

**NYUGAT-MAGYARORSZÁGI EGYETEM  
KÖZGAZDASÁGTUDOMÁNYI KAR  
SZÉCHENYI ISTVÁN  
GAZDASÁGI FOLYAMATOK ELMÉLETE ÉS GYAKORLATA  
DOKTORI ISKOLA  
PÉNZÜGYI ALPROGRAM**

**A háztartások pénzügyi megtakarításai Magyarországon**

**Doktori (Ph.D.) értekezés**

**Készítette:**

**Dr. Tatay Tibor**

**Témavezető:**

**Dr. Pataki László Ph.D.**

**Sopron**

**2009.**

## Tartalomjegyzék

|  |     |
|--|-----|
| Tartalomjegyzék .....  | 3   |
| Ábrajegyzék.....   | 4   |
| Bevezetés .....  | 5   |
| 1. megtakarítási elméletek.....  | 8   |
| 1.1. A klasszikus közgazdaságtan, Keynes és Friedman megtakarításokhoz kapcsolódó nézetei.....     | 8   |
| 1.2. A megtakarítások életciklus elmélete .....  | 13  |
| 2. A pénzügyi megtakarítások makrogazdasági számbavétele.....                                      | 16  |
| 2.1. A gazdaság folyamatai a Nemzeti Számlák tükrében .....  | 16  |
| 2.2. A gazdasági szektorok és a pénzügyi instrumentumok kategóriái .....                           | 20  |
| 3. A megtakarítások áramlásának csatornái: a pénzügyi szervezetek rendszere Magyarországon .....   | 21  |
| 3.1. A hitelintézeti rendszer .....  | 24  |
| 3.2. A befektetési alapok .....  | 27  |
| 3.3. Az üzleti biztosítók .....  | 32  |
| 3.4. Az önkéntes kölcsönös kiegészítő biztosító pénztárak.....                                     | 33  |
| 3.5. A magányugdíjpénztárak .....  | 35  |
| 3.6. A tőzsde és a befektetési szolgáltatók .....  | 37  |
| 4. megtakarítási instrumentumok .....  | 42  |
| 4.1. Az értékpapír piac befektetési formái, általános jellemzői.....                               | 42  |
| 4.2. A bankbetétek típusai, csoportosításuk és jellemzőik .....                                    | 49  |
| 4.3. Egyéb formák .....  | 52  |
| 5. A háztartások pénzügyi megtakarításainak alakulása a 90-es évek elejétől 2008-ig .....          | 53  |
| 6. A háztartások megtakarításaira ható tényezők érvényesülése.....                                 | 62  |
| 6.1. A jövedelmek.....   | 63  |
| 6.2. Hitelfelvétel .....   | 66  |
| 6.3. Kamatlábak és vagyoni érték.....  | 69  |
| 6.3.1. Árfolyamok előrejelzése a racionalitás feltételezése mellett.....                           | 70  |
| 6.3.2. Árfolyamok előrejelzése - túl a racionalitáson .....  | 75  |
| 6.3.3. A magyar háztartások magatartásának értékelése az instrumentumok közti választásoknál ..... | 93  |
| 6.4. megtakarítási célok és megtakarítások.....  | 96  |
| 6.5. A háztartások megtakarításaira ható tényezők hatásának értékelése.....                        | 97  |
| 7. Az önkéntes egészségpénztári rendszer.....  | 99  |
| 7.1. Az egészségpénztári rendszer tevékenysége az elmúlt években .....                             | 103 |
| 7.2. Az önkéntes egészségpénztári rendszer, mint a megtakarításokat elősegítő rendszer .           | 105 |
| 7.3. Egészségpénztári szolgáltatás-fejlesztési területek .....                                     | 108 |
| 7.1.4. Az egészségpénztárak szolgáltatásai .....   | 111 |
| 8. Az értekezés megállapításai, javaslatok .....   | 112 |
| 8.1. Új és újszerű eredmények.....   | 112 |
| 8.2. Javaslatok, a továbbfejlesztés lehetőségei .....  | 116 |
| 9. Összegzés .....   | 117 |
| Summary.....   | 121 |
| Felhasznált szakirodalom .....   | 125 |

## Ábrajegyzék

|           |   |           |
|-----------|---|-----------|
| 1. ábra:  | A nemzeti számlák rendszerének felépítése .....   | 19        |
| 2. ábra:  | A megtakarítások áramlása a pénzügyi piacokon.....                                      | 22        |
| 3. ábra:  | A pénzügyi intézmények szervezeti formái.....   | 26        |
| 4. ábra:  | A befektetési vállalkozások köre.....   | 41        |
| 5. ábra:  | A magyar háztartások pénzügyi eszközeinek állománya.....                                | 53        |
| 6. ábra:  | A háztartások pénzügyi eszközeinek alakulása a GDP %-ában                               | 54        |
| 7. ábra:  | A pénzügyi eszközök változása tranzakciókból és<br>átértékelődésből.....                | 54        |
| 8. ábra:  | A pénzügyi eszközök megoszlása az összes pénzügyi eszközön<br>belül.....                | 55        |
| 9. ábra:  | Készpénz és betétek.....  | 56        |
| 10. ábra: | Nem részvény értékpapírok.....  | 57        |
| 11. ábra: | Részvények és részesedések.....   | 58        |
| 12. ábra: | Biztosítástechnikai tartalékok.....   | 5ö        |
| 13. ábra: | A pénzügyi eszközök és kötelezettségek változása.....                                   | 60        |
| 14. ábra: | <b>A háztartási szektor nettó finanszírozási képességének alakulása.....</b>            | <b>61</b> |
| 15. ábra: | A háztartások által felvett hitelek és a kötelezettségek változása                      | 61        |
| 16. ábra: | A megtakarításokra ható tényezők.....   | 62        |
| 17. ábra: | Nettó jövedelmek 2004-ben.....  | 65        |
| 18. ábra: | A háztartásoknak nyújtott forinthitelek szerződésben szereplő<br>átlagos kamatlába..... | 67        |
| 19. ábra: | A háztartásoknak nyújtott euro hitelek szerződésben szereplő<br>átlagos kamatlába.....  | 67        |
| 20. ábra: | Háztartások hiteleinek denominációs szerkezete.....                                     | 68        |
| 21. ábra: | GKI fogyasztói bizalmi index.....   | 94        |
| 22. ábra: | A háztartások befektetési jegy állományának tranzakciók miatti<br>változása.....        | 95        |
| 23. ábra: | A BUX index alakulása.....  | 95        |
| 24. ábra: | A pénztárak taglétszámának alakulása.....   | 103       |
| 25. ábra: | Az egészségpénztárakba való befizetések alakulása .....                                 | 105       |
| 26. ábra: | Az egy tagra jutó átlagos tagdíjbefizetések alakulása .....                             | 106       |
| 27. ábra: | Az egészségpénztárak vagyonának alakulása .....   | 106       |

## Bevezetés

Akkor kaptam közgazdász diplomát, amikor a magyar gazdaság tervgazdaságból piacgazdaság felé való átmenete elindult. Megélhettem azokat az éveket, amikor a pénzügyi rendszer átalakulása, kiépülése megtörtént. Másokkal együtt ismerkedhettem a megjelenő intézményekkel, eszközökkel. A kétszintű bankrendszer megjelenését, a Budapesti Értéktőzsde megnyitását, a befektetési alapok indulását, nyugdíjpénztárak alapítását szemlélhettem. Számos olyan emberrel ismerkedhettem meg, akik ezeknek a rendszereknek a kialakításában vezető szerepet töltek be.

Magam kezdetben a felsőoktatásban lettem részese az átalakulásnak. Később a gyakorlat oldaláról is tapasztalatokat szerezhettem. Értékeltem befektetéseket, alapítottam és végelszámoltam pénzügyi szervezetet, vezető tisztségviselőként vettem részt pénzügyi szervezetek irányításában. Magam is élveztem a tőzsdézés izgalmát.

Mivel a pénzügyi intézményrendszer működésének alapja a pénzügyi megtakarítások gyűjtése, érdeklődésem ebbe az irányba fordult. A szakirodalmat olvasva azt láttam, hogy a makrorendszerektől a mikroszintig a közgazdasági elmélet is számos esetben középpontjában tartotta a megtakarítások kérdését. Egy ország gazdagsága, az egyén jóléte megtakarításaitól függ, tartja sok elmélet. A megtakarítások szükségesek a beruházások finanszírozásához, a gazdaság növekedéséhez tartotta nem kevés közgazdász. Arra a kérdésre, hogy mi befolyásolja a megtakarítások nagyságát, szerkezetét, számtalan magyarázat született. Érdekes kutatási iránynak mutatkozik annak vizsgálata, hogy Magyarországon milyen hajtóerők határozzák meg a megtakarítások alakulását.

A magyar gazdaság külföld felé való eladósodása évtizedek óta tart. A piacgazdaságokban a háztartások jelentik általában azt a megtakarítói szektort, amely a vállalkozások fejlesztését, az államháztartás finanszírozását biztosítja. Ugyanakkor Magyarországon a háztartási szektor nettó finanszírozási képessége évek óta csökken. Fontos kérdésnek tartom a folyamatok, az intézményrendszer, az instrumentumok tanulmányozásán keresztül a rendszer működésének újragondolását. A fő kérdés az, hogy a meghatározó elméletek iránymutatásai elegendőek-e napjaink magyar gazdaságában a megtakarítások alakítására, vagy ezeken túlmutatóan egyéb tényezőket is fel kell tárni. Emellett egyre inkább problémaként merül fel az ökonómia oldaláról, a társadalmi fejlődés szempontjaiból, hogy tartható-e az uralkodó közgazdaságtan feltételrendszere. Gondolkodni lehet-e, kell-e a meglévő pénzügyi intézményrendszer olyan irányú átalakításában, amely merőben új gondolkodás szolgálatába áll.

Az értekezés megírásakor célul tűzöm ezért ki a következőket:

1. Tanulmányozom azoknak a mai közgazdasági gondolkodást meghatározó elméleteknek a megtakarításokra vonatkozó tételeit, amelyek a megtakarítások nagyságára, szerkezetük alakulására vonatkoznak. Az uralkodó elméletek tanulmányozását azért tekintem kiindulópontnak, mert kijelölik a jelen közgazdasági gondolkodásának kereteit. A gazdaságpolitika ezekre a keretekre, mint algoritmusokra támaszkodva épít ki intézményrendszert, beavatkozási eszköztárat, folyamatszabályozást. Az uralkodó paradigmák tételeinek összevetése a valóság tényeivel teszi lehetővé a kritikák megfogalmazását, illetve az elméletek továbbfejlesztését, esetlegesen a paradigmaváltást. Az elmélet fejlődése aztán a gyakorlatra is visszahat

Nem céлом viszont az uralkodó elméletekre támaszkodva általános egyensúlyi, vagy növekedési modelleknek a kidolgozása. Ezért az értekezésben a tárgyalt teóriák pénzügyi megtakarításokra vonatkozó részeit tanulmányozom kizárólag, nem kívánok a megállapításaikból fakadó egyéb összetevőkkel foglalkozni, mint például a beruházások alakulása, a kereslet változása, stb.

2. Vizsgálom a megtakarítások makrogazdasági számbavételének eszközeit. A teóriák által használt fogalomrendszer és a valóság kategóriái között a statisztikai meghatározások teremtik meg az összeköttetést. Természetesen bizonyos feszültségek fennmaradnak az alkalmazott megoldások mellett, de az empirikus adatok feldolgozása csak ezek mentén a definíciók mentén lehetséges.

3. Tanulmányozom a magyar gazdaságban működő pénzügyi intézményrendszert. Álláspontom szerint a pénzügyi rendszer nemcsak passzívan igazodik a gazdaság folyamataihoz, hanem maga befolyásolja is azokat. Sajnálatos módon erre legtöbbször pénzügyi válságok kirobbanásakor fordul a figyelem. Több megtakarítási forma nem létezik egyes intézmények megléte nélkül. A pénzügyi intézményrendszer ugyanakkor transzmissziós csatorna a gazdaságpolitika eszközeinek érvényesítésére. Az intézményrendszer szerkezetének ismerete hozzájárul a megtakarítások alakulásának vizsgálatához. Ahogy J. Tobin [1984] írta: „Valójában semmi sem helyettesítheti azt az elemzést, mely számol monetáris és pénzügyi intézményeink, valamint piacaink figyelemre méltó institutionális komplexitásával.”

4. Megvizsgálom azokat a pénzügyi instrumentumokat, amelyek a magyar háztartások számára egyben megtakarítási formák. Az instrumentumokra vonatkozó jogi szabályozás, az instrumentumok konkrét formái szintén kihatással vannak a megtakarítások szerkezetére.

5. Elemzem a magyar háztartások pénzügyi vagyonának alakulását, szerkezeti változásait a 90-es évek elejétől. A valóság folyamatainak leképezése a statisztikai adatok feltérképezésével válik lehetővé. A folyamatok, az állapotok megragadása ezeken az információkon keresztül valósul meg. Ezek segítségével kerülnek szembesítésre a valóság tényei és az elméletek feltételezései.
6. Értékelem, hogy a meghatározó közgazdasági elméletekből deriválható peremfeltételek fennálltak-e a magyar gazdaságban is, illetve mik voltak az eltérések. Egyben elemezni kívánom, hogy az elméletekből következő befolyásoló tényezők milyen erővel hathatnak a magyar háztartások pénzügyi megtakarításaira. A statisztikai információk feldolgozása és az uralkodó elméletek feltételezéseinek összevetése után nyílik lehetőség a megállapítások levonására, az értékelésre.
7. Rá kívánok mutatni, hogy lehetséges egy kis nyitott gazdaságban a pénzügyi rendszer egyes elemeit úgy alakítani, hogy gazdasági és társadalmi célokat egyaránt szolgálhasson olyan módon, hogy nemcsak a gazdasági értelemben vett jólét nő. Az értekezés építkezése alapvetően a pozitív megközelítés tervezett logikája szerint felépített. Igaz ugyan, hogy a pozitív megközelítési módszer elvárása lenne az objektív célkitűzés, ami személyként a kutató szubjektív volta miatt sosem valósul meg teljességében, hanem normatív elemeket csempész a kutatás folyamatába. Ennél a célkitűzésnél jelenik meg a normativitás leginkább explicit módon. A cél ugyanis önmagában túlmutat az uralkodó közgazdasági paradigmák keretein, egy új minőség felé mutat.

## **1. Megtakarítási elméletek**

A magyar háztartások megtakarításait befolyásoló tényezők vizsgálatához szükséges a közgazdasági gondolkodásban az utóbbi mintegy másfél évszázadban uralkodó nézetek áttekintése. A különböző gondolkodók persze egymás tanait is kritikai észrevételekkel illették, de a modellalkotáshoz mindenképpen szükségesnek tartom a fontosabb elméletek rövid áttekintését.

A különböző korszakok eltérő problémákat hordoztak magukban, így a közgazdasági elméleti rendszerek középpontjában is más és más problémák álltak. A megtakarítási elmélet így nem minden elmélet központi eleme, esetlegesen egyéb összefüggések folyománya. Sok esetben a jövedelmek felosztásakor a fogyasztás került fókuszba. Más teóriákban a gazdasági egyensúly összetevőinek meghatározásakor kerül említésre a megtakarítás. A dolgozat célkitűzéseit alapul véve én az elméletekből természetesen a pénzügyi megtakarításokra vonatkozó megállapításokra koncentrálok.

### **1.1. A klasszikus közgazdaságtan, Keynes és Friedman megtakarításokhoz kapcsolódó nézetei**

A klasszikus elmélet alapja a Say dogma, amely alapján a gazdaságot olyan önszabályozó rendszernek vélték, ahol a rendszer az egyensúly állapotában van, illetve ha ebből kibillen, akkor az egyensúly felé tendál. A különböző közgazdasági jelenségek ebből az álláspontból vezethetők le. Az elmélet szerint a beruházások jelentik a tőke keresletét, a megtakarítások a tőke kínálatát. A kettő közti egyensúlyt a kamatláb teremti meg. A megtakarító számára a kamat a fogyasztásról való lemondás díja. A megtakarító akkor mond le egy időszakban a fogyasztásról, ha ezért megfelelő összegű jövőbeni hozamot élvez. A kölcsönvevő oldaláról a kamat a tőke használatának ára. A tőke kereslete pedig a tőke határhatékonyságától függ. A klasszikus közgazdák a megtakarításokat a kamatláb elméletén keresztül közelítik meg. Magasabb kamatláb mellett nő tehát a megtakarítás. Ezzel együtt csökken a fogyasztás. Minden egyes megtakarítás azonban csökkentőleg hat a kamatlábra. A tőke kereslete és kínálata egyensúly fele halad. Egy adott jövedelemszint mellett létezik egy olyan kamatláb, amely mellett a megtakarítások egyenlővé válnak a beruházásokkal.

A klasszikus közgazdaságtan szerint a tőkekeresleti görbe, valamint a kamatlábak függvényében felrajzolt megtakarítási görbe metszéspontja alapján leolvasható az egyensúlyi

kamatláb. Mindkét görbe eltolódhat akár egymástól függetlenül is, ekkor új kamatlábnál alakul ki az egyensúly a tőke keresletére és kínálatára. Az egyensúly természetesen a piaci mechanizmusoknak köszönhetően jön létre, hatósági beavatkozásra nincs szükség.

A klasszikus iskola külön tárgyalja pénzelméletét. Igazából nem teremődik meg a híd a kamatláb elmélet és a pénzelmélet között. Alapvető probléma, miért is vannak pénzbeli megtakarítások. Ezeknek ugyanis nincsen kamata. Gondot jelent az is, hogy eme megtakarítások nem szolgálják beruházások létrejöttét.

A két elmélet között fennálló ellentmondások feloldására a neoklasszikusok tettek kísérletet. Az eredmény azonban kevésbé használható a megtakarítások nagyságának, illetve formáinak magyarázására, inkább pénzelméleti vonatkozásai váltak érdekessé.

Keynes támadta a klasszikus elméletet a megtakarítások vonatkozásában is, így a kamatláb elméletet és a klasszikus iskola pénzelméletét. Szavai szerint sommásan: „A hagyományos elemzés tehát azért hibás, mert nem sikerült.” [Keynes 1965] Mivel Keynes a gazdasági válság kezelését tette elmélete kidolgozásának alapjául, a gazdaságra úgy tekintett, mint ami nincs feltétlenül egyensúlyban, és nem is tendál automatikusan az egyensúly felé. Megkérdőjelezte a teljes foglalkoztatottság feltételezését. Mivel keresleti és fogyasztási elmélete szöges ellentétben állt a klasszikus és neoklasszikus tanokkal, ennek következtében porrá zúzta a korábbi kamatláb és pénzelmélet szinte minden részét. Kritikája érinti a megtakarítások nagyságára és összetételére vonatkozó érveléseket is.

Keynes kritikáján keresztül bontotta ki saját nézeteit. A klasszikus iskola feltételezte, hogy a kamatláb meghatározója a megtakarításoknak, azaz a tőke kínálatának, ugyanakkor a kamatláb független meghatározó változója a tőke keresletének. Akár a keresleti, akár a kínálati görbe egymástól függetlenül elmozdulhat. Az új egyensúly új kamatláb mellett alakul ki. Keynes szerint a klasszikus iskola figyelmen kívül hagyta azt, hogy mindeközben a jövedelmek változnak. . Az a kiinduló feltételezés, hogy adott jövedelem mellett határozható meg, hogy adott kamatláb mellett mekkora lesz a tőke kínálata, tarthatatlan.

