincs bizalom" – Interjú Simos Andrással, az MNB elnökével - Magyar Narancs, 2008. december 18.

Bratkowski, Andrzej and Jacek Rostowski (2001):Why Unilateral Euroization Makes Sense for (some) Applicant Countries (kézirat)

Brückner Gergely (2009):Célkeresztben az MNB
Figyelő, március 19.

Buiter, Willem H. (2007): Seigniorage
NBER Working Paper Series 12919

Carstens, Agustin and Luis I. Jácome H. (2005):Taming the Monster
Finance and Development No. 4

Cincibuch, M. and Vávra, D. (2000):Monetary income: What is the value of a central bank in a transition economy?
Czech National Bank and CERGE EI Charles University Prague

Cohen, Benjamin J. (2004):North American Monetary Union: A United States Perspective
Current Politics and Economics of Europe, Special Issue

Cukierman, A., Edwards, S., Tabellini,G. (1992): Seigniorage and Political Instability
American Economic Review Vol. 82

Czeti Tamás, Hoffmann Mihály (2006):A magyar államadósság dinamikája: elemzés és szimulációk
MNB-tanulmányok 50.

Csajbók A. és Csermely Á. (szerk.) (2002):Az euró bevezetésének várható hasznai, költségei és időzítése
Magyar Nemzeti Bank Mühelytanulmányok No. 24

Dabrowski, Marek (2002):Is there a room for national monetary policy in the era of globalization?
Center for Social and Economic Research, Warsaw (kézirat)

De Grauwe, Paul and Gunther Schnabl (2005):Exchange Rate Stability, Inflation and Growth in (South) Eastern Europe (kézirat)

De Nicoló, Gianni, Patricck Honohan and Alain Ize (2003):Dollarization of the Banking System: Good or Bad?
IMF Working Paper 146

Dedák István (1996):Seigniorage, költségvetési deficit, aggregált kereslet
Közgazdasági Szemle 2. szám

Dunavölgyi Mária (1997): A külső és belső államadósság egységes kormányzati kezelésének nemzetközi tapasztalatai és magyarországi kezdetei Közgazdasági Szemle 6. szám

Eichengreen, Barry et. al. (2005): The Mistery of Original Sin and Pain of Original Sin In: Barry Eichengreen and Ricardo Hausmann eds.: Other People's Money – Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies – University of Chicago Press

Euromoney (1999): The quick and dirty way to EMU
October

European Central Bank (1999): Opinion on Monetary Relations with Monaco, San Mariono and the Vatican
Official Journal of the European Communities C127/4

European Central Bank (2004): Opinion on monetary relations with the Principality of Andorra
Official Journal of the European Communities C88/18

European Central Bank (2005): Review of the international role of the euro
www.ecb.int

European Central Bank (2008): The implementation of monetary policy in the euro area
www.ecb.int

European Union: Protocol (No. 18.) on the Statute of the European System of Central Banks and of the European Central Bank
www.ecb.int

Fischer, Stanley (1980): Seigniorage and the Case for National Money
Journal for Political Economy Vol. 90

Fischer, Stanley (2001): Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?
www.imf.org

Flandreau, Marc (2006): Pillars of Globalization: A history of monetary policy targets 1797-1997
Fourth ECB Central Banking Conference Fankfurt a/M November 9-10 2006
www.ecb.int

Frankel, Jeffrey A. (1999): No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times
NBER Working Paper Series 7338

Freixas, Xavier (1999): Optimal bail out policy, conditionality and constructive ambiguity
De Nederlandsche Bank Staff Report No. 49

Genberg, Hans (2002): Currency substitution in Anticipation of EU Accession
HEI Working Paper No. 8

Goodhart, Charles and Dirk Schoenmaker (1995): Should the functions of monetary policy and banking supervision separated?
Oxford Economic Papers Vol. 47 Nr.4

Gros, Daniel (2002): The euro for the Balkans
The Economics of Transition, July

Halpern, L. and Neményi, J. (2002): Fiscal Foundation of Convergence to European Union in Pre-Accession Transition Countries
Discussion Paper of the Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank
Frankfurt

Heise, Paul A. (2002): Gresham1s Law and the Euroization of the Central and Eastern European Countries
Lebanon Valley College, Annville PA
(kézirat)

Héjjas Péter István és Mosolygó Zsuzsa (2008): Reakciók a jegybanki kamatemelések költségvetési kihatásait elemző cikkre
http://akkadmin.ivyportal.com//kepek/upload/2008/MNBrereakcio.pdf

Herrala, Risto (2001): An assessment of alternative lender of last resort schemes
Bank of Finland Discussion Papers 1

Heysen, Socorro (2005): Dollarization: Controlling Risk is Key
Finance and Development, March

Hochreiter E. and Rovelli, R. (2002): The Generation and Distribution of Central Bank Seigniorage in the Czech Republic, Hungary and Poland
Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, December

Holub, T. (2001): Seigniorage, Central Bank's Profits, Capital and Credibility
Czech National Bank (Kézirat)
Prague

Issing, Otmar (2006): Europe's Hard Fix: The Euro Area
(kézirat)

Ize, Alain (2005): Financial Dollarization Equilibria? A Framework for Policy Analysis
IMF Working Paper 186

Ize, Alain (2006): Spending Seigniorage? Do Central Banks Have a Governance Problem?
IMF Working Paper 58

Ize, Alain and Andrew Powell (2004): Prudential Responses to De Facto Dollarization
IMF Working Paper 66

Ize, Alain and Eduardo Levy Yeyati (2005): Financial De-Dollarization: Is It for Real?
IMF Working Paper 187

Ize, Alain and Eric Parrado (2002): Dollarization, Monetary Policy and the Pass-Through
IMF Working Paper 188

Kaderják Dániel, Balázs András: A jegyrendszer - az ingyenebéd ára
Népszabadság, 2009. 05. 18

Knittel, Michael (2007): Europäischer Lender of Last Resort
Unnötig oder notwendig?
Hohenheimer Diskussionsbeiträge Nr 274

Kroszner Randall S.: The Conquest of Worldwide Inflation: Currency Competition and Its Implications for Interest Rates and the Yield Curve
Cato Institute Monetary Policy Conference
www.federalreserve.org

Kun János (1994): Külső adósságkezelés – mi változna, ha változna
Közgazdasági Szemle 9. szám

Kun János (1996): Seigniorage és az államadósság terhei
Közgazdasági Szemle, szeptember és október

Kun János (2004): Seigniorage néhány csatlakozó országban az euró bevezetése előtt és után
Hitelintézeti Szemle 3-4

Kun János (2009): Soproni kékfrank
HVG 2009. szeptember 12.