A klasszikus elmélet nem magyarázta, miért tartja a megtakarító megtakarításainak egy részét pénz formában. A pénz trezaurálásáért ugyanis nem jár kamat. A megtakarítások bizonyos hányada mások fogyasztására felvett hitelül szolgál. Ez ismét gondot jelent az egyensúlyi kamatláb meghatározásakor. A bankok pénzteremtése, a pénzmennyiség változása szintén a nehezen kezelhető kérdések közé tartozik a klasszikus elméletben. Ezért a klasszikus tantételeket Keynes erőteljes kritikával illette.

Nézetei szerint először arról kell dönteni, a jövedelemnek mekkora hányada kerül fogyasztásra, illetve felhalmozásra. Ezután dönt az egyén, hogy a megtakarítások milyen



hányadát kívánja pénzben, vagy más eszközben tartani, például kötvényben vagy részvényben.

Mivel elméletének középpontjában a fogyasztás állt, így a fogyasztás, a fogyasztási hajlandóság oldaláról közelítette meg a megtakarításokat is meghatározó tényezőket. A fogyasztást meghatározó tényezőket objektív és szubjektív tényezőkre bontotta.

Objektív tényezőként fogta fel Keynes a jövedelmet. Magasabb jövedelemhez magasabb fogyasztási hajlandóság tartozik. A jövedelem növekedésénél ugyan alacsonyabb növekedését tételezte a fogyasztási hajlandóságnak, de mindenképpen pozitív kapcsolatot tételezett a két érték között. Második tényező, hogy az egyén vagyonának értéke megváltozhat. Ez a jövedelembe be nem számított tőkeérték változás jelentős változást okozhat az ezekkel a javakkal rendelkezők fogyasztásában. A harmadik a jelenlegi és jövőbeni javak cserearányának változása, azaz a javak diszkontált értékének változása. Keynes szerint ez a változás nem vezethető le egyértelműen a rövid távú kamatlábak változásából. Ráadásul kis kamatláb ingadozás elhanyagolható hatást fejt csak ki. Következő objektív tényező az állami adópolitika változása. Ez alatt nemcsak a jövedelemadókat változását kell érteni, hanem egyéb, például vagyonadókat vagy öröklési illetékek változását is. Végül kiemelhető a jövedelemelosztás. Keynes úgy vélte, amennyiben változik a jövedelmek elosztása a társadalmi csoportok között, változik az aggregált megtakarítás.

A szubjektív motívumok között nyolcat sorolt fel Keynes, bár nyitva hagyta ezeken túl további lehetséges motívumok létét is:

1. Tartalék teremtése előre nem látott esetekre;
2. Tartalékolás arra az időre, amikor az egyén vagy a család jövedelme és szükségletei közt előreláthatóan más lesz az arány, mint jelenleg; például gondoskodás az öregkorról, a gyermekek felneveléséről, hozzátartozók ellátásáról;
3. Kamat és értéknövekedés élvezése, vagyis az az eset, amikor előnyben részesítik a későbbi nagyobb reális fogyasztást a kisebb, azonnali reális fogyasztással szemben;
4. Az a törekvés, hogy fogyasztási kiadásainkat a jövőben fokozatosan növelni szeretnénk; ez megfelel annak az általános emberi vonásnak, mely szerint nagyobb örömet okoz, ha fokozatosan emelkedő életszínvonalra számíthatunk, mint az ellenkezőjével, még akkor is, ha később a magasabb életszínvonalat már kevésbé élvezzük;
5. A függetlenségérzetnek és annak a tudatnak az öröme, hogy módunkban van egyet s mászt megtenni, noha nincs is határozott szándékunk vagy elképzelésünk arról, hogy mit is akarunk cselekedni;
6. Manőverezési alap biztosítása spekulációs vagy üzleti tervek végrehajtására;

7. Örökség hátrahagyásának a szándéka;

8. Pusztá fősვნység, vagyis a kiadástól „mint olyantól” való ésszerűtlen, de makacs idegenkedés.

E nyolc motívumot Keynes elnevezte röviden az óvatosság, az előrelátás, a számítás, az előretörekvés, a függetlenség, a vállalkozás, a büszkeség és a fősვნőség motívumának, és felsorolta velük szemben a fogyasztás indítékainak megfelelő listáját is: például az élvezetet, a rövidlátást, a bőkezűséget, a téves számítást, a kérkedést és a pazarlást. [Keynes 1965]

A fentiekben azonosítottam tehát Keynes fogyasztást és megtakarítást befolyásoló tényezőit. A fogyasztási hajlandóságot – mint láttuk - alapvetően a jövedelem nagysága határozza meg, így ez a megtakarításra is kihatással van. A többi objektív és szubjektív tényező a megtakarításokra hat, így meghatározó a fogyasztásra is.

A dolgozat irányultsága miatt nem részletezem Keynes keresleti elméletének további részeit, annak ellenére, hogy elméletének magvát az adja. Fontosnak tartom azonban még arra kitérni, mit is tartott a pénz tartásáról, illetve miként gondolkodott a pénztől eltérő eszközökben elhelyezett megtakarítások viszonyáról.

Az egyén tehát miután döntött a fogyasztásának és megtakarításának nagyságáról, el kell döntenie azt is, hogy megtakarítását pénzben, vagy más formában tartsa-e. A választás azért fontos, mert a pénz azonnal felhasználható javak megvásárlására, míg mondjuk egy lekötött bankbetétben tartott megtakarítás esetén csak késedelemmel tehető ugyanez. A pénztartás igénye az egyén likviditási preferenciájától függ. A likviditásról való lemondás ára Keynes rendszerében a kamat. A kamatláb annak a mércéje, mennyiért mondanak le az egyének a likviditásról. Az elméletben így teremődik meg az egyensúly a pénzmennyiség és a pénztartási igény között. A pénztartás nagysága függ egyrészt a várható folyó kifizetések összegétől, ez a tranzakciós motívum, ami a pénztartást ösztönzi. Az egyénnek lehetnek előre nem várt kifizetései, amelyekre szintén tartalékolhat pénzt. Az itt tetten érhető motívum az óvatossági motívum.

Harmadik motívumként Keynes a spekulációs motívumot említette. A különböző alternatív eszközök jövőbeni kamata bizonytalan, nem egyértelműen vezethető le jelenlegi kamataikból. Lehetséges, hogy az egyén jobban jár, ha időlegesen pénzben tartja vagyonát, és csak később vásárol kötvényt. A pénztartást itt nem a jelenbeli, hanem a várható hozamok határozzák meg.

Az egyén pénztartása függ a jövedelmétől, mivel magasabb összeget különíthet el pénzben tranzakcióra, nem várt kiadásokra, spekulációra. A pénztartásra hatást gyakorol ezen túl a várható kamatlábak nagysága. Keynes említett olyan nem számszerűsíthető összetevőt is,

mint a pénzügyi piacok fejlettsége, amely meghatározó például arra, mennyi idő alatt, mekkora költséggel, áron tehető egy eszköz pénzzé. Fejlett piacok mellett az egyén pénztartása minden valószínűség szerint csökkenthető.

Keynes az összes megtakarítást meghatározó motívumai és tényezői hasonlatosak a pénz és egyéb megtakarítási eszközök közti választást befolyásoló összetevőkhöz, de tartalmilag nem tévesztendő össze.

Az elméletek sorba vételénél Friedman az a következő iskolateremtő közgazdász, akinek elméletét összefoglalom. Friedman a klasszikus hagyományokhoz nyúlt vissza munkássága során. Fogyasztási és megtakarítási elmélete azonban nem fedte a klasszikus tételeket, merőben új elemekkel gazdagította a közgazdaságtant.

Friedman úgy ítélte meg, hogy a korábban használt jövedelmi és fogyasztási fogalmakat helytelenül használták. Véleménye szerint a fogyasztói, és így megtakarítási döntéseket befolyásoló faktorokat nem megfelelő időtávon vizsgálták. [Friedman 1986] A jövedelmekre ható tényezők közül egyesek rövidebb, másiak hosszabb ideig hatnak. A bizonyos időtávon belül érvényesülők átmenetiek, a hosszabb távúak pedig a permanensek. Friedman három éves időtávban húzta meg a határt, mint a háztartások döntéseinek időhorizontját.

Közvetlenül nem figyelhető meg a permanens jövedelem és a permanens fogyasztás. Rövid távon a mért jövedelem és mért fogyasztás vehető csak számba. A permanens jövedelemre a háztartások viselkedéséből lehet következtetni. Ugyanez igaz a permanens fogyasztásra, valamint a permanens jövedelem és permanens fogyasztás viszonyára is.

A mért jövedelem két komponensből, a permanens jövedelemből és az időleges komponensből áll. A mért fogyasztás hasonlóan a permanens fogyasztás és az időleges komponens összege.

A permanens fogyasztás a permanens jövedelem egy meghatározott hányada. Arányuk azonban független a permanens jövedelem nagyságától, arányukat egyéb tényezők határozzák meg. Ilyen változók a kamatláb, a jövedelem és a háztartás nem humán vagyonának aránya, és egyéb tényezők, amelyek a fogyasztási hajlandóságra hatnak. Ezek az ún. egyéb tényezők lehetnek a jövedelmek nagyságára vonatkozó bizonytalanság szintje, a háztartások kora, összetétele, valamilyen kulturális hatás. A jövedelem időleges összetevői elsősorban a mért megtakarításokban nyilvánulnak meg.

A mért jövedelem permanens és időleges komponensei egymással korrelálatlanok. Ez vonatkozik a mért fogyasztás permanens és időleges komponenseire is. Mindebből az következik, hogy a mért jövedelem és mért fogyasztás regressziója felírható, miszerint a mért

fogyasztás aránya csökken a mért jövedelem emelkedésekor. Kiszámítható a mért fogyasztás mért jövedelemre vonatkozó rugalmassága. Levonható az a következtetés is, hogy a fogyasztás megváltozása adódhat a jövedelemelosztás megváltozásából is, nem feltétlenül kell a fogyasztói preferenciák változására gondolni.

A mért fogyasztás regressziós görbéje felírható tehát a mért jövedelem függvényében. A görbe magassága függ a permanens és időleges jövedelmi komponensek átlagától, a permanens jövedelem és permanens fogyasztás arányát meghatározó tényezőktől. A görbe magassága megváltozhat a jövedelem eloszlás változásától.

Friedman szerint az egyedi fogyasztási egységek, háztartások fogyasztási viselkedését leíró függvényekhez hasonlóan meghatározhatók az aggregált formulák is. Vagyis nemzetgazdasági szinten hasonlóan meghatározhatók a fogyasztás alakulását leíró összefüggések.

Friedman modellje erősségének tartotta, hogy viszonylag kevés változóval kívánta magyarázni a háztartások fogyasztásának alakulását. A kevés változó álláspontja szerint lehetővé teszi az empirikus tesztelést, az egyenleteiben felírt paraméterek tényleges becslését.

Friedman modellje egyben átvezet a megtakarítási elméletek egy további irányába, az életciklus elméletek felé.

## **1.2. A megtakarítások életciklus elmélete**

A modern közgazdaságtan kedvelt megtakarítási elmélete az életciklus elmélet. Az életciklus elmélet nagyjából akkor alakult ki, amikor Friedman teóriája. Az elmélet alap gondolatait az utóbbi évtizedekben is számos új elemmel egészítették ki. Mára egész modellcsalád épült az alap gondolatra. A modellcsaládba számos elmélet sorolható. [Browning, 1996] Mivel az alap gondolatok kidolgozója Modigliani volt, az ő munkássága alapján tekintem át a legfontosabb összetevőket.

A megtakarítás életciklus elmélete mikroökonómiai megközelítésű, de számos makrokövetkeztetés szintén levonható belőle.

Az életciklus elmélet arra épül, hogy a fogyasztó életpályája során képes racionálisan optimalizálni fogyasztását a hasznosságmaximalizálás szempontjai szerint. A hasznosságmaximalizálás és a tökéletes piac feltételezéséből az a következtetés vonható le, hogy a fogyasztó mindenkor fogyasztása nem pillanatnyi jövedelmétől függ, hanem életvagyonától. Az életvagyon az egyén élete során megszereshető jövedelem jelenértéke és az esetlegesen örökölt vagyon összege. Az életvagyon nem egyezik meg a Friedman által

használt permanens jövedelemmel, mivel a permanens jövedelem végtelen időtávra értelmezett, míg az életvagyon számításakor véges életű egyént feltételeznek. Az életciklus elmélet tehát hasonlóságokat mutat Friedman rendszerével. Az eltérések azonban nemcsak az életvagyon versus permanens jövedelem oldaláról mutatnak eltéréseket. Az életciklus elmélet, mint az a továbbiakban pontosabban kiderül, a fogyasztási egységek – háztartások – korára, összetételére, stb. is figyelmet fordít magatartásuk vizsgálatakor. Az életciklus elmélet lehetőséget ad a már Keynesnél felmerülő hagyatéki motívumon alapuló megtakarítások értékelésére.

Az alapmodell szerint az egyén aktív életpályája során vagyont halmoz fel, megtakarít. Feltételezve, hogy ezután nincs jövedelme, feléli a felhalmozott vagyont, megtakarítása negatív. Az egyén vagyonát élete során megfigyelve az tapasztalható, hogy az először nő, majd csökken, vagyis domború formát mutat.

Az egyes megtakarítások összegzése a nemzetgazdaságban felhalmozott összes vagyon nagysága.

Az alapmodellből már több következtetés levonható, amely következtetések további elemzések alapját szolgálják:

1. Egy ország megtakarítási rátája független az egy főre jutó jövedelemtől.
2. A makromegtakarítási ráta az egyes állampolgárok differenciált takarékosági szokásainak annyiban nem közvetlen következménye, hogy különböző makromegtakarítási ráták felelhetnek meg egy adott egyéni (életciklus menti) viselkedésmódnak.
3. Azonos egyéni magatartással jellemezhető országok közül abban lesz magasabb a megtakarítási ráta, amelyben magasabb a gazdaság hosszú távú növekedési üteme. A megtakarítási ráta is zérus, ha a növekedési ütem zérus.
4. A vagyon/jövedelem hányad a növekedési ütem csökkenő függvénye, tehát zérus növekedés mellett a legmagasabb.
5. Egy gazdaság a folyó jövedelemhez képest még akkor is jelentős mértékű vagyont halmozhat fel, ha a hagyatékokban egyáltalán nem testesül meg vagyon.
6. Adott növekedési ütem mellett a vagyon/jövedelem arányt és a megtakarítási rátát meghatározó legfőbb változó a nyugállományának a gazdaság egészére jellemző hossza.

[Modigliani, 1988]

Stacioner gazdaságban a jövedelmek, a népesség változatlan, így nem változik az összvagyon nagysága és a fogyasztás nagysága sem. Növekvő gazdaságban, mivel a fiatalabb korosztályok életvagyon kilátásai jobbak, növekvő fogyasztás mellett is nő a felhalmozott összvagyon, hiszen az idősebbek vagyonfelélését meghaladja a fiatalok felhalmozása. A

növekvő gazdaság esetén, amennyiben a fiatalok jól tudják becsülni későbbi jövedelmeiket, akár negatív lehet megtakarításuk.

Az alapmodellben Modigliani zérus kamatlábat feltételezett. A modell kiterjesztésekor nem állapított meg szignifikáns hatást a kamatlábak és megtakarítások kapcsolatában. Nem tagadta azonban, hogy erről a kapcsolatról szakmai viták keletkeztek.

A valósághoz közelítve a modellt, feltételezhető, hogy az egyének, háztartások munkajövedelme nem állandó, a kor előre haladtával nő, majd az aktív kor vége fele csökken. A fogyasztás sem mutat állandóságot, a gyerekek korával változik, mivel a fogyasztássimítás egyénekre történik. E két összetevő azonban szintén domború vagyonalakulást eredményez.

A megtakarítási ráta nagyságát befolyásolhatja a nyugállomány hossza. Ezzel összefüggésben hatást fejthet ki a társadalombiztosítás rendszere is.

Az életciklus elmélet érdekes kérdésköre az öröknyag. Amennyiben ugyanis az élete végére nem éli fel valaki a teljes felhalmozott vagyont, az egyben azt jelenti, hogy több vagyont halmozott fel, mint amennyi a fogyasztássimítás feltételezése mellett szükséges lett volna. Nyilván az öröknyag egyik oka, hogy bizonytalan az egyén életének hossza. Másrészt cél lehet az utódok ilyen módon történő támogatása.

Az életciklus elmélet összességében olyan tényezők vizsgálatát teszi lehetővé, amelyek más elméleteknek nem, vagy csak nehezen bevonható változói.

## 2. A pénzügyi megtakarítások makrogazdasági számbavétele

A megtakarítási elméletek áttekintésekor észrevehető, hogy az egyes közgazdászoknál nem teljesen azonos értelmű a fogyasztás, reálfelhalmozás, megtakarítás fogalma. Csak megállapodás kérdése, hogy mondjuk egy festmény megvétele felhalmozási céllal, vagy fogyasztási céllal történik-e. A pénzügyi megtakarítások elhatárolása egyszerűbb, hiszen ezek az instrumentumok egyik gazdasági szereplőnél aktívaként, másik gazdasági szereplőnél passzívaként jelennek meg. A számbavétel nehézségét mutatja, hogy Keynes Általános elméletében több oldalon fejtegette, mit kell érteni a nemzeti kibocsátás alatt. [Keynes, 1965] Napjainkra kidolgozott módszertan áll rendelkezésre, az egyes kategóriák mögött kidolgozott meghatározások állnak.

Amint azt említettem, a modern közgazdaságtan főáramában a megtakarítások életciklus elmélete áll. Az elmélet pedig a háztartások megtakarítási viselkedését mikroszinten elemzi. Ennek ellenére a makroszintű számbavétel adja meg azt a kategorizálást, ami lehetővé teszi a megtakarítási instrumentumok definiálását, a változások követését, valamint a megtakarítások áramlási csatornáinak azonosítását.

Napjainkra Magyarországon is a nemzetközi gyakorlatnak megfelelő a statisztikai számbavétel, így alkalmazhatók a hazánkban értelmezett kategóriák.

### 2.1. A gazdaság folyamatai a Nemzeti Számlák tükrében

A nemzeti számlák rendszere (SNA) integrált számlarendszeren keresztül veszi számba a gazdaság egyes szektorainak, és ezek összegeként a nemzetgazdaság egészének termelési, jövedelmi, felhalmozási folyamatait, valamint a vagyon alakulását. A számlák a számbavételi időszak változásait, gazdasági eseményeit mutatják be, a mérlegek az egyes időpontokra vonatkoztatva az eszközök és kötelezettségek állományait tartalmazzák.

A fontosabb makrogazdasági összefüggéseket egyenletrendszer formájában leírva a következők adódnak:

$$\text{GDP} = C + G + I + (X - M)$$

$$\text{GNI} = \text{GDP} + \text{NY} \quad \text{GNDI} = \text{GDP} + \text{NY} + \text{NCT}$$

$$C + G + I + (X - M) + \text{NY} + \text{NCT}$$

$$C + G + I + \text{CAB}$$

$$CAB = (X - M) + NY + NCT$$

$$GNDI - (C + G + I) = GNDI - A$$

$$S = GNDI - C - G$$

$$I + CAB \quad CAB = S - I$$

$$(SH - IH) + (SE - IE) + (SG - IG)$$

$$S - I + NKT - NPNNA = CAB + NKT - NPNNA = NFI$$

ahol

C = magánfogyasztás (háztartások fogyasztási kiadásai)

CAB = folyó fizetési mérleg egyenlege

G = államháztartás fogyasztási kiadásai

GDP = bruttó hazai termék

GNI= bruttó nemzeti jövedelem

A = belföldi felhasználás

GNDI = bruttó nemzeti rendelkezésre álló jövedelem

I = bruttó hazai (nem pénzügyi) beruházás

M = áruk és szolgáltatások importja

NCT = nettó folyó transzfer külföldről

NFI = nettó külföldi (pénzügyi) beruházás (nettó hitelnyújtás külföld felé)

NKT = nettó tőke-transzfer külföldről

NPNNA = nem termelt, nem pénzügyi eszközök nettó felhalmozása

NY = nettó jövedelem-átutalások külföldről

S = bruttó megtakarítás

X = áruk és szolgáltatások exportja

(SH-IH) = háztartások nettó pénzügyi megtakarítása

(SE-IE) = vállalatok nettó pénzügyi megtakarítása

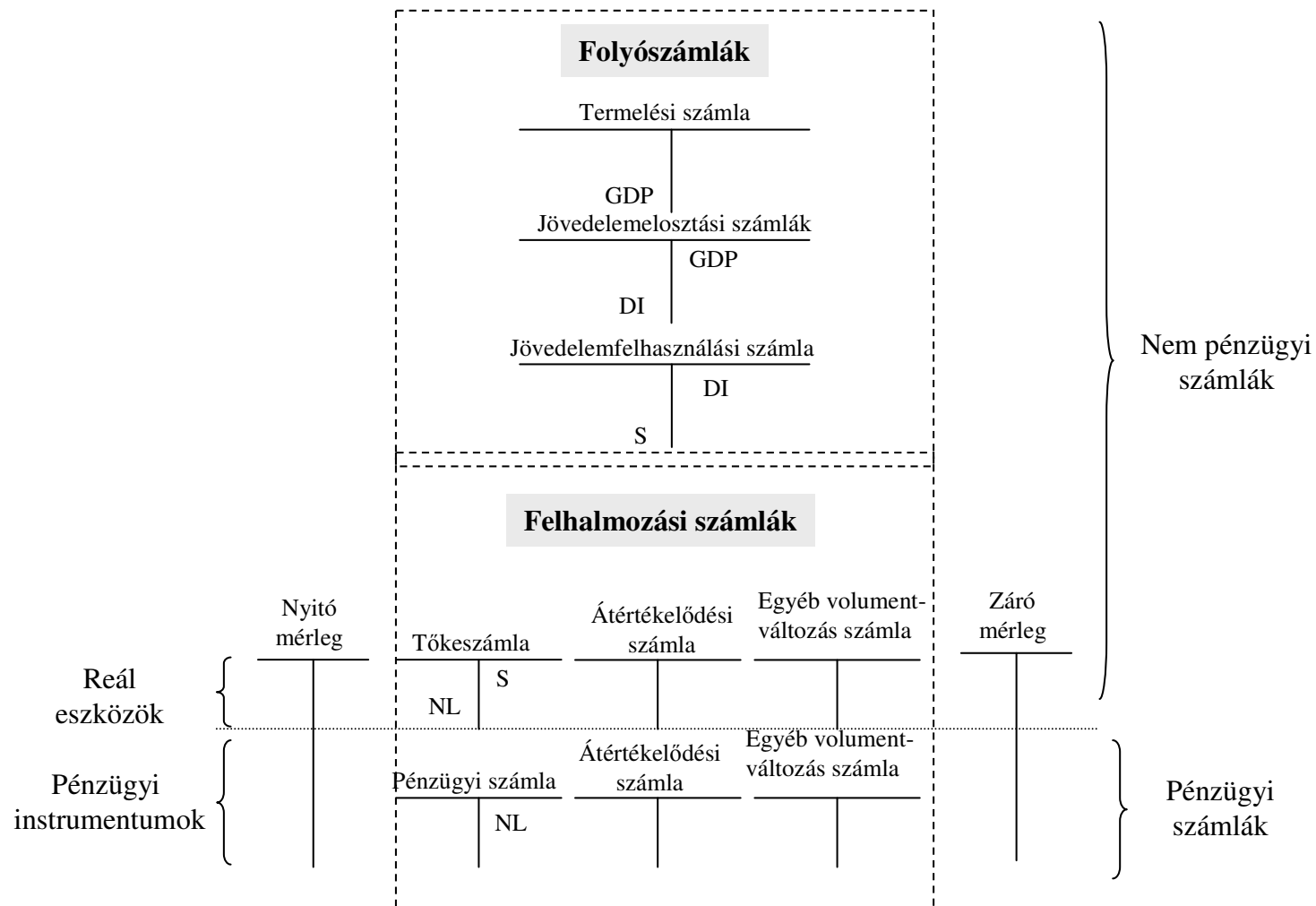
A számlák és mérlegek egyenlegei a gazdaság alapvető mutatószámai. Nemzetgazdasági szinten ilyenek a bruttó hazai termék, a nettó finanszírozási képesség, a megtakarítás, a beruházás. A nemzeti számlák rendszere folyó számlákra, felhalmozási számlákra és mérlegekre oszlik. A folyószámlák a termelést, a jövedelemelosztást, valamint a fogyasztás írják le. A termelési számla a bruttó hazai termék alakulását vezeti le a bruttó kibocsátás és a termelő felhasználás figyelembe vételével. A jövedelmi számlák a bruttó hazai terméket jövedelmi oldalról közelítve adják meg, megmutatva, milyen jövedelmekből tevődik az össze. Emellett ezeken a számlákon kerül levezetésre a rendelkezésre álló



jövedelem. A jövedelem-felhasználási számla a fogyasztást tartalmazza. Egyenlege a rendelkezésre álló jövedelem és a fogyasztás különbözeteként a megtakarítás. A felhalmozási számlák a pénzügyi és nem pénzügyi eszközök, illetve a kötelezettségek és a nettó vagyonok állományaiban bekövetkező változások összetevőit mutatják be. A tőkeszámla rögzíti a beruházást, azaz a reáleszközök tranzakciók miatti megváltozását. A számla nyitó egyenlege a megtakarítás, záró egyenlege a pénzügyi megtakarítás, azaz a nettó finanszírozási képesség (NL). A (szűkebb értelemben vett) pénzügyi számla a pénzügyi eszközökkel kapcsolatos tranzakciókat veszi számba. Mivel a megtakarítások és a beruházások különözete valamilyen pénzügyi instrumentum felhalmozását vagy kötelezettség vállalását jelenti, ezért a pénzügyi számlán megjelenő tranzakciók különbözete szintén a nettó finanszírozási képesség lesz. A reál- és pénzügyi eszközök, a kötelezettségek árváltozása az állományok értékében változásokat okoz. Ezeket a változásokat az átértékelési számla tartalmazza. Az egyéb volumenváltozás számlán a nem gazdasági okokra visszavezethető állományváltozásokat tüntetik fel. Az egyes időszakok elején a nyitó mérlegek, végén a záró mérlegek a reál és pénzügyi eszközök, valamint kötelezettségek állományát foglalják magukban. A nemzeti számlák rendszerének felépítését az 1. ábra mutatja.

A tágabban értelmezett pénzügyi számlák a mérlegek és felhalmozási számlák azon részei, amelyek a pénzügyi instrumentumok állományát, illetve azok állományváltozását mutatják. Az ábrán ezek a mérlegrészek és számlák a szaggatott vonal alatt helyezkednek el. Az egyes időpontokra összeállított mérlegek a pénzügyi eszközök és követelések szerkezetét mutatják. A mérleg egyenlege a nettó vagyon. A szűkebben értelmezett pénzügyi számla a tranzakciókból bekövetkező változásokat írja le. Ezek a pénzügyi instrumentumok keletkezéséből, megszűnéséből, adásvételéből, transzferálásából adódó változások. Ezek azért fontosak, mivel ezek a változások következnek a gazdasági szereplők kölcsönös aktivitásából, saját elhatározásából. A számla egyenlege a nettó finanszírozási képesség. A nettó finanszírozási képesség mutatja meg a szektorok finanszírozási kapcsolatait az egyes időszakokban. Az átértékelődési számla a pénzügyi instrumentumok árváltozásából levezethető tételeket foglalja magában. Az egyéb volumenváltozások számla összetevői a technikai okok miatt állnak elő. A pénzügyi instrumentumokat piaci értéken szerepeltetik a számlákon. Ugyan ez az alapelv nem mindenben teljesül teljes mértékben, mivel vannak olyan tételek, amelyeknek korlátozott a nyilvános forgalma, így értékük nehezen követhető nyomon. [MNB 2008]

]



1. ábra

A nemzeti számlák rendszerének felépítése

Forrás: MNB - [www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbh\\_u\\_statistikai\\_kiadvanyok](http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbh_u_statistikai_kiadvanyok) 2008.07.12.

## 2.2. A gazdasági szektorok és a pénzügyi instrumentumok kategóriái

A nemzeti számlák rendszerében elkülönítik a gazdaság belföldi és külföldi szereplőit. A számbavételnél a rezidens és nem rezidens szereplők csoportjait különítik el. A rezidensek azok a szereplők, akiknek érdekközpontjuk az ország területén van. A nem rezidensek jelentik a hazai gazdaság szempontjából a külföldet.

A belföldi szereplőket öt szektorra bontja a statisztika. Ezek:

- Nem pénzügyi vállalkozások
- Pénzügyi vállalkozások
- Államháztartás
- Háztartások
- A háztartásokat segítő nonprofit intézmények

Témám szempontjából a pénzügyi instrumentumok játszanak fontos szerepet, ezért ezek statisztikai csoportosítását emelem még ki az SNA rendszerből:

- Monetáris arany
- SDR
- Készpénz és betétek
- Nem részvény típusú értékpapírok
- Hitelek
- Tulajdonosi részesedések (Tőzsdei részvények, nem tőzsdei részvények, üzletrészek, befektetési jegyek)
- Biztosítástechnikai tartalékok (Életbiztosítási tartalékok, nyugdíjpénztári tartalékok, egyéb biztosítástechnikai tartalékok)
- Egyéb követelések/kötelezettségek

A továbbiakban a nemzeti számlák statisztikáinak azon elemeit fogom felhasználni, amelyek a háztartások megtakarításának részeit képezik, illetve a pénzügyi intézményrendszerrel fennálló kapcsolatokat segítenek megvilágítani. [MNB 2005]

### **3. A megtakarítások áramlásának csatornái: a pénzügyi szervezetek rendszere Magyarországon**

Ebben a fejezetben a pénzügyi szervezeti rendszer elemeit, ezek fejlődését, a rájuk vonatkozó szabályozás alakulását kívánom áttekinteni. A fejlődés tanulmányozása az utóbbi mintegy tizenöt esztendő fogja át, azaz a piacgazdaságokra jellemző szervezeti struktúra kialakulásának időszakát. A pénzügyi szervezeti rendszer egyrészt a megtakarítási instrumentumok áramlási csatornáit jelenti, másrészt bizonyos megtakarítási instrumentumok nem létezhetnek egyes pénzügyi szervezetek nélkül. A pénzügyi szervezetek más oldalról is hatást gyakorolnak a megtakarításokra. E rendszer hatékony működése teszi lehetővé, hogy a jelenbeli pénz jövőbelivé váljon, illetve a jövőbeli pénz jelenbelivé. Az instrumentumok likviditása, hozama nagyban függ a pénzügyi intézményrendszer hatékonyságától, ezért a megtakarítások szerkezete, esetlegesen nagysága szintén függvénye az intézményrendszernek.

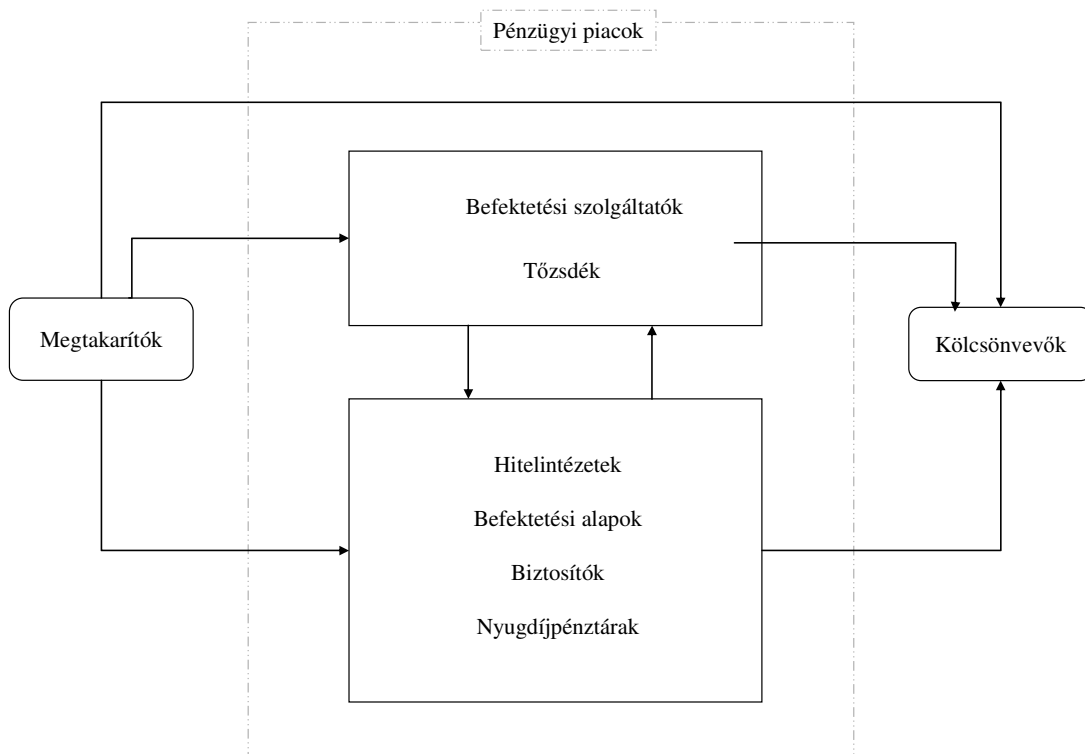
A megtakarítások áramlása a végső kölcsönvevők felé a pénzügyi piacokon történik. A pénzügyi szervezeti rendszer maga alakítja a pénzügyi piacok áramlási rendszereit, de maga is kénytelen idomulni a piaci, szabályozási hatásokhoz. A szervezeti rendszer képes a megtakarítások és finanszírozási igények térbeli, lejárat, kockázati mértékbeli transzformálására. Ezeknek a csatornáknak kiemelt jelentőségük van a gazdaságpolitika befolyásolási törekvéseinek közvetítésében.

A szervezetek viselkedése és szerepe természetesen eltérő ebben a rendszerben. Vannak olyanok, amelyek a megtakarítók és tőkeigénnyel fellépők között a kapcsolat megteremtésében játszanak szerepet. Ezek a tőzsdék, befektetési szolgáltatók. Mások maguk gyűjtenek megtakarításokat, és saját nevükben helyezik ki azokat.

Magyarországon a pénzügyi szervezeti rendszert fel kellett építeni a 90-es évek elejétől. Mivel a majd ötven éves tervgazdasági időszak miatt nem volt tapasztalat a szabályozásra, a gyakorlat többszörösen kikényszerítette az utóbbi tizenöt évben az egyes szabályok újragondolását. Ebben az időszakban ráadásul a világban is számos változás történt a pénzügyi piacok területén, bizonyos esetekben több mint százéves keretek borultak fel. Ezek a folyamatok, amelyek a szakirodalomban mint globalizáció, liberalizáció, dereguláció kerültek leírásra. Végezetül említeni kell azt a tényt, hogy Magyarország felkészülése az Európai Unióhoz való csatlakozásra, majd a csatlakozás szintén ebben az időszakban

következett be. A jogharmonizáció, a piaci egységesítés megkívánta módosítások is lecsapódtak a szabályok változásaiban. ]

Nem kívánom a szabályozás minden apró részletét nyomon követni a dolgozatban, elsősorban a strukturálisan számottevő csomópontokat keresem meg. Ezek a csomópontok véleményem szerint a megtakarításokra relevánsan hathattak, témám szempontjából lényegesek. A szabályozási elemeket alapvetően az egyes szervezetekhez kötődően foglalom össze. [Tatay 1993



2. ábra

A megtakarítások áramlása a pénzügyi piacokon

Forrás: Saját szerkesztés

A pénzügyi szervezeti rendszer a világ országaiban eltérő utakon fejlődött. A magyar rendszer a második világháború végéig a német fejlődési úton haladt. A tervgazdasági rendszer alatti hosszú szünet után erre az útra lépett vissza. Bár a rendszer egyes szervezeteinek kialakításakor vita előzte meg, hogy mely modell szerint alkossák meg a magyar szabályokat, de alapvetően az európai kontinensre jellemző szabályozás dominanciája valósult meg. Természetesen mindezt kihatott a megtakarítások gyűjtését szolgáló szervezetekre is.

A pénzügyi szervezetek lakossági üzletágainak, így a megtakarításokat érintő üzletágaknak a fejlődési fázisait reprezentáló fontosabb mérföldkövek a következők voltak:

1987-1989: Az OTP egyeduralmodó, más bank - a takarékszövetkezetek kivételével - nem végezhetett lakossági bankműveleteket. A bankbetéttel az állami garanciát élvező vállalati/önkormányzati kötvény versengett, 1988-ban kibocsájtották az első kincstárjegyet.

1989-1990: az OTP-n kívül a többi bank is kapott lakossági műveletek végzésére engedélyt, a Postabank versenybe szállt. Megalakult a tőzsde, élénkült az értékpapírpia.

1991-1994: A betéti kamatplafont eltörölték, a bankok leginkább papírjaik tekintetében voltak konkurensei egymásnak. 1991 decemberétől életbe lépett a pénzügyi törvény, s vele a bankfelügyelet önálló intézmény lett. 1992-től hozhatók létre befektetési alapok. 1993 közepén megalakult az Országos Betétbiztosítási Alap (OBA), 1994-től önkéntes biztosítópénztárak szervezhetők. 1994-ben megkezdődött a bankkártya-piac felépítése. 1995-ben hatályba lépett a Biztosítóintézetekről és a biztosítási tevékenységről szóló törvény.

Lezajlott a bankprivatizáció. Számos, a lakosságot is érintő fejlett termék jelent meg (lombardhitel, befektetési kártya, lakossági elektronikus bankszolgáltatások). Szinte minden bank deklaráta: kulcsfontosságúnak tartja a lakossági üzletágot. Az 1997-es esztendő a bankkártya éve, leginkább „kártyacsata” folyt a lakossági bankok között. Ettől az évtől az Európai Unió szabályaihoz közelítő szellemben új bank- és értékpapírtörvény lépett életbe. 1997 nyarán megalakultak a lakás-takarékpénztárak.