Lámfalussy Sándor (2004): Az euró - Politikai kezdeményezés vagy gazdasági szükségszerűség?
http://www.mindentudas.hu/lamfalussy/20040329lamfalussy22.html

Lange, C. (1995): Seigniorage – Eine theoretische und empirische Analyse des staatlichen Geldschöpfunsgewinnes
Berlin: Duncker und Humblot

Lőrincné Istvánffy Hajna (2001): Pénzügyi integráció Európában
KJK Kerszöv

Magyar Nemzeti Bank (2006): Jelentés a pénzügyi stabilitásról

Mazzaferro, Francesco et al. (2002): Economic relations with regions neighbouring the euro area in the "euro time zone"
ECB Occasional Paper Series No. 7

Mihályi Péter (2005): Jó úton járunk? Magyarország euróstratégiája
Közgazdasági Szemle július – augusztus

Mishkin, Frederic S. (2007): Systemic Risk and the International Lender of Last Resort
Tenth Annual International Banking Conference, Federal Reserve Bank of Chicago

Mosolygó Zsuzsa (2008): Eredendő bűnök – Magyarország és a pénzügyi válság
Államadósság Kezelő Központ
www.akk.hu

North, Peter (2006): Kaláka and Kör: Green money, mutual aid and transition in Hungary
Review of International Political Economy, Vol. 13/1

Olivier, Jeanne (2005): Why Do Emerging Market Economies Borrow in Foreign Currency? In: Barry Eichengreen and Ricardo Hausmann eds.: Other People's Money – Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies – University of Chicago Press

Onken, Werner (2000): The Political Economy of Silvio Gesell
American Journal of Economics and Sociology, October

Onken, Werner (2005): Marktwirtschaft ohne Kapitalismus
www.sozialokonmie.info/basisinfromation Letöltés: 2009.11.03

Oomes, Nienke (2003): Network Externalities and Dollarization Hysteresis: The Case of Russia
IMF Working Paper 96

Reininger, Th. Schardax, F. Summer, M. (2002): Financial System Transition in Central Europe: The First Decade
Société Universitaire Européenne de Recherches Financières Vienna

Rösl, Gerhard (2006): Regional currencies in Germany – local competition for the Euro ?
Deutsche Bundesbank Discussion Paper No. 43

Sandbeck, Dix (2003): Bretton Woods and the Forgotten Concept of International Seigniorage
Economic Reform, September

Schmidt-Hebbel, Klaus (1995): Money-demand and seigniorage-maximizing inflation
Journal of Money, Credit and Banking, May

Schobert, F. 2001: Seigniorage: An argument for a national currency?
CEPS Working document No. 174
www.ceps.be

Schuler, Kurt (2000): Basics of Dollarization
Joint Economic Committee Staff Report
http://users.erols.com

Schuler, Kurt: (2005): Some Theory and History of Dollarization
Cato Journal Vol. 25 No. 1

Sonje, Velimir (2003): The Impact of Unofficial Dollarization /Euroization on the Choice of Exchange Rate Regime
ICEGEC Working Papers 22

Spethmann, Dieter (2004):Über oekonomische Modelle
www.europethmann.de

Steiger, Otto (2004): Vier Achillesfersen des Euro-Systems
Denken + Glauben, Dezember

Strahilov, Kiril (2002): The Use of the Euro as a National Currency Substitute
European University Institute, San Domenico di Fiesole

Székely György (szerk.): Magyarország története, I. kötet (1984) Akadémiai Kiadó, Budapest

Tumpel-Gugerell, Gertrude (2003): Opening remarks on the Euro Finance Week
Deutsche Bank, Frankfurt

Tymoczko, D. (2001): Seigniorage Revenues upon EMU Accession – Costs or Benefits?
NBP Conference: The Polish Way to the Euro, Warsaw

USAID (2005): Performance and Accountability Highlight - Fiscal Year 2005
www.usaid.gov

Varga Jenő (1918): A pénz uralma a békében, bukása a háborúban
In: A proletárdiktatúra gazdaságpolitikája, válogatott írások 1912-1922
Kossuth Könyvkiadó, 1976

Weinhardt Attila (2008): Keresztbe tesz-e az MNB a költségvetésnek, ha kamatot emel?
www.portfolio.hu/tool/print.tdp?k=4&i=97902

Winkler, Adalbert et. al. (2004): Official Dollarization/Euroization: Motives, Features and Policy Implications of Current Cases
ECB Occasional Paper Series No. 11.

Zaleska, Malgorzata (1999): Required reserves: barriers in Polish banks development
Narodowy Bank Polski

1. számú függelék:

A seigniorage fogalmának történelmi fejlődése

A seigniorage (a kamara haszna, lucrum camerae) fogalma eredetileg az arany- illetve ezüstpénzrendszerhez kapcsolódik. Úgynevezett zárt verési rendszer esetén a pénzverés az uralkodó privilégiuma volt, ekkor az uralkodó a pénzverésre beszolgáltatott arany vagy ezüst egy részét elvonta. Ennek az elvonásnak a pénzverés tényleges költségét meghaladó része volt a seigniorage. Amennyiben a beszolgáltatott arany vagy ezüst közvetlenül bányászatból származott, a seigniorage e szerint az eredeti értelmezés szerint a bányajáradék egy fajtájának tekinthető. Amennyiben viszont korábban felhalmozott kincs pénzzé öntésére, vagy elkopott pénzérme becserélésére került sor, a vagyonadó egy formájának.