1998-tól minőségi verseny kezdődött, a bankrendszer az univerzalitás irányába haladt. Magánnyugdíj pénztárak indulhattak, és megalakult az első jelzálogbank (Földhitel- és Jelzálogbank Rt.). A bankok 1999-től a befektetési szolgáltatások teljes körét nyújthatják.

2001-ben megszületett a tőkepiacról szóló törvény, amely korszerűsítette a befektetési szolgáltatások, az értékpapír-forgalom, a tőzsde működésének szabályait. 2004-ben új törvényben szabályozták a biztosítási tevékenységet.

A jogi szabályozás mutatja az áttekintendő szervezetek körét. A következőkben ezeket tárgyalom.

### 3.1. A hitelintézeti rendszer

A második világháborúig Magyarország területén számtalan bank, takarékpénztár, takarékszövetkezet működött. A tervgazdasági rendszer megvalósításakor ezeket többségében megszüntették. Ugyan a lakosság számára egy a Magyar Nemzeti Banktól elkülönülten működő intézmény, az Országos Takarékpénztár rendelkezésre állt, illetve ehhez szorosan kötődve működött a takarékszövetkezeti rendszer, de a kötöttségek miatt mindez a rendszer távol állt egy piaci versenyben megmérettetett banki rendszertől. A gazdaság igényei azonban változásokat hoztak. 1987-ben kialakításra került a kétszintű bankrendszer. Bár a változások még nem hoztak átalakulást azonnal a lakossági piacon, de magukban hordozták annak lehetőségét.

A gazdasági átalakulás a pénzügyi szabályozás területén is újabb jogszabályban testesült meg, 1991-ben hatályba lépett az 1991. évi LXIX. törvény a pénzügyintézetekről és a pénzügyintézeti tevékenységről.

A 90-es évek első fele számtalan változást hozott a pénzügyintézeti körbe sorolt intézmények vonatkozásában is. A szabályozás finomodásán túl végbement a bank- és adószolidaritás. A stabilizálódó bankpiacon újabb szereplők jelentek meg. Az állami tulajdonú bankok privatizációja, bankok alapítása és bankösszeolvadások valósultak meg. A folyamat részeként több bank nyitott a lakosság irányába. A nyitás kezdetben a forrásgyűjtés és a számlavezetés területén mutatkozott.

Mintegy öt évvel a Pénzügyintézeti törvény hatályba léptetése után a rendszert újraszabályozták. 1997-ben hatályba lépett az 1996. évi CXII. törvény a hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról. A törvény a már meglévő rendszerre épült, de a Pénzügyintézeti törvényhez képest számos változást hozott. Ilyen alapvető változás a mai napig a jogi szóhasználatban élő változtatás. A formai módosítások mellett természetesen a tartalmi elemek is átalakultak.

A törvény definiálta a pénzügyi szolgáltatások és a kiegészítő pénzügyi szolgáltatások körét. A szolgáltatásokra való jogosítottság alapján elkülönítette a pénzügyi intézményrendszer szervezeti csoportjait. A jogszabály meghatározta azt, hogy az egyes intézmények létrehozásához milyen kritériumokat kell teljesíteni.

A Hitelintézeti törvény a következő szolgáltatásokat nevesíti:

Pénzügyi szolgáltatás a következő tevékenységek üzletszerű végzése forintban, illetőleg devizában, valutában:

- a) betét gyűjtése és más visszafizetendő pénzeszköz - saját tőkét meghaladó mértékű - nyilvánosságtól történő elfogadása;
- b) hitel és pénzkölcsön nyújtása;
- c) pénzügyi lízing;
- d) pénzforgalmi szolgáltatások nyújtása;
- e) elektronikus pénz, valamint készpénz-helyettesítő fizetési eszköz kibocsátása, illetőleg az ezzel kapcsolatos szolgáltatás nyújtása;
- f) kezesség és bankgarancia vállalása, valamint egyéb bankári kötelezettség vállalása;
- g) valutával, devizával - ide nem értve a pénzváltási tevékenységet -, váltóval, illetve csekkel saját számlára vagy bizományosként történő kereskedelmi tevékenység;
- h) pénzügyi szolgáltatás közvetítése (ügynöki tevékenység);
- i) letétkezelés kollektív befektetések részére;
- j) letéti szolgáltatás, széfszolgáltatás;
- k) hitel referencia szolgáltatás;
- l) önkéntes kölcsönös biztosító pénztár részére történő vagyonkezelés;
- m) készpénzátutalás;
- n) magánnyugdíjpénztár részére történő vagyonkezelés.

Kiegészítő pénzügyi szolgáltatás a következő tevékenységek üzletszerű végzése forintban, illetve devizában:

- a) pénzváltási tevékenység;
- b) az elszámolásforgalom lebonyolítása (elszámolásforgalmi ügylet);
- c) pénzfeldolgozási tevékenység;
- d) pénzügyi ügynöki tevékenység a bankközi piacon.

A szolgáltatások végzésére való jogosítottság alapján a jogszabály meghatározza az egyes szervezeti formákat. Hitelintézet az a pénzügyi intézmény, amely legalább betétet gyűjt, vagy más visszafizetendő pénzeszközt fogad el a nyilvánosságtól (ide nem értve a külön jogszabályban meghatározott nyilvános kötvénykibocsátást), valamint hitelt és pénzkölcsönt nyújt vagy elektronikus pénzt bocsát ki. Kizárólag hitelintézet jogosult betét gyűjtésére, valamint saját tőkéjét meghaladó mértékben - bank vagy állam által a visszafizetésre vállalt kezesség vagy bankgarancia nélkül - más visszafizetendő pénzeszköz nyilvánosságtól való elfogadására, pénzforgalmi szolgáltatások nyújtására, készpénz-helyettesítő fizetési eszköz kibocsátására, illetőleg az ezzel kapcsolatos szolgáltatás nyújtására, pénzváltási tevékenység



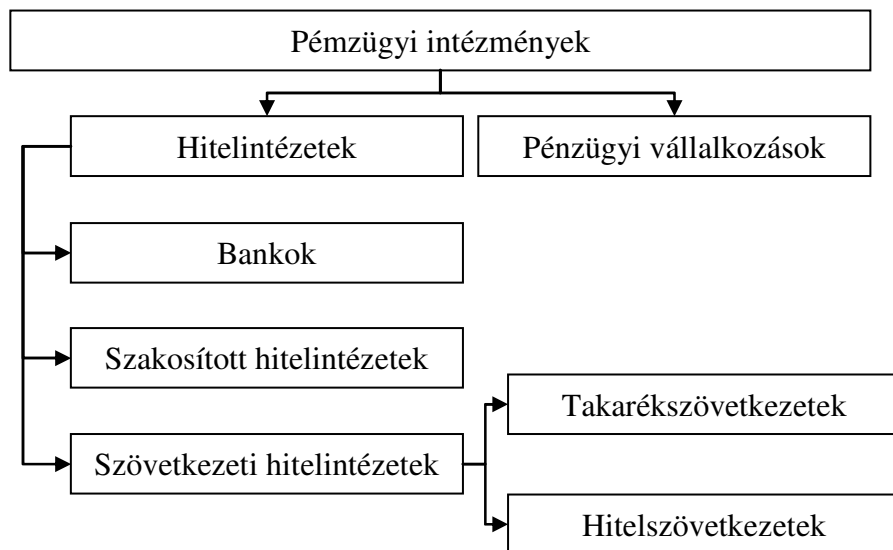
végzésére. A hitelintézet bank, szakosított hitelintézet vagy szövetkezeti hitelintézet (takarékszövetkezet) lehet.

A bank az a hitelintézet, amely az a), b) és d) pontban meghatározott pénzügyi szolgáltatásokat nyújtja. Kizárólag bank kaphat engedélyt a pénzügyi szolgáltatások teljes körének végzésére.

A szakosított hitelintézet külön törvényi szabályozásnak megfelelően jogosult tevékenységének végzésére, azzal, hogy nem kaphat engedélyt a pénzügyi szolgáltatások teljes körének végzésére.

A szövetkezeti hitelintézet a pénzügyi szolgáltatások közül az a)-h), j) és m) pontban, illetve a kiegészítő pénzügyi szolgáltatások közül az a) és d) pontban meghatározott tevékenységet végezhet. A hitelszövetkezet ezeket a tevékenységeket is- a pénzváltás kivételével - csak saját tagjai körében végezheti.

Pénzügyi vállalkozás az a pénzügyi intézmény, amely pénzügyi szolgáltatást végez azok kivételével, amelyek csak hitelintézetek számára engedélyezettek. [Huszi 2002]



3. ábra  
A pénzügyi intézmények szervezeti formái

Forrás: Saját szerkesztés

### 3.2. A befektetési alapok

A befektetési alapok értékpapírok kibocsátásával gyűjtenek össze a pénzügyi piacokról megtakarításokat. Ezt az összegyűjtött vagyont nevezik befektetési alapnak, amelynek tőkéjét értékpapírokba, más befektetési eszközökbe, valamint ingatlanokba fektetik. A befektetésekből elért hozamokból a befektetők (a tulajdonképpeni résztulajdonosok) eredeti befektetésük arányában részesülnek. A befektetési alap létrehívója a befektetési alapkezelő. Az alapkezelő a befektetési jegyek tulajdonosainak általános megbízásából jár el.

A befektetési alapok tehát kollektív befektetések. Magyarországon a jogszabályban való meghatározás a következő: „Befektetési alap: befektetési jegyek nyilvános vagy zártkörű kibocsátásával létrehozott és működtetett, jogi személyiséggel rendelkező vagyontömeg, amelyet a befektetési alapkezelő a befektetők általános megbízása alapján, azok érdekében kezel”.

1992-ben a törvényi szabályozás megteremtését követően Magyarországon is megjelentek a fejlettebb országokban már több mint 60 éve közkedvelt, kollektív vagyongézelést kínáló befektetési alapok.

A nyíltvégű befektetési alap igen kényelmes és egyszerű konstrukció a befektető számára, ugyanakkor sokoldalú szolgáltatást foglal magába. A működési elv a következő: a befektetők az alap kezelési szabályzatában leírt befektetések megvalósításával megbízzák az alapkezelő céget, aki a letétkezelő bank felügyelete és közreműködése mellett végzi e tevékenységet. A befektetők minden nap elszámolhatnak az alappal - ha kívánnak. Ennek az elszámolásnak a bázisa a napi egy jegyre jutó nettó eszközérték, ami az alap éppen aktuális portfóliójának kötelezettségekkel csökkentett értékét mutatja meg egy befektetési jegy vonatkozásában. A rendszerből adódóan a befektetők előre nem tudják a hozamuk nagyságát.

A befektetéseket több eszköz között kell megosztania az alapnak, így a kockázat kisebb, mintha a befektető csak egy kibocsátó papírjaiban tartaná vagyonát. Egy részvény vagy kötvény, más befektetési eszköz, vagy ingatlan maximális arányát a vagyonon belül jogszabály rögzíti.

A befektetési alapok az utóbbi évtizedek pénzügyi innovációit sokoldalúan fogadták be, a pénzügyi piacok legkomplexebb intézményeivé váltak egyben. Szerepük a pénzügyi közvetítésben, a pénzügyi piacok befolyásolásában jelentőssé vált napjainkra.

Az első létrejövő magyar alap neve: CA értékpapír Magyar Állami Értékpapírokba Befektető Alap. 1992. április 9-én vették nyilvántartásba 1,74 milliárd forint saját tőkével.

Zártvégű alapként öt éves futamidővel indult. Portfólióját államadósságot megtestesítő értékpapírokból alakították ki. Átmenetileg szabad tőkéjét bankbetétekben helyezték el, illetve olyan értékpapírokat vásároltak, amelyeket a jegybank bármikor visszavásárol. Ez az alap az érdeklődőknek olyan befektetési formát kínált, amely biztonságos, és hozama viszonylag magas. A befektetési jegyek likviditását azok tőzsdei bevezetésével teremtették meg.

A CA Állampapír Alap sikerét hamarosan követték az 1992. november-december folyamán lejegyzett Prémium Alap, Budapest Első Befektetési Alap, Hunnia Befektetési Alap, az első nyíltvégű alap a Buda Alap, és előkészítése alatt állt az Első Magyar Ingatlan Alap is. A Buda Alap kivételével a többi, már bejegyzett alap is elsősorban a biztonságra törekedett. Portfóliójuk nagy részét államkötvények tették ki, kiegészítve állami és nagybanki garanciális gazdálkodói kötvényekkel, illetve kifogástalan adósnak tekinthető gazdálkodó szervezetek kötvényeivel. A Buda Alap szakemberei nem akartak megállni ezen a szinten, ők ugyanis alapjuk összegyűjtött pénzének nagy részét az állampapírok mellett részvényekbe szerették volna fektetni [Huszi 2002]

Az 1993-as év jelentette Magyarországon a befektetési alapok igazi térhódítását. Az adókedvezmény, amelyet más értékpapír közvetlen vásárlása esetén nem lehetett igénybe venni, a bankbetéteknél magasabb hozam biztosítása és mindezek mellett a biztonság mind-mind vonzotta a befektetőket ezen befektetési forma felé. Ez az év a zártvégű alapok sikerét hozta meg. A korábbi évben alapult alapkezelők közül szinte mindegyik a második alapját indította útnak. 1993-ban is tartott az állampapírok előnye az alapok portfóliójában, bár a hosszabb lejáratú és az újonnan kibocsátott alacsonyabb kamatozású állampapírok a befektetési alapok hozammutatóit is visszavetették. Az ebben az évben alakult befektetési alapok kissé merészebbek voltak az előző évhez képest a portfóliójuk kialakításában. Az állampapírok mellett fokozatosan megjelentek a jó vállalati kötvények. A részvényportfólió azonban még mindig váratott magára, a csekély kínálat, és a nagyobb kockázat miatt.

1994-től az alapok részéről egyre inkább a részvényekbe való befektetés szándéka került előtérbe. Az első próbaképpen megalakuló részvényalap a Millenium II. elsősorban részvényekbe, illetve mivel a törvényi szabályozás lehetővé tette, kárpótlási jegyekbe fektette tőkéjének jelentős részét. Az alap tervei között szerepelt az árfolyam-emelkedési várakozások idején spekulációs céllal fellépni a részvény piacon, illetve az állami vagyonkezelő szervek által meghirdetett kárpótlási jegy-részvény cserékben résztvenni. Az állampapír alapok alapítása visszaesett ez évben, hiszen a tíz új alap közül öt részvényalaprak tekinthető, legalábbis a befektetett tőkéje felét tulajdoni jogokat megtestesítő papírokba kívánta

befektetni, a másik pedig az alaptőke visszafizetését biztonságban tudva a megszokott állampapírba. Ez évi újdonságként említhető több alap tekintetében az anyabankok által vállalt tőke-visszafizetés garancia, amit a kockázatosabb részvényportfólió miatt vállaltak. Ez azt jelenti, hogy az alap veszteségesse válásakor a letétkezelő a befektetési jegyek névértékét visszafizeti.

További újdonság volt a CA Növekedési Alap kezdeményezése, ami abban nyilvánult meg, hogy a CA a kezelési díj helyett úgynevezett „sikerdíjat” számolt fel, amely az éves hozam infláción felüli részének 20%-a.

A befektetési jegyek tehát gyorsan kedvelté váltak a magánszemélyek körében. Az alapok száma, és az általuk kezelt tőke nagysága évről-évre dinamikusan nőtt. A későbbiekben az adatsorok áttekintésére visszatérek.

A befektetési alapok működésének természetesen jogi keretet kellett adni. A rövid történeti áttekintés mindezt sugallja is. Az 1990-es évek elejének átalakuló pénzügyi intézményrendszerének szabályozásában az egyik fontos mérföldkő a befektetési alapok jogi háttérét megteremtő törvény, az 1991. évi LXIII. törvény a befektetési alapokról. A törvény 1992. január 1.-én lépett hatályba.

A törvény célja az volt, hogy megteremtse a feltételeit a befektetési alapok legfontosabb fajtáinak, az értékpapír- és ingatlanalapoknak a Magyar Köztársaság területén való létrehozásának, kezelésének és működtetésének. Meg kívánták határozni a működtetést biztosító, a felügyeletet ellátó szervezetek kereteit, hatásköreit, személyi és tárgyi feltételeit. Cél volt ez által egy olyan megtakarítási forma létrehozása, amely hatékonyan és az addigi formákkal versenyezve volt képes bevonnai a lakossági és egyéb szervezeti megtakarításokat a tőkepiacok vérkeringésébe. A szabályozás célkitűzése volt tehát a megtakarítók és a tőkét bevonnai kívánó gazdasági szereplők érdekeinek együttes kiszolgálása a gazdaság fejlődése érdekében.

A jogszabály meghatározta az alapokat létrehozó és kezelő szervezetek, az alapkezelők szervezeti kereteit. Rögzíti az alapok tőkegyűjtésére szolgáló értékpapírok kibocsátásának és forgalmazásának feltételeit. Meghatározásra kerültek a befektetési alapok fajtái, az ezekre vonatkozó befektetési elvek és korlátok. Kidolgoztak egy a befektetők védelmét célzó többszintű garanciarendszert.

A törvény módosítására 2004-ben sor került, de ez nem hozott lényegi változásokat, inkább csak a gyakorlat során megkívánt pontosításokat tartalmazta.

A befektetési alapokra vonatkozó szabályok átfogó újrafogalmazására pontosan a korábbi jogszabály hatályba lépésétől számított tíz év elteltével került sor. A 2001- évi CXX. törvény a tőkepiacról a tőkepiac eszközeinek és intézményeinek átfogó, egységes újraszabályozását jelentette. A törvény 2002. január 1.-én lépett hatályba.

Az egységes tőkepiaci szabályozásba illesztették a jogalkotók a befektetési alapok szabályozásának korszerűsítését is. Ezen a területen az az alapvetően új elem, hogy a korábbi instrumentumokon túl egyéb befektetési eszközökbe, mint származékos termékekbe is befektethetnek a továbbiakban az alapok. Létrejöhetnek olyan speciális alapok, amelyek eltérhetnek az általános befektetési szabályoktól. Ilyenek például az indexalapok, a befektetési alapokba fektető befektetési alapok. A jogszabály fontos előírásokat tartalmaz a befektetők tájékoztatásáról, védelméről. A törvény egyben biztosítja az Európai Unió szabályozásának átvételét.

Az eddigi áttekintés is érzékeltette, hogy az alapoknak több típusa alakult ki. A befektetési alapokat több szempont szerint is csoportosíthatjuk.

1. Az alapok csoportosíthatók a befektetők köre szerint.

Megkülönböztethetünk nyilvános és zártkörű alapokat. A nyilvános alapok befektetési jegyeit bármely befektető jegyezheti, vagy a működés alatt megvásárolhatja azokat. A zártkörű alapok esetén előre meghatározzák, hogy kik vásárolhatnak befektetési jegyet. Az alap indulásakor csak ezek a befektetők jegyezhetnek az alap befektetési jegyeiből, illetve a későbbiekben a jegyek csak ezen a körön belül forgalomképesek.

2. Csoportosítani lehet az alapokat jegyeik visszaválthatósága alapján.

Eszerint működnek nyíltvégű és zártvégű alapok.