Az uralkodók viszonylag hamar rájöttek a seigniorage növelésének nyitjára. Nem várták meg, amíg az érme elkopik, hanem a pénzt időként újabbra cserélték. Az ilyen akciók során két módon volt lehetséges az adóbeszedés. Az átláthatóbb, ”tisztességesebb” módszer az volt, hogy a régi érmét beszolgáltatók kevesebb új érmét kaptak. Ezt a módszert alkalmazták például Németországban. II. Frigyes uralkodása idején, aki különben a pénzkibocsátás monopóliumát a városokra ruházta. Ott 14 régi érmét 12 újra cseréltek. (Thallóczy, 1879). A másik módszer a pénzrontás volt. Az érmékért ugyanannyi, de kisebb súlyú, illetve kevésbé értékes ötvözetű érmét adtak. Általában ez utóbbi megoldást választották, mivel ez a lakosság részéről feltehetőleg kisebb ellenállásba ütközött.

A pénzrontásra vonatkozó első információt Néró császár uralkodásának idejéből (i.u. 54-68) találtam. Néró császár az akkor használatos aranypénz, az aureus aranytartalmát 8,18 grammról 7,22 grammra csökkentette. Septimus Severus császár idején az aranypénz ezüsttartalma már 40 %-ot ért el. (Bácskai et al. 1974)

A korai középkorban általános volt, hogy új király hatalomra lépésekor új, rosszabb minőségű pénzt vertek, s a régit kötelezően becseréltették, de gyakori volt az évenkénti pénzcsere is. Egyes uralkodók idején az, akinél bizonyos mennyiségnél több régi pénzt találtak, olyan büntetést kapott, mintha pénzt hamisított volna. (Varga 1918.) Lengyelországban a XII.-XIII. században előfordult, hogy évente háromszor is cseréltek pénzt. Magyarországon egy font ezüstből Szent István 510, Péter (1038-1046) 570, I. András (1046-1060) 650 érmét veretett. (Székely György szerk.: Magyarország története I. kötet, 1984.) Az évenkénti pénzcserét Salamon (1063-1074) vezette be, akinek német felesége szülőházájából hozta az ötletet.

Mai szóhasználattal élve az ókorban és a korai középkorban *monetáris seigniorage-ról* beszélhetünk: a seigniorage jövedelem a pénz kibocsátásakor keletkezett, s az állam (uralkodó) a pénz forgalomban maradásakor nem szerzett további jövedelmet.

A pénzrontás inflációt és gazdasági bizonytalanságot okozott, s az importot is hátrányosan befolyásolta, mivel a gyakori pénzcserékkel sújtott pénzt külföldön csak jelentős díszázsióval fogadták el. Ezért a pénzcsere az uralkodó és a rendek között állandó vita tárgyát képezte. A magyarországi rendek 1342-ben úgy döntöttek, hogy a pénzrontás kiváltására egy új adófajtát vezetnek be, a kapuadót, amelyet minden jobbágytelek után évente kellett

fizetni. (A ”monetáris” indokokon kívül persze a döntésben az is szerepet játszhatott, hogy pénzrontás a nemeseket is sújtotta, míg a kapuadó nem.) A kapuadó a királyt illette, s egyes történetírók (pl. Acsády, 1888) szintén kamara haszna néven említik. I. Henrik angol király a pénzrontásból származó bevételek helyettesítésére a mortgage nevezetű adót vezette be.

A seigniorage egy egyenes adóval való helyettesítése azonban viszonylag szilárd központi hatalmat tételezett fel: valamiféle ingatlan-nyilvántartást, legfeljebb kevéssé korrupt adóbeszedési apparátust. Ezért a központi hatalom gyengülése idején újból és újból előtérbe került a pénzrontás, mint egy bevételi lehetőség a kincstár számára. Mátyás király (1458-1490) is élt ezzel a módszerrel uralkodásának első tíz évében, míg 1467-ben be nem vezette kincstári reformját.

XV. Lajos francia király (1722-1774) uralkodása idején 20 %-kal csökkentették a pénz ezüsttartalmát. Ez az intézkedés a seigniorage bevételen túl a kincstár számára azzal az előnnyel is járt, hogy a tetemes államadósságot mai szóhasználattal elinflálták: az új, kisebb értékű pénzzel fizették vissza.

Mai fejjel gondolkodva az ókorban és a középkorban a monetáris bázis megegyezett az érmeállománnyal. A monetáris bázis növekedésének két csatornája volt:

A gazdaság szereplői által beszolgáltatott nemesfémből, ami lehetett közvetlenül bányászatból származó arany vagy ezüst, külföldi pénzérme, korábban felhalmozott, vagy külföldi hadjáratok során szerzett kincs, új pénzérmét vertek. Ebben az esetben a seigniorage a pénzverés tényleges költségét meghaladó elvonás volt.

A központi hatalom (király, kincstár vagy kormányzat) rontotta a pénzt oly módon, hogy a forgalomban lévő nemesfém-állományból több pénzt veretett. (A monetáris bázis nem a pénzcsere során nőtt meg, a pénzcsere csak megteremtette a lehetőségét annak, hogy a kincstár a hozzá került nemesfém-készletből újabb pénzt verjen, s ennek révén bővítse a monetáris bázist.)

Ha az első lehetőségtől eltekintünk, tehát adott nemesfémkészletet tételezünk fel, akkor az aranypénzrendszerben a seigniorage egyenlő a monetáris bázis bruttó növekményével.
A monetáris bázis csak akkor csökkenhetett, ha a pénz fizikailag megsemmisült: elveszett, halott mellé temették, vagy például ékszerré olvasztották. Ennek azonban a seigniorage-ra nem volt hatással, mivel az a pénz forgalomba kerülésekor már realizálódott. (Az árszínvonalra azonban hatást gyakorolt.)

A XVII.-XVIII. századtól, a polgárosodás erősödésével az államok egyre kevésbé éltek a pénzrontással, mivel az a gazdaság fejlődését hátrányosan befolyásolta. Megjelentek a kereskedelmi bankok, s ezzel együtt az aranypénzt helyettesítő bankjegyek. Az aranyérmék tulajdonosai aranyukat a bankokban letétbe helyezték, letéti igazolásként bankjegyet kaptak, s a pénz forgalmi eszköz funkcióját a könnyebb kezelhetőség miatt fokozatosan a bankjegyek vették át. Ennek alapja a bizalom volt: a bankjegy elfogadója bízott benne, hogy a bankjegyet a kibocsátó bank bármikor aranypénzre cseréli. A bankok felismerték, hogy a bankjegytulajdonosoknak csak kis része kéri ki az aranypénzt, ezért nem csak letéti igazolásként bocsátottak ki bankjegyeket, hanem a hiteleket részben aranyfedezettel nem rendelkező bankjegyben nyújtották. Ez a tevékenység kereskedelmi banki pénzteremtés volt, ami jelenleg bankszámlapénz teremtéssel lehetséges. Az aranyfedezettel nem rendelkező bankjegy formájában nyújtott hitel utáni kamatjövedelem a

bankjegyeket kibocsátó magánbankok nyereségét növelte. (A nyereség egy részét a bankkoncesszióért, illetve nyereségadóként az államnak befizették.)

A bankok iránti bizalom időről időre megingott: a bankjegyek tulajdonosai megrohamozták a bankot, hogy a bankjegyeket aranypénzre cseréljék. Ennek a rohamnak a bankok nem tudtak megfelelni a fedezet nélkül kibocsátott bankjegyek miatt, illetve mivel a bankjegyben kibocsátott hiteleket lejárat előtt nem tudták beszedni. Gyakoriak voltak a bankcsődök, ami a fizetési rendszer biztonságát veszélyeztette. Ezért az állam előírta a bankoknak, hogy legfeljebb milyen arányban bocsáthatnak ki aranyfedezet nélküli bankjegyeket, s ennek betartását ellenőrizte. (Ebből a tevékenységből fejlődött ki a mai bankfelügyelet.)

A fizetési rendszer biztonságának további növelése érdekében a XVIII. századtól kezdve kialakultak a jegybankok, amelyek a bankok bankja szerepét töltötték be. (Az első jegybank, a Sveriges Riksbank 1668-ban alakult, ezt követte a Bank of England, 1694-ben. Az Osztrák Jegybank, amely a Magyarországon forgalomba került bankjegyeket is kibocsátotta, 1813-ban jött létre.) Az állam a jegybankot úgy szabályozta, hogy meghatározta, milyen arányban bocsáthat ki aranyfedezettel nem rendelkező bankjegyeket. Az Osztrák-Magyar Monarchiában például a bankjegyek a nemesfém készlet két és félszeresét tehették ki. (Bácskai 1993) Az aranyfedezettel nem rendelkező bankjegyben nyújtott hitel utáni kamatjövedelem monopoljövedelemmé vált. Ebben az időszakban a jegybankok még nem voltak állami tulajdonban; az állam a monopoljövedelmet megosztotta a bank részvényeseivel, nyereségadó, a bankkoncesszióért fizetett díj, vagy a bankjegyforgalom után számított jutalék formájában. Ez a jövedelem a seigniorage egy új formája, amely nem függ össze a pénzrontással, hanem a saját értékkel nem bíró pénz elterjedésével.

Gazdasági – pénzügyi válságok idején megnőtt a likviditás iránti igény, ami a kamatok emelkedésével is járt, ezért ezekben az években a központi bankok profitja is emelkedett[63]. Annak biztosítása érdekében, hogy a központi bankok ne legyenek érdekeltek a válságok előidézésében, az válságok következtében létrejött profitot magasabb adóval sújtották, vagy elvonták. (Flandreau 2006)

Háborúk idején azonban a kormányzat kiadásai ugrásszerűen megnövekedtek, s a növekvő kiadásokra az adóbevételek nem nyújtottak fedezetet. Ekkor az államok visszatértek a pénzrontásból származó jövedelemhez, a középkori seigniorage-hoz.

Ez alapvetően két módon történhetett.

- Az állam hitelt vett fel bankjegyben a jegybanktól, a bankjegy aranyfedezetének előírt aránya és a bankjegyek aranyra való átválthatóságának felfüggesztése mellett. A pénzmennyiség növekedése miatt megnőtt az infláció, a bankjegyek címletértéküknél egyre kevesebb aranypénzt értek, az aranypénz kiszorult a forgalomból, kincsként lecsapódott, vagy külföldre került a háború miatt létrejött kereskedelmi mérleg hiány, vagy tőkemenekítés következtében. A háború végeztével az államadósság elinflálódott, s új bankjegyekkel visszatért az élet a régi kerékvágásba.

[63] Csak Keynes ismerte fel, az 1929-32-es gazdasági válság után, hogy a válságok többlet likviditás biztosításával, illetve kamatcsökkentéssel tompíthatók.

- Az állam a forgalomban lévő bankjegyek mellett aranyfedezettel deklaráltan sem rendelkező papírpénzt hozott forgalomba, melynek elfogadását kikényszerítette. Ezt a módszert alkalmazták Angliában az I. Világháború alatt. (Hasonló jelenség volt a II. Világháború után a Vörös Hadsereg által Magyarországon forgalomba hozott pengő.) A háború után ezek a bankjegyek is elinflálódtak.