Ez a csoportosítási szempont a befektetési jegyek forgalomba hozatalával és visszavásárlásával hozható összefüggésbe. A nyíltvégű alapok forgalomban levő befektetési jegyeinek száma, így az alap saját tőkéje változhat. Az alap nemcsak működésének megkezdésekor, hanem bármikor forgalomba hozhat befektetési jegyet. Amennyiben azonban a befektetők kívánják, köteles befektetési jegyeit visszavásárolni. A zártvégű alapok ezzel szemben csak létre jöttük idején hozhatják befektetési jegyeiket forgalomba, és a működésük lezárásáig nem kötelesek azokat visszavásárolni. A befektetők a piacon persze eladhatják papírjaikat, tehát a papír tulajdonosa változhat a futamidő alatt. Az alapkezelők rugalmasságuk miatt a nyíltvégű alapokat preferálják. A zártvégű alapok előnye az, hogy a piacon kitörő esetleges pánikban az alapnak nem kell befektetői felé helytállnia, ami a nyíltvégű alapoknál óhatatlanul oda vezet, hogy maguk is kénytelenek befektetéseiket részben

eladni. Ezért a zártvégű alapok stabilabban tervezhetik tartós befektetéseiket, a rövid távú piaci zavarok nem érintik lényegesen az alap tevékenységét.

3. A befektetés típusa alapján megkülönböztetünk értékpapíralapokat és ingatlanalapokat.

Azokat a befektetési alapokat, amelyek az összegyűjtött tőkét értékpapírokba fektetik, nevezzük értékpapíralapoknak, amelyek ingatlanokat vásárolnak, soroljuk az ingatlanalapok közé. Az értékpapíralapok az értékpapírok kamataiból, osztalékaiból, árfolyam emelkedéséből biztosítanak hozamokat befektetőiknek. Az ingatlanalapok az ingatlanok hasznosításával, azok értékének változásával tesznek szert hozamokra.

Az értékpapíralapok csoportosíthatók befektetési politikájuk szerint. A nemzetközi gyakorlat alapján a Befektetési Alapok Magyarországi Szövetsége (BAMOSZ) kidolgozta irányelveit. Eszerint létrehozhatók kötvény, részvény, vegyes és pénzüpiaci alapok. A magyar értékpapírokba, illetve részvényekbe fektető alapokat hazai alapoknak, a külföldi értéket vásárló alapokat nemzetközi alapoknak nevezzük.

A befektetések között legfeljebb 10%-ban részvényt tartó túlnyomóan állam- és vállalati kötvényeket tartó alapok a kötvényalapok. A tárcájukban (portfoliójukban) legalább 50% arányban részvénnel rendelkezők a részvényalapok. Az eddig be nem sorolt, tehát 10%-50% részvényeket, emellett kötvényeket tartó alapok a vegyes alapok. A pénzüpiaci alapok vagyonában legfeljebb féléves futamidejű állampapírok és bankbetétek szerepelnek. A nemzetközi alapok eszközei közt a külföldi befektetések folyamatosan meghaladják az 50%-os szintet.

A jelenleg hatályos magyar jogi szabályozás további speciális alapokat nevesít. Ezek nevében is szerepeltetni kell a specialitásukra utaló megjelölést. A szabályozás szerint ezek az alapok az általános korlátoktól eltérően fektethetnek bizonyos befektetési eszközökbe. Ilyen alapok a befektetési alapokba befektető befektetési alapok, a származtatott ügyletekbe befektető befektetési alapok, az indexkövető befektetési alapok.

A befektetési alapokba befektető befektetési alapok más befektetési alapok befektetési jegyeit szerezhetik meg, illetve más kollektív befektetési formák értékpapírjai kerülhetnek birtokukba.

A származtatott ügyletekbe befektető befektetési alapok az általános korlátoktól eltérően köthetnek határidős, opciós ügyleteket értékpapír-, deviza- vagy ártermékekre, köthetnek repo, vagy swap ügyleteket.

Az indexkövető befektetési alapok úgy alakítják ki portfoliójukat, hogy azok valamely index változását tükrözzék árfolyamváltozásukban. Az indexek olyan indexek lehetnek,

amelyeket legalább egy évig nyilvánosan meghirdetnek. Ezek közé sorolhatjuk a tőzsdeindexeket. [May 2003]

### **3.3. Az üzleti biztosítók**

A biztosítási tevékenység mintegy másfél évszázados múltra tekint vissza hazánkban. A második világháború után az állam a biztosítási tevékenységet is saját irányítása alá vonta, egy állami tulajdonú biztosító működött csak. A helyzet 1986-ban változott meg, mikor megalakult a második biztosító. A 90-es évek elején aztán rohamos fejlődésnek indult a biztosítási piac. Napjainkra számos biztosító működik a biztosítási piacon.

A mindennapokban számos kárveszély fenyegeti az embereket. Ezek egy része akár a puszta létezésből fakad. Ilyenek az életre, az egészségre veszélyt jelentő tényezők. Más kockázatok a természet erőire vezethetők vissza, mint a viharkárok, földrengések okozta károk, vagy a meleg, esetleg a fagy okozta károk. Vagyoni károk következhetnek be bűncselekmények, például lopás, rablás, betörés következtében. A káresemények tehát az emberek életét negatívan befolyásoló események. Az egyéni károk csökkentésére, hatásuk semlegesítésére az emberek már régi időkben veszélyközösségeket hoztak létre. A veszélyközösségekben azok vesznek részt, akiket hasonló kockázatok, káresemények fenyegetnek.

A modern gazdaságokban a biztosítók a kockázatkezelés, az öngondoskodás intézményei. A biztosítottak befizetéséből létrejövő tartalékaik révén a tőkepiacok fontos szereplői is egyben.

A biztosítási tevékenység lényege, hogy kellő számú, hasonló kockázatnak kitett szereplőt kell egy veszélyközösségben összefogni. A károk, kockázatok egy kellően nagy közösségben statisztikailag értékelhetővé válnak, a felmért tendenciák alapján a kockázatok megosztása, porlasztása lehetővé válik. A különböző típusú veszélyközösségek a különböző biztosítási ágak, ágazatok, eltérő biztosítási módozatok kialakulását eredményezték.

A piacgazdasági fejlődés, a biztosítási piac növekedése a 90-es évek közepére Magyarországon is megkívánta a törvényi szintű szabályozás kialakítását. A törvényi kereteket elsőként az 1995. évi XCVI. törvény a biztosítóintézetekről és a biztosítási tevékenységről jelentette. A jogszabályt aztán többször módosították, kiegészítették. A biztosítási piac fejlődése és az európai jogharmonizáció miatt 2003-ban új törvény került

elfogadásra. Ez a 2003. évi LX. törvény a biztosítókról és a biztosítási tevékenységről. Jelenleg ez a törvény rögzíti a biztosító, a biztosítási tevékenység fogalmát.

A biztosítási tevékenység szerződésen, jogszabályon, tagsági jogviszonyon alapuló kötelezettségvállalás. A tevékenység során a tevékenységet végző megszervezi a hasonló, vagy azonos kockázatoknak kitett személyek közösségét. Statisztikai eszközökkel felméri a biztosítható kockázatokat. A kockázatokat átvállalja. Ez alapján megállapítja és beszedi a kockázatvállalás ellenértékét. Tartalékokat képez. A kockázati ismérvek alapján két kockázati ágat kell elkülöníteni. Ezek az élet és nem életbiztosítási ágak. [Huszi 2003]

A biztosító az az intézmény, amely biztosítási vagy azzal közvetlenül összefüggő tevékenységre jogosult. Magyarországon biztosító részvénytársaságként, szövetkezetként, illetve egyesületként működhet. A biztosító részvénytársaság, biztosító szövetkezet bármely biztosítási tevékenységet végezhet. A biztosító szövetkezet tagja a közgyűlés döntése alapján pótbefizetésre kötelezhető. A biztosító egyesületet tagjai kölcsönösségi alapon hozzák létre. A biztosító egyesület hitel-, illetve kezesi biztosítási, valamint viszontbiztosításba vételi tevékenységet nem végezhet. A biztosító egyesület csak tagjai részére nyújthat szolgáltatás.

### **3.4. Az önkéntes kölcsönös kiegészítő biztosító pénztárak**

Az 1993. évi XCVI. törvény, mely az önkéntes kölcsönös biztosító pénztárakról szóló törvény (Öpt.), jelentette a nyugdíjreform első jelentős lépését. Az állampolgárok és munkáltatóik önkéntes befizetésein alapuló pénztárak alapítására 1994. óta van lehetőség. Ezek voltak az első olyan intézmények - az üzleti biztosítók által kínált nyugdíjbiztosítások mellett -, amelyek lehetőséget adtak az állampolgároknak a hosszú távú nyugdíjcélú megtakarításaik gyűjtésére, az időskori anyagi jólét önálló biztosítására. Emellett a törvény más, a társadalombiztosítás szolgáltatásait kiegészítő tevékenységekre létrejövő pénztártípusoknak is jogi alapot teremtett. [Ienvei-Nagy-Tatay 2001]

Az önkéntes kölcsönös biztosító pénztár, melyek típusai az önkéntes kiegészítő nyugdíjpénztár, az önkéntes kiegészítő egészségpénztár, az önkéntes kiegészítő önsegélyező pénztár, természetes személyek, pénztártagok által a függetlenség, kölcsönösség, a szolidaritás és az önkéntesség elve alapján létrehozott, társadalombiztosítási ellátásokat kiegészítő, pótló, illetve ezeket helyettesítő szolgáltatásokat, továbbá az egészség védelmét elősegítő ellátásokat, szolgáltatások szervező és finanszírozó társulást jelent. A pénztár



szolgáltatásait rendszeres tagdíjbefizetésekből, a befektetett vagyon hozamaiból, támogatói adományokból egyéni számlavezetés alapján szervezi, finanszírozza, illetve nyújtja. A pénztártevékenységhez kapcsolódó gazdálkodási és felelősségi szabályokat és jogosultságokat az Öpt. szabályozza.

A pénztárak kiegészítő jellegűek, mert olyan önkéntes kölcsönös biztosító pénztárak, amelyek a társadalombiztosítási ellátásokat kiegészítik, pótolják és tagjaik igénye szerint szervezik.

A taggá válás feltételeit, a tagok jogait és kötelezettségeit, a pénztár szolgáltatásait, önkormányzati működését és gazdálkodási rendjét a jogszabályok keretei között az alapszabály határozza meg. Ennek tartalma a pénztár alkalmazottaira, a munkáltatói tagjaira és a támogatókra nézve is kötelező érvényű.

A pénztár fedezetére, valamint a pénztárszervezet működtetésére a pénztártagok által vállalt kötelezettségként, rendszeresen fizetett pénzbeli hozzájárulás a tagdíj, amelyet a munkáltató meghatározott szabályok szerint, munkáltatói hozzájárulás jogcímen részben vagy egészben átvállalhat. A tagdíj, mely minden pénztártagra kötelező érvényű, legkisebb mértékét a pénztárak alapszabálya határozza meg.

A pénztártagok rendszeresen, egységesen vagy azonos elv alapján megállapított tagdíjat fizetnek a pénztárnak.

A pénztár gazdálkodása és üzemvitele az egyéni számlán alapul, amelyet a pénztár a pénztártagok részére vezet. A pénztár gazdálkodása során az egyéni számla tartalmazza a pénztártagok rendszeresen fizetett tagdíjának, a munkáltatói tag hozzájárulásának, a befektetett vagyon hozamainak valamint a pénztárnak juttatott adományoknak azt a részét, amelyet a pénztár tagjai számára éves pénzügyi terv alapján a szolgáltatások fedezeteként jóváír, illetve a tagnak a pénztárral szembeni követeléseként az alapszabályban rögzítettek szerint elismer. A pénztár szolgáltatásait az egyéni számlák megterhelésével, az alapszabályban rögzített tevékenységi rendhez igazodó szolgáltatási számlákról teljesíti.

A pénztár által szervezett és nyújtott szolgáltatásokra a pénztár alapszabályában meghatározott módon kizárólag a pénztártagok, illetve a pénztártag jogán a hozzátartozók, kedvezményezettek jogosultak.

A pénztárak kiegészítő vállalkozási tevékenységet folytathatnak, azaz a pénztár szervezetében olyan gazdálkodási tevékenységet végezhetnek, amelyet az alaptevékenységként megjelölt szolgáltatások szervezéséhez és nyújtásához kapcsolódóan,

arra visszahatóan, a pénztár szolgáltatási kötelezettségén felül, ellenszolgáltatás fejében nyújtanak

Az önkéntes pénztárak működési elve, hogy a pénztárra vonatkozó alapvető döntések meghozatalára kizárólag a pénztártagok jogosultak, és azonos jogokkal rendelkeznek.

A pénztár zárt gazdálkodási elven működik. Gazdálkodása kizárólag csak az alapszabályban meghatározott szolgáltatások szervezésére és teljesítésére irányulhat. Gazdálkodásához alapokat képez, és egyéni számlát vezet tagjai részére. Szolgáltatásainak igénybevételére kizárólag a pénztártagok és kedvezményezettek jogosultak. Gazdálkodása során kizárólag az alapszabály felhatalmazása alapján, a jogszabályi előírások keretei között a pénztárvagyon erejéig vállalhat más jogi, illetve természetes személyekkel szemben kötelezettséget. Szolgáltatásait rendszeres tagdíjbefizetésekből és egyéb bevételekből, a pénztártípusok sajátosságainak figyelembevételével, a közgyűlés által elfogadott pénzügyi terv alapján szervezi, finanszírozza és teljesíti.

A kölcsönösség elvén a pénztártagok közösen teremtik meg a szolgáltatások fedezetét. A szolgáltatásokra jogosultakat az igénybevétel szempontjából azonos jogok illetik meg. Minden pénztártag egyben tulajdonosa is a pénztárnak.

Az önkéntesség elve azt jelenti, hogy természetes személyek szabad akaratukból létrehozhatnak pénztárakat, és az alapszabály rendelkezései szerint csatlakozhatnak, illetve kiléphetnek. A függetlenség elvén a pénztárak önálló jogi személyként a jogszabályok keretei között szabadon alakítják ki szolgáltatási körüket és üzletpolitikájukat. A pénztár szolidaritási elven működik a pénztártagok egységes elvek alapján megállapított tagdíjat fizetnek, mely független egyéni kockázatuk mértékétől. A működés non-profit (nem haszonelvű), a pénztár gazdálkodásának eredményét csak az alaptevékenység érdekében használhatja fel, osztalékként és részesedésként nem fizetheti ki.

A szolgáltatási körtől függően a pénztárak nyugdíjpénztárak, egészségpénztárak és önszegélyező pénztárak lehetnek. [Hajdu-Tatay 2006]

### **3.5. A magányugdíjpénztárak**

A XX. század második felében végbemenő demográfiai változások sok országban a nyugdíjrendszerek megváltoztatását kényszerítették ki, illetve kényszerítik ki. Magyarországon a foglalkoztatási struktúra is jelentősen átalakult az 1990-es évek elején, ami

jelentős hatást gyakorolt a nyugdíjrendszerre, és szükségessé tette az átalakítást. Magyarországon a piacgazdasági átmenet első szakaszában (1989 és 1993 között) részen külső, részben belső okok hatására a GDP körülbelül 20%-al csökkent. A bejelentett foglalkoztatottak száma még inkább csökkent (körülbelül 30%-al). A teljes foglalkoztatással jellemezhető periódust a - teljes foglalkoztatottságra viszonyítva - nagymértékű munkanélküliséggel (10%), a korai nyugdíjba vonulással (körülbelül 10%) és az informális gazdaság (körülbelül 10%) megjelenésével leírható időszak váltotta fel. A reálkeresetek az átmeneti időszak túlnyomó részében jelentősen csökkentek, a formális foglalkoztatottság alacsony maradt, 2000-re a keresetek és a nyugdíjak reálértéke még nem érte el az 1989-es szintet.

A szocialista rendszer örökségeként 1990-ben majdnem minden idős állampolgár viszonylag elfogadható nyugdíjat kapott: az országos átlagban az átlagkereset kétharmadát. Sajnos ez a helyettesítési arány jelentősen romlott. A gyorsan csökkenő foglalkoztatás és a széles körű korai nyugdíjazások miatt a nyugdíjasok aránya az alkalmazottakhoz képest 46,1%-ról (1990) 74,8%-ra (1995) nőtt.

Az Országgyűlés 1997.-ben fogadott el új, a nyugdíjrendszert szabályozó törvényeket. Az akkor elindított nyugdíjreform lényegesen befolyásolta a magyar társadalom és gazdaság helyzetét. Az egyéneket elkerülhetetlen választás elé állította: mindenkinek el kellett döntenie, hogy választja-e a vegyes finanszírozású nyugdíjrendszert, vagy kizárólag a társadalombiztosítási nyugdíjellátás szolgáltatásait veszi igénybe.

A nyugdíjrendszerben a változtatások több lépcsőben következtek be. Az 1990-es évek elején önállósodott és elkülönült az egészségbiztosítási- és a nyugdíjalap. Megjelentek az üzleti biztosítók hosszú távú megtakarításokat segítő konstrukciói. 1994-től lehetőség nyílt az önkéntes nyugdíjpénztárak alakítására, az ezekben való önkéntes, nyugdíj célú takarékoskodásra.

1998. január 1-én a felosztó-kirovó társadalombiztosítási rendszer vegyes rendszerre alakult, amely kötelező az 1998. június 30-a után munkába állók számára, és választható másoknak. Az addig érvényes tb-nyugdíj körülbelül egynegyedét (8/31-ed részét) egy magánnyugdíj pillér váltotta fel, amely tőkefedezeti (-várományos) elven működik.

A magánnyugdíjpénztárakat természetes személyek hozhatják létre. A pénztár vagyona a pénztártagok vagyona. A pénztárak létrehozásában és működtetésében szerepet játszhatnak munkáltatók, bankok, biztosítók. A magánnyugdíjpénztárak egyik legfontosabb sajátossága, hogy az egyes tagok befizetéseit elkülönítve tartják nyilván, a pénztárban

valamennyi pénztártag egyéni, naprakész számlával rendelkezik. Az egyéni számlán felhalmozott járulék plusz hozamok fogják biztosítani a majdani nyugdíjszolgáltatás fedezetét. A magánpénztári rendszer alapelve, hogy nem csoportosít át generációk és tagok között, hanem csak egyfajta halasztott fogyasztást eredményez.

A magánnyugdíjpénztári tagdíj kötelezően fizetendő a tagok bérjellegű jövedelme után. Mértékét jogszabály állapítja meg.

A magánnyugdíjpénztárakba fizetett tagdíj a járulékfizető saját tulajdona marad, így örökölhető. Az egyéni számlán felgyűlt tőke és hozam mindenekelőtt akkor örökölhető, ha a pénztártag még a pénztár szolgáltatásainak igénybevétele előtt hal meg. A szolgáltatás megkezdése után is örökölhető a még ki nem fizetett tőkerész, de ez már azon is múlik, hogy a pénztártag milyen nyugdíjszolgáltatási konstrukciót választ magának nyugdíjba vonulásakor.