Seigniorage az Osztrák-Magyar birodalomban

A Habsburg birodalomban un. zárt verési rendszer volt érvényben, tehát a pénzverésből származó seigniorage az államot illette. Az első papírpénzt 1761-ben, jóval az Osztrák Nemzeti Bank megalakulása előtt a kormány bocsátotta ki. (Bácskai szerk. 1993) A papírpénz és az ércpénz egymás között szabadon átváltható volt. Az adóhatóságok a papírpénzt az ércpénzzel megegyező névértékben elfogadták. Ez biztosította, hogy a kezdeti időkben a papírpénzt a lakosság bizalommal fogadta.

Amennyiben az állam által kibocsátott papírpénz a következő adófizetés alkalmával visszaáramlott a kincstárba, a állam nyeresége annyi volt, hogy nem kellett az adók behajtása előtt kamatozó hitelt felvennie. A nyereség tehát kamatmegtakarításban jelentkezett, *fiskális seigniorage* keletkezett. A teljes kibocsátott papírpénz mennyiség azonban nem áramlott vissza, így monetáris seigniorage is létre jött. A különböző háborúk finanszírozási szükséglete miatt a papírpénz-kibocsátás egyre növekedett, s ez az 1780-as évek végére az árak emelkedéséhez és az arany- és ezüstpénzek eltűnéséhez vezetett. A papírpénz ércpénzre való átválthatóságát 1797-ben felfüggesztették. A papírpénz az ércpénzhez képest a piacon leértékelődött, amit a kormány 1811-ben nyíltan is be kellett, hogy ismerjen: a bankócédulák értékét az eredeti érték 20 %-ára csökkentette, és papírpénz-cserét hajtott

végre. Az 1812. évi háború finanszírozási szükségletei miatt azonban a papírpénz egy év alatt ismételten felére leértékelődött.

Az Osztrák Nemzeti Bank 1816. évi megalakítása a fölös papírpénz mennyiség sterilizálását is célozta. A Bank részvényeit nyilvánosan bocsátották ki, egy részvényért 100 Ft ércpénzt és 1000 Ft papírpénzt kellett fizetni. A Bank engedélyezésének feltétele volt az a kötelezettségvállalás, hogy a Bank a részvénykibocsátással hozzá került papírpénzt megsemmisíti, s a megsemmisített papírpénz helyett elfogad 2,5 %-os kamatozású államkötvényt. Emellett az állam előírta, hogy a Bank tartaléktőkéjének felét államkötvényben köteles elhelyezni. A Bank a hozzá benyújtott papírpénzt (államjegyet) névértéken bankjegyre cserélte, s a bankjegy beváltható volt ércpénzre. Az államjegyek 1820-ra beváltásra kerültek, de az 1821. évi olaszországi háború ismételten államjegy kibocsátást tett szükségessé. Az államjegyek egészen 1907-ig a bankjegyekkel párhuzamosan forogtak az Osztrák-Magyar Birodalomban.

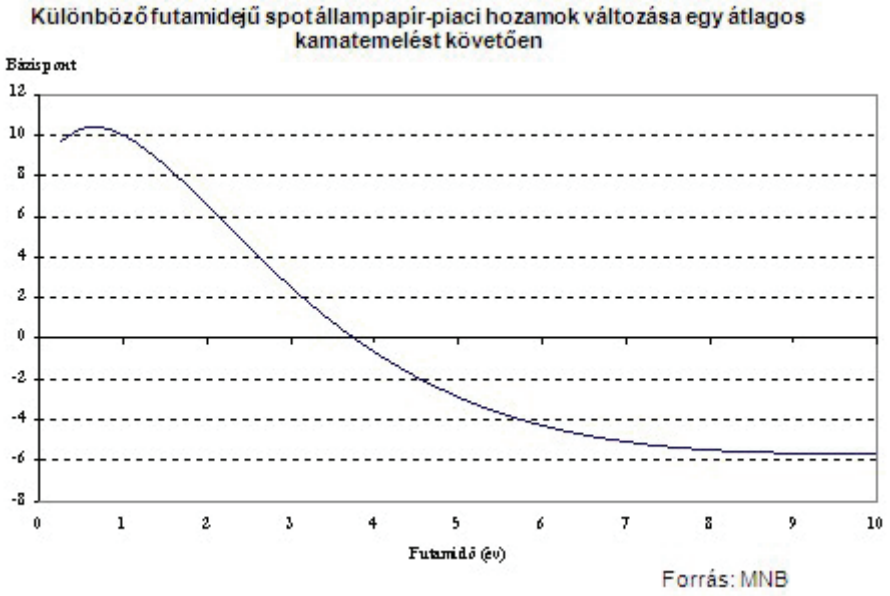
Emellett az Osztrák Nemzeti Bank közvetlenül is hitelezett az államnak. Az államadósság a Bank eszközeinek legnagyobb tételét képezte, dupláját, de olyan év is volt, hogy tízszeresét érte el a leszámítolási és magánkölcsön portfoliónak. A nemesfém készlet a forgalomban lévő bankjegy mennyiségnek általában negyedét sem érte el, s a bankjegyek mellett forgalomban lévő államjegyek értéke volt, hogy megközelítette a bankjegyek értékét (Kun 1996).

2. számú függelék:

Az alapkamat és az államadósság kamatterhei közti összefüggés

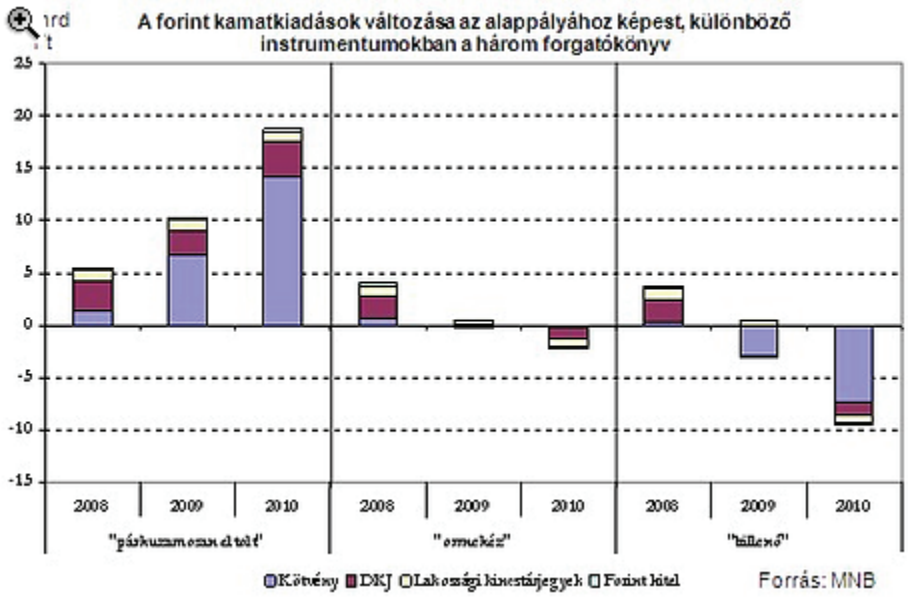
Az MNB kamatpolitikáját gyakran éri kritika érte arra hivatkozva, hogy a alapkamat az állampapírok kamatát is emeli, ezáltal az államháztartás kamatterheit is növeli. A kritikára az MNB elnöke több nyilvános nyilatkozatában 2008 tavaszán-nyarán úgy reagált, hogy a jegybanki kamatemelés hatására csak a rövid futamidejű állampapírok hozama emelkedik, a hosszabb futamidejű papíroké csökken, a jegybank inflációcsökkentés iránti elkötelezettségének demonstrálása következtében. Mivel az államadósság finanszírozása nagyobb részben hosszú futamidejű állampapírok kibocsátásával történik, a jegybanki kamatemelés csökkenti az adósságfinanszírozás terheit.

A jegybankelnök szavainak alátámasztására az MNB szakértői számításokat juttattak el a protfolio.hu internetes hírportálnak, amelyet a portál egy cikkben publikált (Weinhardt 2008). A cikkben bemutatott grafikon egy átlagos (25 bázispontos) jegybanki kamatemelésnek a másodpiaci állampapír-árfolyamokra gyakorolt hatásának vizsgálata alapján bemutatja, hogy a kamatemelés csak a rövidebb, maximum 3 és fél év futamidőig növeli a hozamokat. A 3 és fél évnél hosszabb futamidejű papírok hozama a kamatemelés következtében csökken.



Forrás: portfolio.hu

Mivel a magyar államadósságot nagyobb részben hosszabb lejáratú állampapírokkal finanszírozzák, az alapkamat emelése egyenesen csökkenti az államadósság kamatterheit: a 2008. március és május közti összesen 100 bázispontos alapkamat emelés a jegybanki szakértők számításai szerint nagyságrendileg 30 milliárdos nettó költségvetési egyenlegjavítást eredményez 2008-2010-re.



Forrás: portfolio.hu

Megjegyzés: A cikk a harmadik, „billenő” forgatókönyv mellett teszi le a voksot.

A számításokat az MNB nem publikálta, így azok megalapozottságáról nem alkothatunk véleményt. Annyi azonban az a portfolio.hu cikkéből is kitűnik, hogy a kötelező tartalékra és a kéthetes jegybanki kötvényre és az egynapos jegybanki betétre fizetett kamat emelkedésének hatását nem vették figyelembe, holott ezek a kamatkiadás-növekedések biztosan bekövetkeznek, hiszen a jegybank ezekre az eszközökre az alapkamatot téríti.[64] A kötelező tartalék és a jegybanki kötvény kamatának forrása a seigniorage, illetve, ha az a kamatkiadások fedezésére nem elégséges, a jegybank tartaléka, s ha ez sem elég, a költségvetési szubvenció a jegybank számára. A három alapkamathoz

[64] Az egynapos jegybanki betétre az MNB az alapkamatnál 100 bázisponttal alacsonyabb kamatot fizet, de ez is nő az alapkamat emelésével.

kötött jegybanki forrás átlagos állománya 2008-ban mintegy 1600 milliárd Ft volt, 100 bázispontos alapkamat emelés miatti jegybanki kamatkiadás többlet a három éves időtartamon 45 milliárd Ft, bőven meghaladja az államadósság finanszírozásának harmincmilliárd Ft csökkenését, már amennyiben ez a csökkenés egyáltalán megvalósul.

A portfolio.hu-n megjelent cikkre az Államadósság Kezelő Központ (ÁKK) munkatársai reagáltak. (Héjjas és Mosolygó 2008.) Tanulmányukból kiderül, hogy az MNB a számításoknál három napos késleltetést vett figyelembe, azaz a kamatdöntés előtti három nap átlagából kivonták a kamatdöntés utáni három nap átlagát. Az ÁKK munkatársai a vizsgálatot különböző késleltetésekkel is elvégezték, s arra a megállapításra jutottak, hogy a negatív kapcsolat éppen a három napos késleltetés esetén a legszembetűnőbb, tíz napos késleltetés esetén pedig teljesen eltűnik, a kamatemelés a hosszú futamidejű állampapírok hozamát is emeli. A korreláció az alapkamat és az állampapírhozamok között különben egyértelműen pozitív: rövid lejáratú papíroknál 0,97%, de a tízéves lejáraton is 0, 64%, tehát hosszabb futamidejű papíroknál is együtt mozog az alapkamat és a hozamok. Az MNB számításánál problematikus az is, hogy a vizsgált időszakban összesen csupán 12 kamatemelés történt, ami túl kevés ahhoz, hogy matematikailag megalapozott következtetést lehessen levonni. Három napos késleltetés esetén a 12 eseményből nyolcnál volt negatív a kapcsolat, amiből általános érvényű következtetést nem lehet levonni, tíz napos késleltetés esetén a negatív kapcsolatok száma négyre csökkent.