A magánnyugdíjpénztárakba a tagok tagdíj formájában fizetik be a járulékot, amelyet egyéni számlájukon nyilvántartanak. Ily módon a tőkeképződés teljes mértékben követhető, mindenki tájékozódhat affelől, hogy mekkora összeget sikerült már felhalmoznia nyugdíjba vonulásakor megállapítandó életjáradéka alapjául. A magánpénztárak a törvényi előírásokat betartva évente egyszer írásos formában is beszámolnak a tagoknak számlájuk egyenlegéről, a befolyt tagdíjakról, a befektetések hozamairól és a pénztáraknak a tagdíjból felhasznált működési költség részéről is. [Lendvai-Nagy-Tatay 2001]

Mivel a pénztárak az összegyűjtött tőkét eltérő módon fektetik be, a hozamot illetően természetesen különbségek keletkeznek. A törvény - annak elkerülése végett, hogy a tag az általa eredetileg választott és később gyenge hozamot felmutató pénztárból kényszerüljön alacsonyabb nyugdíjat kapni - lehetővé teszi az egyik pénztárból a másikba történő átlépést.

### **3.6 A tőzsde és a befektetési szolgáltatók**

A tőzsde a legmagasabb szervezettségű piac, amelyen az oda bevezetett termékek koncentrált kereskedelme folyik. Sok vevő és eladó kereslete illetve kínálata jelentkezik a tőzsdei ügyletkötésben. Homogén, felcserélhető árukkal kereskednek a tőzsdén, így nagy tételben folyhat az adásvétel. A tőzsdén az ügyletek szabványosítottak, a kereskedés szabályai mindenki számára megismerhetőek. Az információk minden ügyletkötő számára elérhetőek. Bár a tőzsde kereskedésében csak az erre felhatalmazott ügyletkötők vehetnek közvetlenül részt, de a nekik adott megbízásokon keresztül a tőzsdén való kereskedelem mindenki

számára elérhető. A tőzsdei garancia rendszerek számos kockázat kiküszöbölésére lehetőséget biztosítanak.

A tőzsdék sem kerültek el azokat a változásokat, amelyek az utóbbi évtizedekben a pénzügyi piacok többi intézményeit is érintették. A lényeg azonban nem változott. A tőzsdék koncentrált piacok, információs központok, szabályozott kereskedést biztosító piacterek.

Napjainkban a tőzsdéken forgalmazott termékek az értékpapírok, a származékos értékpapír termékek, a származékos pénzügyi termékek, a származékos áru termékek.

Magyarországon a tervgazdasági időszak alatt a tőzsdei működés is szünetelt. A tőzsde csírái az értékpapír forgalom megindulásával jelentek meg ismét az 1980-as évek végén.

A 80-as években először megjelenő értékpapírok a kötvények voltak. A kötvénypiac különböző hatásai közül a legkedvezőbb a másodlagos piac kiépítése és a Budapesti Értéktőzsde (BÉT) létrehozása volt. A kötvénypiacon aktív huszonkét bank és szakosított pénzügyi intézmény 1987. decemberében aláírta az Értékpapír Kereskedelmi Megállapodást. A Megállapodás egyrészt szabályokká szilárdította a már alkalmazott kötvény-adásvételi gyakorlatot, másrészt elindította azt a folyamatot, amely végül a Budapesti Értéktőzsde megalapításához vezetett. Az első tőzsdészerű kereskedelemre 1988. januárjában került sor. Kezdetben hetente egyszer kereskedtek, majd ezen kereskedés napjainak száma fokozatosan nőtt.

A jogi keretek hiányában azonban a központi piac, az Értékpapír Kereskedelmi Megállapodásban rögzített néhány szabálytól eltekintve, alapvetően szabályozatlan volt. Hiányzott a befektetők érdekeit védő állami felügyelet, sem a nyilvános kibocsátások követelményei, sem az ügyletek elszámolására és teljesítésére vonatkozó szabályok nem fogalmazódtak meg.

A nyolcvanas évek végén a részvénytőzsde kialakulásának jogi feltételei is megteremtődtek. A részvények kínálatát a modern részvénytársasági szabályozást is tartalmazó 1988. évi VI. törvény (Társasági Törvény), míg keresletét a külföldiek magyarországi befektetéseit szabályozó és garantáló 1988. évi XXIV. törvény megszületése ösztönözte. Az egyes értékpapírok nyilvános kibocsátásáról és forgalmazásáról, valamint az értékpapírtőzsdéről szóló 1990. évi VI. törvény az állami szintű jogi szabályozás létrehozása mellett meghatározta a magyarországi értékpapírtőzsdék működésének jogi kereteit is.

Nem sokkal a törvény elfogadása után, 1990. június 19-én negyvenegy bank, pénzügyi intézmény és értékpapír-forgalmazó, valamint a Magyar Nemzeti Bank megalapította a Budapesti Értéktőzsdét.

A Budapesti Értéktőzsde létrehozásakor az alapítók által megfogalmazottak szerint a BÉT működésének célja, hogy elősegítse a tőke hatékony áramlását, a valóságos privatizálás végrehajtását, a magyar értékpapírpiacon egységesülését, felzárkózást a nemzetközi tőkepiaci folyamatokhoz, a befektetői bizalom kialakulását és megerősödését, a befektetői vagyonok objektívebb értékelését, valamint a nyilvános és ellenőrzött piaci mechanizmusok kialakulását. [Rotyis 2001]

A BÉT nyitása után a részvénykereskedelem nem alakult a várt módon. A bizonytalan gazdasági környezet, a recesszió rányomta bélyegét az árfolyamokra. Ez a stagnálás ugyan oldódott a lengyel részvénypiac sikere láttán. A tőzsdén a 90-es évek elején jelentek meg nagy tömegben az állampapírok, összefüggésben azzal, hogy az addigi gyakorlattal szakítva az állam nem bankhitel formájában vett fel kölcsönöket, hanem állampapírok kibocsátásával szerzett forrásokat. Az 1992-től megjelenő befektetési alapok befektetési jegyei szintén tőzsdére kerültek. Magyar sajátosságként a parketten forgott a kárpótlási jegy.

1995 után a BÉT a privatizáció tere lett a nagyobb cégek esetén. Az áramszolgáltatók, a MOL, az OTP állami tulajdonrészei kerültek például a tőzsdén keresztül értékesítésre. 1997 elején az értékpapír forgalmazás és a tőzsdei működés törvényi szabályozása változott, hatályba lépett az 1996. évi CXI. törvény az értékpapírok forgalomba hozataláról, a befektetési szolgáltatásokról és az értékpapír-tőzsdéről.

Az 1990-es évek végén a világgazdaságban megjelenő válságok a BÉT árfolyamait is megtépázták. A szabályozásban újabb törvényi szintű módosulás következett 2001-ben. A 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról átfogóan szabályozta az értékpapírpiacon, a befektetési alapok és a tőzsde működését, a befektetési szolgáltatók tevékenységét.

A 2001. szeptemberi események után a BÉT ismét emelkedésnek indult. A BÉT szervezete alakult aztán át. A bécsi tőzsde a BÉT meghatározó tulajdonosává vált. 2005-ben a BÉT részvénytársasággá alakult. Ezt követően egyesült a Budapesti Árutőzsdével.

A tőzsdéhez kapcsolódóan kívánom tárgyalni a befektetési szolgáltatók tevékenységét. Ennek oka az, hogy ezek a szervezetek a tőzsdei kereskedésen keresztül, vagy annak bekapcsolása nélkül a megtakarítók és kölcsönvevők közti közvetlen kapcsolat megteremtésében játszanak szerepet.

A befektetési szolgáltatók tevékenységének törvényi háttérét a 2001. évi CXX. törvény adja.

A jogszabály szerint befektetési szolgáltatási tevékenység az alábbi tevékenységek üzletszerű folytatása forintban, illetőleg valutában, devizában egy vagy több befektetési eszközre:

- a) bizományosi tevékenység;
- b) kereskedelmi tevékenység;
- c) egyéni portfóliók egyedi kezelése a befektető által adott megbízás alapján (portfólió kezelés);
- d) jegyzési garanciavállalás;
- e) ügynöki tevékenység;
- f) az értékpapír forgalomba hozatalának szervezése és az ehhez kapcsolódó szolgáltatás.

Kiegészítő befektetési szolgáltatási tevékenység a következő tevékenységek üzletszerű folytatása:

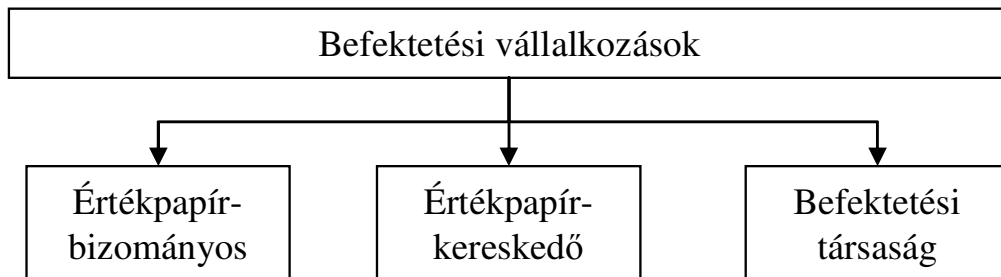
- a) értékpapírok letéti őrzése és az azzal kapcsolatos nyilvántartások vezetése;
- b) értékpapír letétkezelés;
- c) befektetési hitel nyújtása a befektetőknek;
- d) tanácsadás társaságoknak tőkeszerkezettel, üzleti stratégiával összefüggő kérdésekben, és szolgáltatás vállalati fúziók és befolyásszerzés esetében;
- e) nyilvános vételi ajánlat útján részvénytársaságokban történő befolyásszerzés szervezése és az ehhez kapcsolódó szolgáltatás;
- f) befektetési tanácsadás;
- g) ügyfélszámla-vezetés;
- h) értékpapírszámla vezetés;

A törvény szerinti befektetési eszközök:

- a) átruházható értékpapírok;
- b) pénzüpiaci eszközök;
- c) értékpapírra, devizára, indexre, illetőleg ezek származtatott termékeire vonatkozó határidős ügyletek, ideértve az ezekkel egyenértékű készpénz-elszámolású eszközöket;
- d) határidős kamatlábügyletek;
- e) kamat-, deviza- és tőkecsere ügyletek;
- f) vételi és eladási opciók értékpapírra, devizára, indexre és kamatlábra, illetve ezek származtatott termékeire, ideértve az ezekkel egyenértékű készpénz-elszámolású eszközöket;
- g) üvegházhatású gázkibocsátási egységekre és légszennyező anyag kibocsátási jogokra vonatkozó opciók, határidős és egyéb származtatott ügyletek, amelyek teljesítése készpénzes elszámolással történik és kereskedése szabályozott piacon zajlik, illetve amely ügyletek elszámolását elfogadott elszámoló ház végzi folyamatos biztosítékadási kötelezettség mellett.

A befektetési és kiegészítő befektetési szolgáltatások végzésére a befektetési vállalkozások jogosultak. Az egyes szolgáltatásokra való jogosultság szerint a jogszabály megkülönbözteti a befektetési vállalkozásokon belül az értékpapír-bizományost, az értékpapír-kereskedőt és az értékpapír-befektetési társaságot. [May 2003]

A befektetési vállalkozás a befektetési szolgáltatások közül az a) pontjában meghatározott tevékenység folytatására köteles. Az értékpapír-bizományos a befektetési szolgáltatások a), e) és f) pontjában meghatározott tevékenységet, valamint a kiegészítő befektetési szolgáltatások a)-b), d) és f)-h) pontjában meghatározott tevékenységet folytathat. Értékpapír-kereskedő a befektetési szolgáltatások a)-c), e) és f) pontjában meghatározott tevékenységet, valamint a kiegészítő befektetési szolgáltatások a), b) és d)-h) pontjában meghatározott tevékenységet folytathat. Befektetési társaság az a befektetési vállalkozás, amely engedéllyel rendelkezik a befektetési szolgáltatások d) pontjában, illetve a kiegészítő befektetési szolgáltatások c) pontjában meghatározott tevékenységek folytatására.



4. ábra  
A befektetési vállalkozások köre

Forrás: Saját szerkesztés



## 4. Megtakarítási instrumentumok

A 2. fejezetben már említettem a megtakarítási formák számbavételét. Az intézményi rendszer áttekintése után szükségesnek vélem az egyes megtakarítási instrumentumok fogalmának kibontását, hogy a statisztikai adatok mögött álló tartalomvilágosan értelmezhető legyen. Természetes, hogy bizonyos instrumentumok ebben a fejezetben csak rövid ismertetést nyernek, hiszen a mögöttük álló intézmények bemutatása egyben egyes instrumentumoknak a bemutatását is jelentette.

### 4.1. Az értékpapír piac befektetési formái, általános jellemzői

Értékpapír fogalma:

Az értékpapírok fogalmának meghatározása napjainkban két szempont - jogi és közgazdasági - szerint történik.

Jogi megközelítés

A jogi értelmezés szerint az értékpapír, a törvény által a kibocsátás helyének joga szerint átruházható értékpapírnak minősülő befektetési eszköz. A jogi szabályozás alappillére, hogy valamilyen vagyoni jogra szóló, forgalomképes okiratot ért alatta.

Közgazdasági értelmezés

A közgazdasági megközelítés szerint az értékpapír jogszabályban meghatározott módon és alakszerűséggel, sorozatban kibocsátott okirat, amely a kibocsátója és birtokosa közötti jogviszonyból eredő jogokat és kötelezettségeket átruházhatóan testesíti meg. E jogviszonyból a várakozások szerint az értékpapír-vásárlók jelenbeni pénzükért jövőbeni pénzt, azaz az értékpapír által pénzügéretet kapnak. Ezért szokás az értékpapírokat jövőbeni pénznek nevezni.

Értékpapírok csoportosítása:

Az értékpapíroknak számtalan fajtája, változata alakult ki az évszázadok folyamán, ezért számos szempont alapján tudjuk őket csoportosítani. A csoportosítási lehetőségek közül a leglényegesebb elv az értékpapír tartalmát kifejező jogviszony. Ez alapján:

- Hitelviszonyt megtestesítő
- Tulajdoni viszonyt megtestesítő, valamint
- Árujogviszonyt megtestesítő értékpapírról beszélhetünk.

Hitelviszonyt megtestesítő értékpapír:

Minden olyan értékpapír, amelyben a kibocsátó meghatározott pénzösszegnek a rendelkezésre bocsátását elismerve arra kötelezi magát, hogy a pénz összegét, valamint kamatozó értékpapír esetén annak meghatározott módon számított kamatát vagy egyéb hozamát, illetőleg az általa vállalt egyéb szolgáltatásokat az értékpapír birtokosának a megjelölt időben és módon megfizeti, illetve teljesíti.

Típusait tekintve az alábbi hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat különböztetjük meg:

- Kötvény
- Állampapír
- Hitelintézeti értékpapír
- Jelzáloglevél

A kötvény a gazdaság egyik klasszikus pénzügyi eszköze, amely a rendelkezésre álló jövedelmek hatékonyabb felhasználását segíti elő, a szabad pénzforgalom ideiglenes átcsoportosításával. A kötvény forgalomképes, azaz átruházható okirat. Az átruházhatóság szempontjából névre és bemutatóra szólót különböztetünk meg.

A közgazdasági tartalmát tekintve egyik szemszögből megtakarításnak, másiktól hitelnek minősül. Jogi formáját tekintve azonban kölcsön. E hitelviszonyban a kibocsátó az adós, a vásárló pedig a hitelező. A törlesztésnek több módja lehetséges, azonban hazánkban kétféle konstrukció alakult ki:

- a lejáratkor egy összegben történő kifizetés, illetve
- 1-5 éves türelmi idő után egyenlő, vagy évenként változó nagyságrendű részösszegben való törlesztés.

A kötvény általános értelemben közép vagy hosszú lejáratú, azaz lejárat legalább egy év. Lejárat ideje általában a kibocsátástól számított 3-25 év között ingadozik, a leggyakoribb futamidő 8-10-15 év, ritkábban 20 év, azonban ez országonként változik. Hazánkban a hatályos szabályozás nem ragaszkodik a hosszú lejáratúhoz, tehát nem rögzíti a minimális futamidőt, így akár egy évnél rövidebb futamidejű kötvények is kibocsátásra kerülhetnek.

A kötvények kibocsátása:

Magyarországon kibocsátásra jogosult szervezetek:

- Állam
- Központi költségvetési szervek
- Önkormányzatok
- Hitelintézetek

- Jogi személyiséggel rendelkező gazdálkodó szervezetek

A szabályozás megkülönbözteti a nyilvános és a zártkörű kibocsátást. A zártkörű forgalomba hozatal az értékpapír egyedileg előre meghatározott befektetők részére történő kibocsátása a befektetőknek az értékpapír átvételére vonatkozó előzetes szándéknyilatkozata alapján. Ezen papírokat névre szólóan jegyzik le.

A nyilvános kibocsátás szigorúbb feltételekkel rendelkezik. Nyilvános kibocsátásról akkor beszélünk, ha a befektetők köre előre nem ismert, a kibocsátó a nagyközönséghez hirdetés útján fordul, s jegyzés során írja össze vásárlási igényüket.

A kötvény klasszikusan kamatozó értékpapír, a kamat mértékét a kibocsátó számos körülmény figyelembe vételével határozza meg. A fix kamatozású kötvényeknél a kamatláb a futamidő alatt változatlan marad. Ezekre a kötvényekre évente egyszer, némelyiknél kétszer fizetik a kamatot kamatszelvény ellenében.

A nemzetközi értékpapírpiacra egyre inkább elterjedtek az ún. lebegő rátájú, illetve változó kamatozású kötvények. Ezen kötvények esetében a kamat két részből tevődik össze: egy előre megállapított mértékű rögzített kamatból és egy kisebb mértékű mozgó vagy más néven lebegő kamatból. A mozgó kamat a kötvénytulajdonos kockázata.

Léteznek kamatos kamatozású kötvények is, amelyek az előzőektől abban térnek el, hogy nem évente fizet kamatot, hanem a lejáratú végén. Az alapösszeg a kamatos kamatszámítással nyert kamatokkal együtt egy összegben kerül kifizetésre.

Ezek mellett újabb és újabb konstrukciók jönnek létre, amelyek a kibocsátók számára is több lehetőséget biztosítanak

Állampapír:

A fejlett pénzüccal rendelkező országokban az állam többnyire az állampapírpiacról szerzi meg a mindennapos működéshez és a deficit finanszírozásához szükséges pénz jelentős részét. Ennek érdekében rövid-, közép-, és hosszú lejáratú értékpapírokat kínál megvételre. Adóskockázati szempontból a legbiztonságosabb, a legalacsonyabb kockázati szintet képviselő értékpapíroknak minősülnek.

A magyar állampapírok nyilvános forgalomba hozatala döntően aukció és kis részben kisbefektetőknek történő jegyzés és folyamatos értékesítés útján történik.

Az állampapírok megkülönböztetése alapvetően a lejáratuk szerint történik. Így a két fő csoportot az államkötvények és a kincstárjegyek képezik, amelyek mellett a kisbefektetőknek szánt Kamatozó Kincstárjegy és Kincstári Takarékjegy súlya a finanszírozásban viszonylag kisebb jelentőségű.