Míg az MNB vizsgálatai csak az alapkamat növelésének az állampapírhozamokra gyakorolt hatására szorítkozott, az ÁKK szakértői azt is megvizsgálták, hogy az alapkamat *csökkentés* hogyan hat az állampapírhozamokra. Az egynapos késleltetés kivételével minden esetben és

minden lejáraton pozitív kapcsolat adódott. A rövidebb lejáratokon itt is erősebb a kapcsolat, sőt az egy éves lejáraton egy 25 bázispontos alapkamat csökkentés tíz napos késleltetéssel 35 bázispontos csökkenést mutat. A tíz éves állampapírok hozama tíz napos késleltetéssel 5 bázisponttal csökken egy 25 bázispontos jegybanki kamatcsökkentés esetén. Ha igaz lenne az MNB érvelése, hogy az alapkamat emelése csökkenti az államadósság finanszírozási terheit, igencsak furcsa következtetés adódna: akár növeli, akár csökkenti az MNB a kamatokat, az államadósság finanszírozási terhei csökkennek.

A pengeváltásból két következtetés adódik.

- Az MNB-nek az alapkamat emelésekor azt is mérlegelnie kell, hogy az emelés növeli az államháztartás finanszírozási terheit, és az MNB kamatterheit, tehát növeli a költségvetési hiányt. (Az alapkamat növelésének egyébként más vonatkozásban is van költségvetési hiányt növelő hatása: a forint árfolyam erősödése miatt csökken a gazdasági aktivitás, ami csökkenti az adóbevételeket és a munkanélküliség növekedése következtében nőnek az állam segélyezési kiadásai.) Nem áltathatja magát a jegybank azzal, hogy az alapkamat növelés jó a költségvetésnek!

- A jegybank szakértői egy tendenciózus elemzés következtetéseit adták a jegybankelnök szájába. Ez az eljárás megkérdőjelezi a jegybanki szakértők szakmai pártatlanságát, s az is szomorú, hogy a jegybankelnök a következtetéseket vizsgálat nélkül elfogadta.

3. számú függelék:

A seigniorage számításához felhasznált adatok

1. számú táblázat

Éves átlagos árfolyamok

(nemzeti valuta/euró)

	2005	2006	2007	2008
Csehország	29,782	28,342	27,766	24,946
Észtország	15,6466	15,6466	15,65	15,6466
Lengyelország	4,023	3,8959	3,7837	3,5121
Lettország	0,6962	0,6962	0,7001	0,7027
Litvánia	3,4528	3,4528	3,4528	3,4528
Magyarország	248,05	264,26	251,35	251,51
Szlovákia	38,599	37,234	33,7703555	30,126
Szlovénia	239,6	239,6	1	1
Euro övezet	1	1	1	1

Forrás: EKB honlapja, Szlovén Nemzeti Bank honlapja

2. számú táblázat

Átlagos jegybankon kívüli készpénzállomány nemzeti valutában*

(millió nemzeti valuta)

	2005	2006	2007	2008	Pénzegység kódja
Csehország	276349	300230	332965	361632	CZK
Észtország	9317	10662	11726	11996	EEK
Lengyelország	58753	68244	79401	90908	PLN
Lettország	774,8	939,7	1036,4	1000,1	LVL
Litvánia	5991	7073	8544	9058	LTL
Magyarország	1562734,417	1835480,083	2014500	2210200	HUF
Szlovákia	118750	134858	146213	138034	SKK
Szlovénia	202604	208182			SIT
Euróövezet**	523153	593397	640311	688410	EUR

* Hóvégi adatokból képzett éves átlagok (saját számítás)

** Mindenkori euróövezet

Forrás: Nemzeti bankok honlapja, EKB honlapja

3. számú táblázat

GDP folyó áron

(millió euró)

	2005	2006	2007	2008
Csehország	100190,1	113695,9	127330,5	148555,6
Észtország	11090,6	13104,3	15270,3	15859,6
Lengyelország	244420,1	272088,9	310612,9	362095,3
Lettország	13012,2	16046,7	21111	23115,3
Litvánia	20870,1	23978,5	28422,9	32292,2
Magyarország	88663,9	89969,2	101370,2	105842,7
Szlovákia	38489,9	44566,7	54856,6	64884,4
Szlovénia	28712,2	31013,6	34470,9	37126,0
Euróövezet*	8063754,8	8457925,8	8918379,2	9207545,3
Csatlakozó országok	545449,1	604463,8	693445,3	789771,1
Euróövezet + csatlakozó országok	8609203,9	9062389,6	9611824,5	9997316,4

* Mindenkori

Forrás: Eurostat honlapja

4. számú táblázat

GDP folyó áron, vásárlóerő paritáson

(millió euró)

	2005	2006	2007	2008
Csehország	175370,8	188264,6	206411,5	210490,4
Észtország	18505	20746	22700,9	22626,4
Lengyelország	440628,2	471481,7	509663,2	549816,2
Lettország	25126,9	28408,7	32800,6	31651,7
Litvánia	40600,3	44538,4	50014,5	51636,7
Magyarország	143247,7	151213,9	157089	158481,4
Szlovákia	72982,3	80929,9	90042,3	97502,8
Szlovénia	39308,7	41596	44866,9	45984,2
Euróövezet *	7811823,5	8221236,4	8725203,2	8817207,5
Csatlakozó országok	955769,9	1027179,2	1113588,9	1168189,8
Euroövezet + csatlakozó országok	8767593,4	9248415,6	9838792,1	9985397,3

*mindenkori

Forrás: Eurostat

5. számú táblázat

Átlagos jegybankon kívüli készpénzállomány millió euróban

	2005	**2006**	**2007**	**2008**
Csehország	9279	10593	11992	14497
Észtország	595	681	749	767
Lengyelország	14604	17517	20985	25884
Lettország	1113	1350	1480	1423
Litvánia	1735	2048	2475	2623
Magyarország	6300	6946	8015	8788
Szlovákia	3077	3622	4330	4582
Szlovénia	846	869	0	0
Euróövezet*	523153	593397	640311	688410
Csatlakozó országok	37549	43626	50025	58564
Euróövezet + csatlakozó országok	598251	637023	690336	746974

*Mindenkori

Forrás: saját számítás

6. számú táblázat

A monetáris bázis és összetevői és az azokat létrehozó eszközök

millió nemzeti valutában (2008)

	Készpénz	Kereskedel-mi bankok betétei	Monetáris bázis	Devizaesz-közök*	Hitel hitelintéze-teknek	Hitel állam-háztar-tásnak	Mérlegfő-összeg
Csehország	399248	307883	707131	708535	38039	0	784395
Észtország	11996	25692	37688	42563	0	0	45601
Lengyelország	101774	25304,4	127078,4	189827,4	19050,4	0	211848
Lettország	1018	1094	2112	2598	639	0	3414
Litvánia	9629	3084	12713	15600	0	0	15988
Magyarország	2294106	1121287	3415393	6296749	176520	360005	7366519
Euróövezet*	762921	492310	1255231	599195	860312	37438	2075107

* IMF kvóta nélkül

Forrás: Nemzeti bankok és az EKB éves jelentései

7. számú táblázat

A készpénzállományon képződő seigniorage millió euróban az euró-övezeteben és a csatlakozó országokban (2008)

	Tényleges készpénz megoszlás szerint	Valamennyi ország együttes csatlakozása esetén	Egy ország csatlakozása esetén
Csehország	547	528	553
Észtország	29	65	68
Lengyelország	976	1786	1810
Lettország	54	104	108
Litvánia	99	155	162
Magyarország	331	506	526
Euróövezet	26695	25468	
Csatlakozó országok	2036	3144	

Forrás: Eurostat, Nemzeti Bankok és az EKB honlapja, saját számítás

4. számú függelék:

Az Európai Központi Bank tőkejegyzési kulcsai

	Key for subscription to the ECB's capital (%)		Subscribed share of capital (EUR)	Paid-up capital (EUR)
	Until 31 December 2008	from 1 January 2009	From 1 January 2009	From 1 January 2009
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2.4708	2.4256	139,730,384.68	139,730,384.68
Deutsche Bundesbank	20.5211	18.9373	1,090,912,027.43	1,090,912,027.43
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0.8885	1.1107	63,983,566.24	63,983,566.24
Bank of Greece	1.8168	1.9649	113,191,059.06	113,191,059.06
Banco de España	7.5498	8.3040	478,364,575.51	478,364,575.51
Banque de France	14.3875	14.2212	819,233,899.48	819,233,899.48
Banca d'Italia	12.5297	12.4966	719,885,688.14	719,885,688.14
Central Bank of Cyprus	0.1249	0.1369	7,886,333.14	7,886,333.14
Banque centrale du Luxembourg	0.1575	0.1747	10,063,859.75	10,063,859.75
Central Bank of Malta	0.0622	0.0632	3,640,732.32	3,640,732.32
De Nederlandsche Bank	3.8937	3.9882	229,746,339.12	229,746,339.12
Oesterreichische Nationalbank	2.0159	1.9417	111,854,587.70	111,854,587.70
Banco de Portugal	1.7137	1.7504	100,834,459.65	100,834,459.65
Banka Slovenije	0.3194	0.3288	18,941,025.10	18,941,025.10
Národná banka Slovenska	-	0.6934	39,944,363.76	39,944,363.76
Suomen Pankki – Finlands Bank	1.2448	1.2539	72,232,820.48	72,232,820.48
Subtotal of euro area NCBs	***69.6963***	***69.7915***	***4,020,445,721.56***	***4,020,445,721.56***

Българска народна банка (Bulgarian National Bank)	0.8833	0.8686	50,037,026.77	3,502,591.87
Česká národní banka	1.3880	1.4472	83,368,161.57	5,835,771.31
Danmarks Nationalbank	1.5138	1.4835	85,459,278.39	5,982,149.49
Eesti Pank	0.1703	0.1790	10,311,567.80	721,809.75
Latvijas Banka	0.2813	0.2837	16,342,970.87	1,144,007.96
Lietuvos bankas	0.4178	0.4256	24,517,336.63	1,716,213.56
Magyar Nemzeti Bank	1.3141	1.3856	79,819,599.69	5,587,371.98
Narodowy Bank Polski	4.8748	4.8954	282,006,977.72	19,740,488.44
Banca Națională a României	2.5188	2.4645	141,971,278.46	9,937,989.49
Národná banka Slovenska	0.6765	-	-	-
Sveriges Riksbank	2.3313	2.2582	130,087,052.56	9,106,093.68
Bank of England	13.9337	14.5172	836,285,430.59	58,539,980.14
Subtotal of non-euro area NCBs	***30.3037***	***30.2085***	***1,740,206,681.02***	***121,814,467.67***
Total*	**100.0000**	**100.0000**	**5,760,652,402.58**	**4,142,260,189.23**

*Due to rounding, totals may not correspond to the sum of all figures shown.

Forrás: www.ecb.int/press/pr/date/2009/html/pr090101_1.en.html