#### Kincstárjegy:

A magyar törvényi szabályozás értelmében az egy évnél nem hosszabb futamidejű állampapírokat kincstárjegyeknek nevezzük. A hazai gyakorlatban jellemzően 1, 3, 6 és 9 hónap futamidejű kincstárjegyeket bocsátanak ki. Biztonságos és likvid befektetésnek minősül. A likviditás a rövid lejáratból, a biztonság pedig az állami garanciából következik.

#### Kamatozó Kincstárjegy:

Ugyan a lakosságnak szánt állampapír csoportjába tartozik, de a belföldi jogi személyek és gazdálkodó szervezetek között is szabadon átruházható. Valódi értékpapírformával nem rendelkező követelés csak értékpapírszámlán tartható nyilván.

Jegyzés útján értékesítik, és kamatát a törlesztéssel együtt az éves futamidő végén fizetik ki.

#### Kincstári Takarékjegy:

A kifejezetten lakosságnak szánt jegy a legszélesebb értékesítési hálózattal rendelkezik. Folyamatos értékesítéssel kerülnek forgalomba. Ennek köszönhetően a befektetők igényeik alapján az értékesítés megszüntetéséig bármikor hozzájuthatnak az állampapírhoz. A kamatozás mértéke lépcsősen emelkedik a befektetői vásárlástól az eltelt teljes hónapok után.

#### Diszkontkincstárjegy:

E kincstárjegy után nem fizetnek kamatot, hanem a névértéknél alacsonyabb, diszkont áron kerülnek forgalomba, lejáratkor pedig a névértéket fizetik vissza. A diszkont összeg, azaz a névérték és a vételár közötti különbség a haszna a befektetőnek.

Jelenleg 3, 6 és 12 hónapos hátralévő futamidővel kerülnek elsődleges piaci értékesítésre, de az aktív másodpiaci forgalomból eredően egy éven belül lényegében bármilyen hátralévő futamidővel megvásárolható. A diszkontkincstárjegyekhez nyilvános kibocsátás keretében, aukción lehet hozzájutni. Az aukción az elsődleges forgalmazóknak adott megbízás révén, míg a másodpiacon az elsődleges forgalmazók és a Magyar Államkincstár fiókjain keresztül lehet hozzájutni. Az egyes aukciókon a jegyekből értékesítendő mennyiséget a finanszírozási terv alapján határozzák meg.

A diszkontkincstárjegyeket a fizetési határidő napján bevezetik a Budapesti Értéktőzsdére.

#### Államkötvény:

Az államkötvény az állam egy évnél hosszabb lejáratú adósságát megtestesítő állampapír. Jelenleg 2 és 10 év közötti futamidővel kerülnek értékesítésre. A finanszírozásban betöltött szerepük a befektetési bizalom növekedésével egyre jelentősebbé válik, és ez által az államadósság lejárat szerkezete javul, a finanszírozási biztonság nő.

A fix kamatozású államkötvények esetében a kibocsátáskor meghirdetett, rögzített kamatot fizetik a futamidő során. Ezzel szemben a változó kamatozású kötvényeknél csak a kamat-megállapítás módja és ideje rögzített. Az állampapírpiacra mindezek ellenére a fix kamatozású formák a jellemzőek. Ha a kamatfizetési gyakoriságot nézzük, akkor a 2, 3 és 5 éves papírok félévente fizetnek kamatot, míg a 7 éves papírok csak évente.

Nyilvános és zártkörű kibocsátás során értékesített államkötvényekről is beszélhetünk. A nyilvános kibocsátások dominanciája jellemző. Ezek keretében ugyanis döntő részben a költségvetés folyó hiányát finanszírozó papírok kerülnek értékesítésre. Míg a zárt körben forgalomba hozott államkötvény kibocsátása különleges célt szolgál, és az értékesítés célja meg is határozza az adott állampapír befektetőinek körét. Értékesítése aukción és aukciót követő jegyzésen történik. Az aukción az elsődleges forgalmazók közvetlenül a befektetők pedig nekik adott megbízás révén juthatnak hozzá. A pénzügyi teljesítés, illetve jóváírás napján bevezetik a BÉT-re.

Hitelintézeti értékpapírok:

Magyarországon egyetlen típusuk létezik, a letéti jegy, amely a legújabb szabályozás szerint már éven belüli lejáratra is kibocsátható. A bankbetétekhez leginkább ezen értékpapírok hasonlítanak, azonban különbözőségek is felmerülnek: standard címletekben kerülnek kibocsátásra, forgathatók és általában nagyobb a nem-fizetés kockázata.

Részesedést biztosító értékpapírok:

Az olyan értékpapírok, amelyeknek kibocsátója meghatározott pénzösszeg, illetve pénzben meghatározott nem pénzbeli vagyoni érték tulajdonában, vagy használatába vételét elismerve arra kötelezi magát, hogy az értékpapír tulajdonosnak meghatározott vagyoni és egyéb jogokat biztosít.

A részesedési jogokat biztosító papírok sajátosságai, hogy a kibocsátónak általában nem adható vissza. A tulajdonos csak a másodlagos értékpapírpiacra tudja értékesíteni. A társasággal szemben a tulajdonosnak csak egy kötelezettsége van: a névérték befizetése, a névérték pedig a jegyzett tőkéhez való hozzájárulás mértékét mutatja.

Ezen értékpapírok alaptípusának tekinthető a részvény, és a befektetési jegy is.

Részvény:

A részvény egyszerre testesíti meg az alaptőke részét (a tag hozzájárulását), a részvényes jogait és kötelezettségeit (tagságjogot) és a forgalomra szánt értékpapírt.

A részvény, a részvénytársaság alapításakor vagy alaptőkékjük emelésekor kibocsátott értékpapír, amely a vállalat jegyzett tőkéjének meghatározott hányadát adja. A tulajdonos ezen értékpapír megvásárlásával a pénzt véglegesen a vállalat rendelkezésére bocsátja. A részvényes ugyan bármikor eladhatja részvényeit egy másik befektetőnek, de ez nem veszélyezteti a társaság működését. A részvény tehát felmondhatatlan, de a legnagyobb forgalomképességgel felruházott befektetés.

A részvényben foglalt jogok:

A részvény értékpapír voltából következik, hogy csak olyan jogokat testesít meg, amely a papírba van foglalva. A részvényest értékpapírja révén vagyoni és tagsági jogok, valamint kisebbségi jogok illetik meg.

Vagyoni jogok:

- a részvénytársaság nyereségéből való részesedési jog, vagy más néven osztalékra való jog
- likvidációs árbevételre való jog és az
- un. elővételi jog

A részvénytársaság fennállása alatt minden részvényes jogosult a vállalkozás éves tiszta nyereségének egy bizonyos hányadára, az osztalékra. Az osztalék nagyságát a közgyűlés állapítja meg évente, mégpedig címletenként abszolút összegben. Az osztalék összegének névértékben kifejezett hányadát az éves mérlegjelentés adataival együtt teszik közzé.

A részvénytársaságok felszámolásakor a tartozások kifizetése utáni vagyon az un. likvidációs árbevétel a részvények arányában a részvényeseket illeti meg.

Az elővételi jog alapján a részvényes előre meghatározott feltételek mellett elsőbbséget élvez az újabb részvények, részesedési jegyek, haszonélvezeti jegyek vásárlásánál. E jogot a közgyűlési határozat korlátozhatja.

Tagsági jogok:

A tagsági jogok alapján a részvényest megilletik a három, un. alapjog mellett a mellékjogok és a kisebbségi jogok is. A három alapjog: jogosult a részvénytársaság fő döntéshozó szervén, a közgyűlésen részt venni, ahol részvényei arányában választói és szavazati jog illeti meg; továbbá ellenőrzési joggal élhet a társaság tevékenységét illetően, illetve óvási, megtámadási joggal élhet a közgyűlés határozataival kapcsolatban.

A mellékjogok közé tartozhat a részvénykönyvbe való bejegyzésnek joga, a részvényokirat kiállításának joga, az alaptőke felemelése ellen való tiltakozás joga stb.

A kisebbségi jogok főként a kisorvényesek érdekeit védik, az alaptőke egytizedét képviselő részvényeseket illetik meg. Ide tartozik a megvizsgáló jog, a közgyűlés összehívására vonatkozó jog, a közgyűlés napirendjének meghatározására való jog. Jellemző, hogy egy társaság kisorvényesei érdekeik képviselővel egy pénzügyintézetet bíznak meg.

A részvény sajátosságai:

Hazánkban a Gazdasági társaságról szóló törvény, azon belül is a Részvénytársaságról szóló fejezet szabályozza a részvényt, mint értékpapírt. Részletesen szabályozza a részvény előállítását, amelynek értelmében nyomdai úton és dematerializált formában is létrehozható. Van lehetőség a nyomdai úton előállított részvényt dematerializálttá tenni, de fordítva nincs rá mód. A részvényeknek mindemellett szigorú formai szabályoknak kell megfelelni. A részvénykibocsátás, illetve tőkeemelés történhet nyilvános vagy zárt úton. A nyilvános kibocsátásra, az értékpapírokra vonatkozó szabályok az irányadók. Nem kell kötelezően forgalmazót igénybe venni, mint a kötvényeknél, de a tőzsdére való bevezetésre már igen.

A zártkörű kibocsátási illetve alapítási forma azoknak a társaságoknak kedvez, akik nem tudnak vagy nem akarnak megfelelni a nyilvános értékpapírpiacra lépés szigorú feltételeinek, másrészt rugalmasabb működési formát keresnek.

Befektetési jegy:

A befektetési jegy a befektetési alapok által kibocsátott értékpapír, amelynek vásárlója a befektetési alap résztulajdonosává válik. A befektetési alap az ily módon megszerzett tőkéjét úgy fekteti be értékpapírokba vagy ingatlanba, esetleg vállalkozásba, hogy ennek révén kisebb kockázatú, de biztosabb hozamot érjen el, mintha a befektető egyedi papírokat vásárolt volna.

A befektetési jegy részesedést megtestesítő, forgalomképes értékpapír. Tulajdonosa csak korlátozott tulajdonosi jogokat szerez, ugyanis kizárólag a hozamra és a likvidációs ellenértékre jogosult, az alampüködésébe nem szólhat bele. Vagyis a befektető hozama a befektetési alap működtetésének eredményességétől, az alap befektetéseinek sikerességétől függ. A befektetési jegyet kizárólag befektetési alapkezelő bocsáthatja ki, nyilvános vagy zárt jegyzés útján.

Nyíltvégű befektetési jegy:

A nyílt, azaz meghatározatlan ideig működő alapok jegyeit nevezzük nyíltvégű befektetési jegynek. A jegyeket az alapkezelő folyamatosan kínálja megvételre, illetve folyamatosan köteles visszavásárolni őket. Az un. letétkezelő bank naponta határozza meg a jegyek aktuális értékét, az egy befektetési jegyre jutó nettó eszközértéket, amit nyilvánosságra is hoz.

A nyíltvégű alapok nagy előnye a likviditás, hiszen az alapkezelő mindig biztosítja a vételt, illetve eladást. Rendkívüli forgalomképességük miatt ezeket a papírokat nem is vezetik be a tőzsdére.

Zártvégű befektetési jegy:

A zártvégű befektetési alapok befektetési jegyeit adott jegyzési időszak alatt lehet megvenni. A zártvégű befektetési jegyeknek meghatározott futamideje van. A jegyeket az alapkezelő a futamidő alatt nem vásárolhatja vissza, visszafizetésük csak lejáratkor lehetséges. Ezeket az alapokat kötelező a BÉT-re bevezetni, annak érdekében, hogy a befektetőknek mégis legyen lehetőségük a futamidő alatt kiszállniuk.

## **4.2. A bankbetétek típusai, csoportosításuk és jellemzőik**

Befektetési forma lehet a bankbetét. A bankok speciális szolgáltatásokat alakítanak ki a megtakarítások számára. Ezeket összefoglaló néven betéti üzleteknek nevezzük. Közös jellemzőjük, hogy segítségükkel a bank idegen (külső) forrásokat von be gazdálkodásába. Ezek tehát kötelezettségvállalást jelentenek számára.

A betét fogalma:

A pénzügyintézetnél számlán, betétokiratban vagy egyéb módon, betétszerződés alapján - kamat vagy más hozam ellenében - elhelyezett pénz, amelyet a pénzügyintézet jogszabályi rendelkezés, vagy betétszerződés feltételei alapján visszafizetni köteles.

A betét teremti meg a banküzem számára azokat a forrásokat, amelyekre hitelezési illetve egyéb jövedelemteremtő tevékenysége támaszkodik. Így a bankok közötti verseny eredményeként az ügyfelek változó igényeihez egyre jobban alkalmazkodó betéti szolgáltatások kialakulása valósult meg.

A betétek csoportosítása:

A modern banki betéti szolgáltatásokat többféle szempont szerint csoportosíthatjuk:

A betételhelyező személye szerint:

- Lakosság
- Gazdálkodó szervezetek
- Költségvetési szervek, intézmények
- Társadalmi szervek
- Alapítványok
- Más bankok



A betét pénzneme szerint megkülönböztetünk:

- Hazai fizetőeszközt
- Külföldi valutát/devizát
- A futamidő szerint megkülönböztetünk:
  - Rövid
  - Középlejratú
  - Hosszú lejáratú betéti szerződéseket

A kamatozás módja szerint vannak:

- Fix
- Változó
- Mozgó kamatozású betéti ügyletek

Betételhelyezés célja, illetve a betét megszüntetésének módja szerint vannak:

- Bankszámlabetétek
- Felmondásos betétek
- Lekötött betétek
- Takarékbetétek

A bankszámlabetét:

A bank és az ügyfél között létrejött olyan látra szóló betétszerződés (Bankszámla-, pénzforgalmi- vagy elszámolási számlaszerződés), melynek jellemző tulajdonsága, hogy a számla tulajdonosa vagy megbízottja bármikor rendelkezhet a banknál elhelyezett pénzeszközei felett. Az ügyfelek ezeket a számlákat leginkább az egymás közötti fizetéseik lebonyolítására használják, helyettesítve ezzel a készpénzben történő fizetést.

A látra szóló betétek után a pénzüintézetek nem vagy csak jelképes kamatot fizetnek. Miután ezeket a betéteket az ügyfelek bármikor kivonhatják, jelentős likviditási kockázatot jelentenek a bankok számára. Ennek ellentételezéseként fogható fel az alacsony kamatköltség.

A felmondásos betét:

Ezt a betéttípust átmenetinek tekintjük a látra szóló és a lekötött betétek között. Az ügyfél ugyanis bármikor felmondhatja a betétet vagy annak egy részét, vagyis utasíthatja a pénzüintézetet annak kifizetésére, de a banknak csak a szerződésben meghatározott időtartam elteltével kell a megbízást teljesítenie.

Az ügyfelek rendszerint két esetben használják:

- Amikor a bankok a lekötött betétre minimum értéket kötnek ki, és az ügyfélnek nincs olyan összegű szabad pénzeszköze;

- Amikor az ügyfelek kifizetéseiket előre nem tudják pontosan tervezni, tehát nem tudnak vagy nem akarnak a betét lekötésére vállalkozni, de a látra szóló betétek után fizetett kamatnál magasabb kamatbevételt szeretnének elérni.

A felmondásos betétek után a pénzintézetek akkora kamatot fizetnek, amelynek mértéke a felmondásig terjedő időtartamra jellemző lekötött betét kamatlábbal egyezik meg.

A lakossági szférában e betéttípusnak ott van a jelentősége, ahol a készpénz nélküli fizetési módok széles körben elterjedtek.

A lekötött betétek:

A legismertebb, legszélesebb körben elterjedt betéttípus. Az ügyfél a szerződésben meghatározott időtartamra kölcsönadja megtakarítását a banknak, vagyis hitelt nyújt a bank számára, amiért a bank kamatot fizet. Ennek mértéke általában jelentősen meghaladja a látra szóló vagy felmondásos betétek után fizetett kamat mértékét. A magasabb kamatlábbal a bankok azt ismerik el, hogy kisebb a likviditási kockázatuk, miután tervezhető a betét lejárat. Emiatt elvileg a lekötött betéteket a futamidő alatt nem lehet felmondani. Viszont a bankok között a betétesekért folyó verseny sokszor arra kényszeríti a pénzintézeteket, hogy a szigorú korlátokat enyhítsék. Erre 2 alapvető módszer alakult ki:

A betétszerződések gyakran tartalmazznak olyan feltételeket, amelyek szerint a bank a lekötött betét futamideje alatt hajlandó a betétesnek az általa alkalmazott legkedvezőbb kamatlábbal hitelt nyújtani;

A szerződésben lehetővé teszik az ügyfél számára a betét lejárat előtti felmondását, de ilyenkor kamatot nem vagy csak jelentősen csökkentett mértékben fizetnek a felmondásig eltelt időszakra.

A lekötött betétek a lekötésük futamideje szerint lehetnek:

- Rövid lejáratú (a futamidő 1 hónap és 1 év közötti)
- Középlejáratú (a futamidő 1 év és 2-5 év közötti)
- Hosszú lejáratú (a futamidő 2-5 évnél hosszabb)

Takarékbetét:

A betételhelyezés egyik legrégebbi módja. A bank elismervényt állít ki a betét átvételéről (betétkönyv), amelyben a betétszámla megnyitását követően az azt érintő összes pénzmozgást és a számla egyenlegét rögzítik. A bankkivonatot a betétkönyvbe történő bejegyzés pótolja. Ma már a bankok által kevésbé kedvelt forma. [Bodor 1997]

### 4.3. Egyéb formák

Egyéb megnevezés alatt foglalom össze azokat a megtakarítási formákat, amelyek nem minősülnek értékpapírnak és nem bankbetétek. Általános jellemzőjük, hogy azok az intézmények, amelyek lehetővé teszik felhalmozódásukat, az adott megtakarítási formát tevékenységük alapjaként gyűjtik. Ezek a formák a szerződéses megtakarítási formák közé sorolhatók.

Lakástakarékpénztári betétek:

Bár a lakástakarékpénztárak a hitelintézeti körbe tartoznak, de betétgyűjtési tevékenységük mégis eltér a banki betétektől. Az intézmény működésének specialitása, hogy a lakáscélú megtakarítások gyűjtését szolgálja. A betétek ehhez a tevékenységhez köthetők, kizárólag lakáscélú előtakarékosságot szolgálnak.

Biztosítási díjtartalékok:

A biztosítási díjtartalékok a biztosítóba való befizetések felhalmozott részei. A biztosítók egyrészt a biztosítási események rendezésére képeznek tartalékokat, másrészt bizonyos konstrukcióik lehetővé tesznek felhalmozást az ügyfelek számára. A tartalékok képzése mindig biztosítási tevékenységhez kötődik.

Önkéntes pénztári megtakarítások:

Az önkéntes kölcsönös kiegészítő pénztárak a befizetések nem működést és likviditási célokat szolgáló hányadát a tagok részére fedezeti tartalékként halmozzák fel. Ez a tartalék a pénztár szolgáltatásait alapozza meg. A tagok részére csak szolgáltatásként érhető el, vagy az adó kedvezmények elvesztésével. A pénztárak tevékenységükhöz más forrásokat nem vehetnek igénybe.

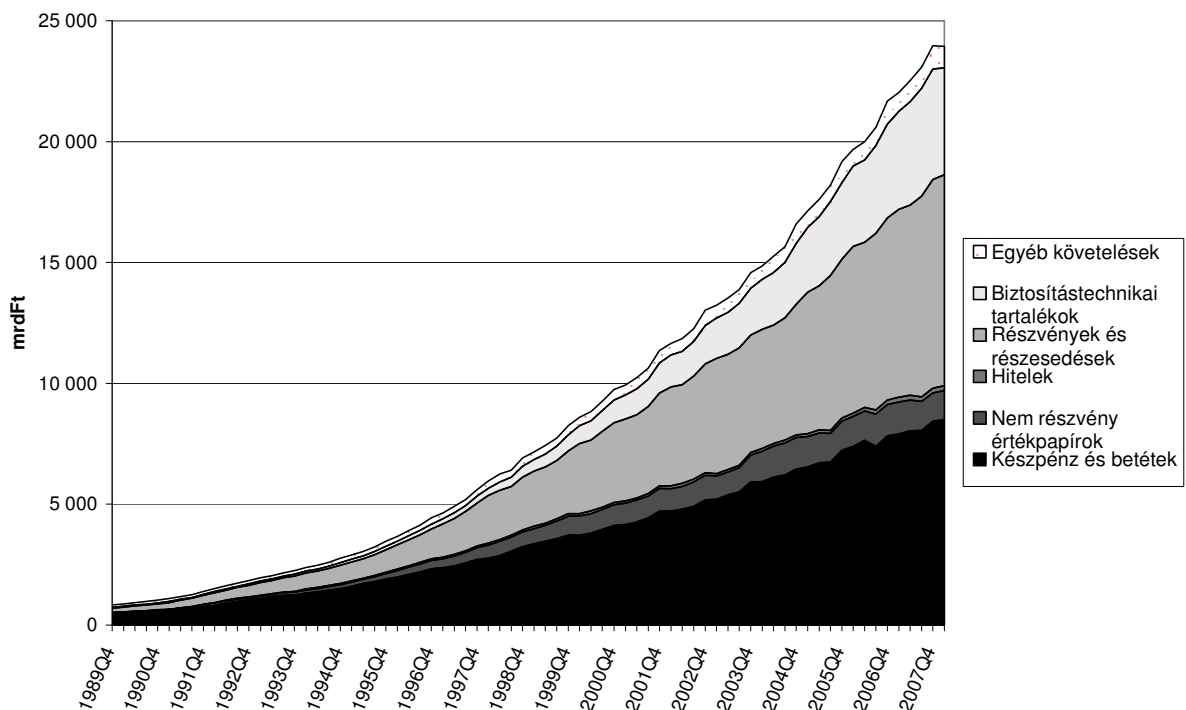
Magánnyugdíjpénztári megtakarítások:

A magánnyugdíjpénztárak hasonlóan az önkéntes pénztárakhoz a pénztári befizetésekből a későbbi szolgáltatások nyújtására különítik el a tagok részére a felhalmozásokat. Alapvető különbség, hogy a tagok utáni befizetések nem önkéntes alapon teljesítendőek, hanem kötelező jelleggel. [Husztai 2003]

## 5. A háztartások pénzügyi megtakarításainak alakulása a 90-es évek elejétől 2008-ig

A fejezetben a magyar háztartások pénzügyi megtakarításainak alakulását tekintem át a statisztikai adatok segítségével. A szövegben a szemléletesség kedvéért elsősorban diagramokat használok az idősorok tanulmányozására.

A Magyar Nemzeti Bankban a korábban rendelkezésre álló statisztikákból előállították a pénzügyi számlák rendszerének megfelelő idősorokat. Ennek segítségével vizsgálni lehet a háztartások pénzügyi eszközeinek alakulását is a 90-es évek elejétől.

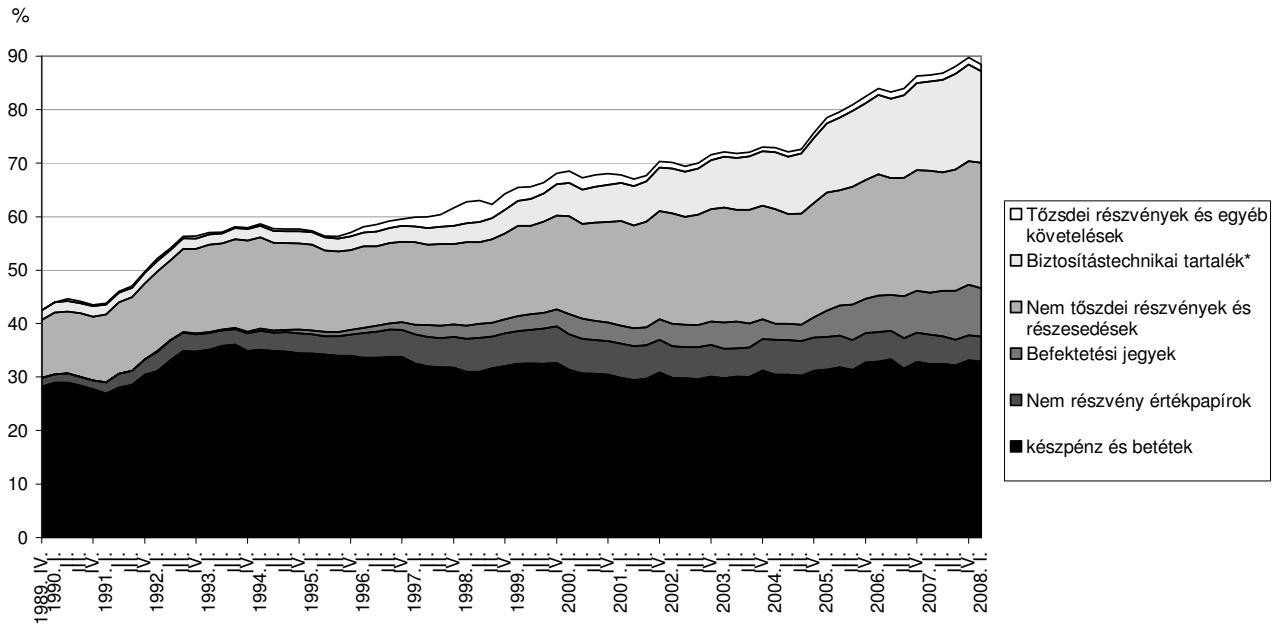


5. ábra

A magyar háztartások pénzügyi eszközeinek állománya

Forrás: MNB-[www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu\\_statistikai\\_idosorok](http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu_statistikai_idosorok) (2008.08.17.)

A háztartások 1990 elején rendelkezésre álló 826,5 mrdFt pénzügyi eszközei 2008 első negyedévének végére 23 942,5 mrdFt-ra nőttek. Ez azt jelenti, hogy összességében a változás majdnem harmincszoros. A háztartások pénzügyi eszközeinek növekedése a 90-es évek elejétől folyamatos. Ugyanez a tendencia olvasható ki a pénzügyi eszközök GDP-hez viszonyított változásának vizsgálatakor.

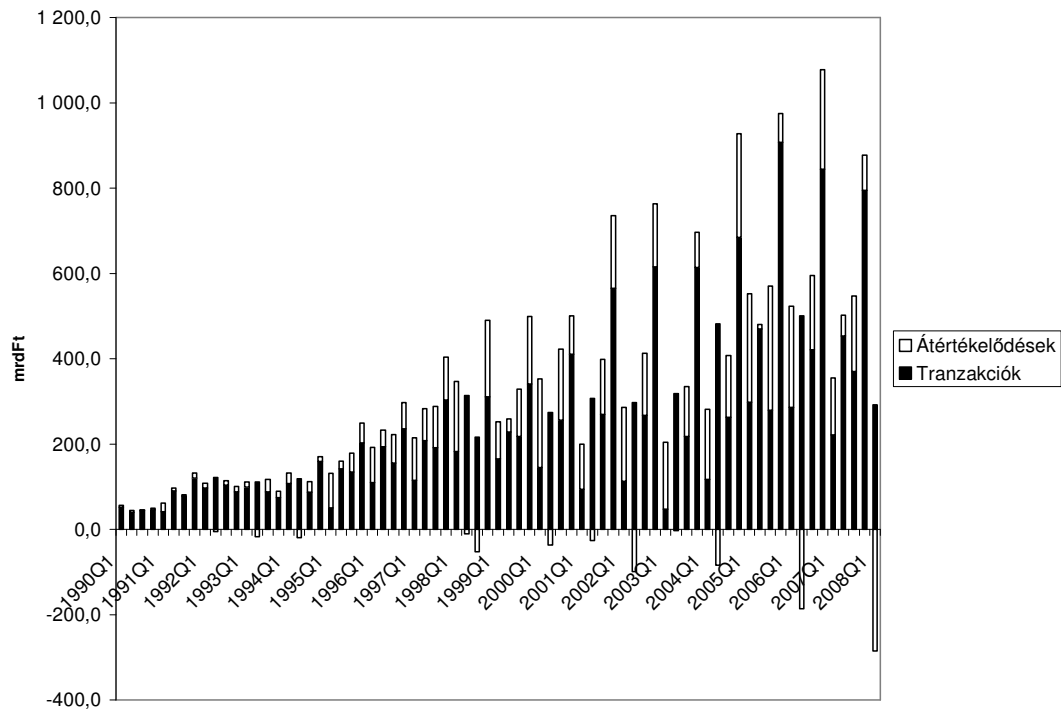


6. ábra

A háztartások pénzügyi eszközeinek alakulása a GDP %-ában

Forrás: MNB-[www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnihu\\_statistikai\\_idosorok](http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnihu_statistikai_idosorok) (2008.08.17.)

Látható, hogy a pénzügyi eszközök aránya a GDP-hez viszonyítva az utóbbi másfél évtizedben több mint kétszeresére nőtt. A 40%-os mértékről mintegy 90%-ra változott az arány.



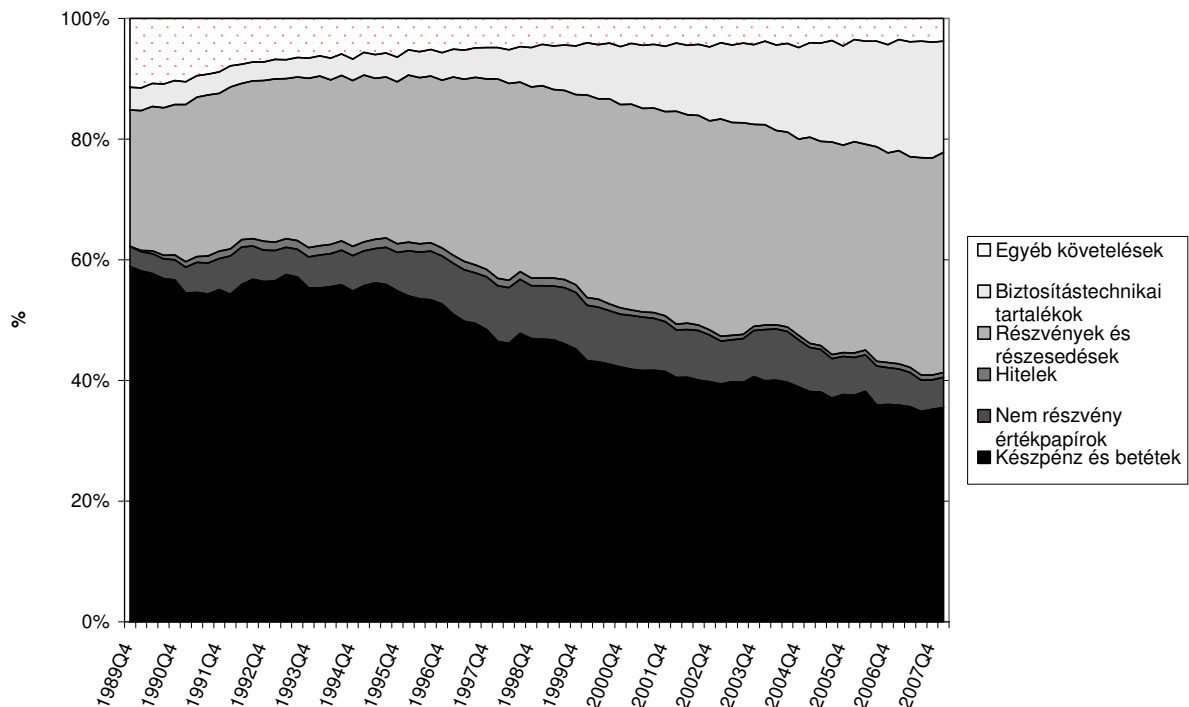
7. ábra

A pénzügyi eszközök változása tranzakciókból és átértékelődésből

Forrás: MNB-[www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnihu\\_statistikai\\_idosorok](http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnihu_statistikai_idosorok) 2008.08.17.)

A 90-es évek közepéig a pénzügyi eszközök változásai alapvetően tranzakciókból adódtak. Ez a helyzet a későbbiekben megváltozott, az átértékelődési hatások szintén jelentős mértékben befolyásolták az egyes időszakokban a pénzügyi eszközök értékét. Ez a módosulás alapvetően a háztartások pénzügyi eszközeinek szerkezeti változásának eredménye. A 7. és 8. ábra is mutatja, hogy a háztartások birtokában megnőtt azoknak a pénzügyi eszközöknek az aránya, amelyek a piaci hatásokra átértékelődnek, sőt átértékelődésük jelentős lehet. Az arányeltolódás a korábbi fejezetekben bemutatott instrumentumok, intézmények megjelenéséhez köthető. Az időszak alatt jelentősen változott a környezet az adózási előírásokat, a devizális szabályozást illetően is. Ez szintén hatással volt a megtakarítások szerkezetére.

Az arányok eltolódását százalékos formában a következő ábra mutatja:



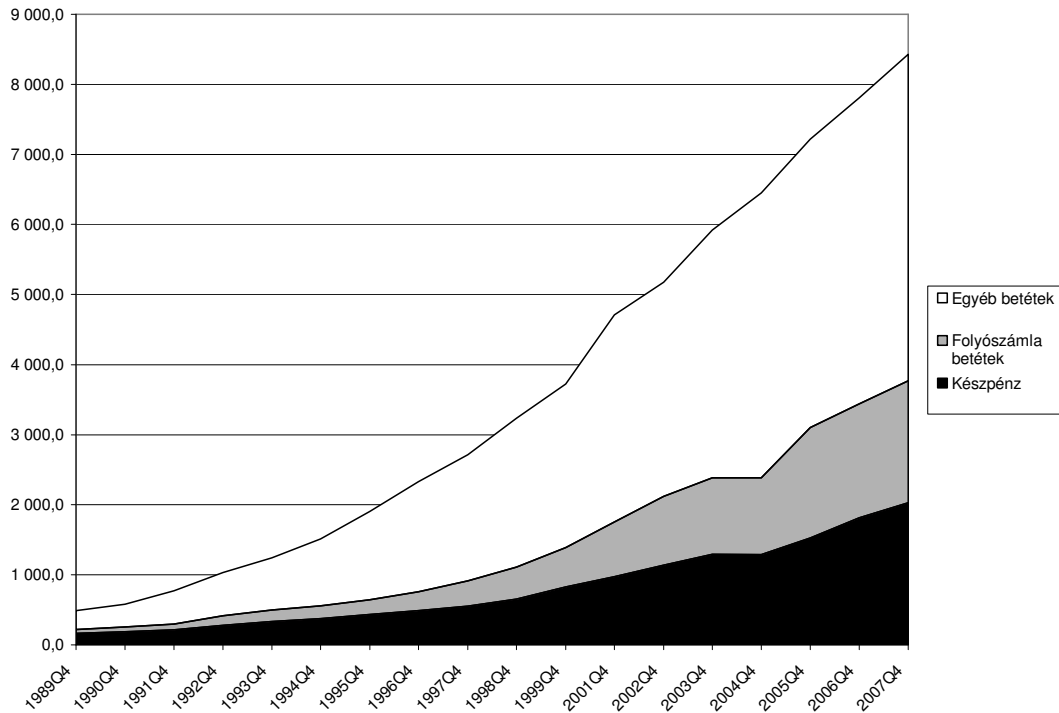
8. ábra

A pénzügyi eszközök megoszlása az összes pénzügyi eszközön belül

Forrás: MNB-[www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu\\_statistikai\\_idosorok](http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu_statistikai_idosorok) 2008.08.17.)

Az időszakban a készpénz és bankbetétek aránya folyamatosan csökkent. Ezzel ellentétesen jelentős volt a biztosítástechnikai tartalékok növekedése. Természetesen az előbb említett átértékelődések nem érintenek minden instrumentumot, ami a szerkezetváltozás tanulmányozását összetettebbé teszik.

Az egyes fő kategóriákat lebontva a következőképpen alakultak az ezeken belüli értékek:

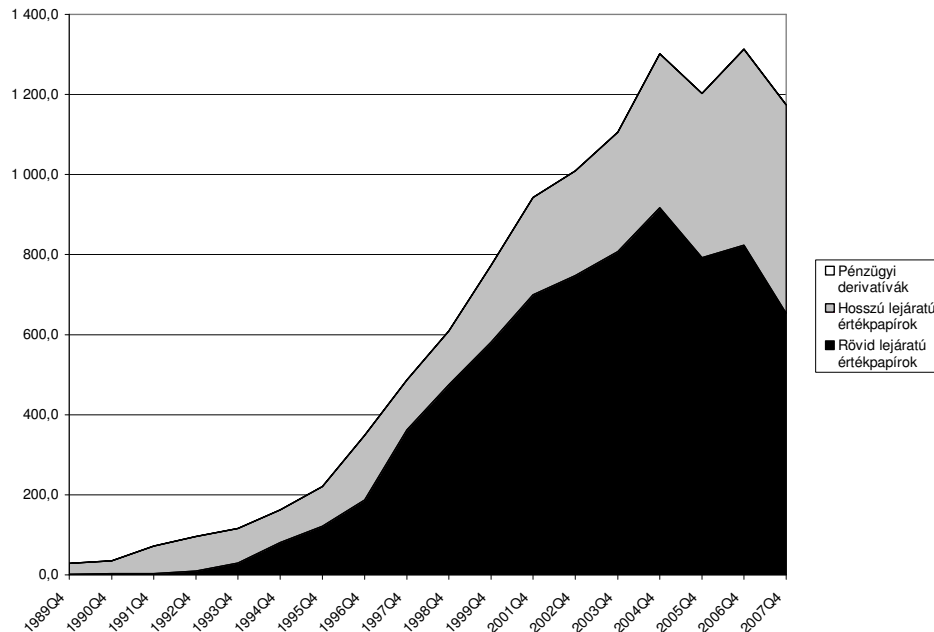


9. ábra  
Készpénz és betétek

Forrás: MNB-[www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu\\_statistikai\\_idosorok](http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu_statistikai_idosorok) 2008.08.17.)

A készpénz és betétek kategórián belül minden csoport növekedést mutatott. A készpénz aránya enyhén csökkent. 2007 végén a háztartásoknál levő készpénz 2 028,5 mrdFt, a folyószámla betét 1 737,3 mrdFt, az egyéb betét 4 664,9 mrdFt volt. A készpénz arány 1989 végéről a 33%-ról 2007 végére 24%-ra csökkent.

A következő csoport a nem részvény értékpapírok csoportja.



10. ábra

Nem részvény értékpapírok

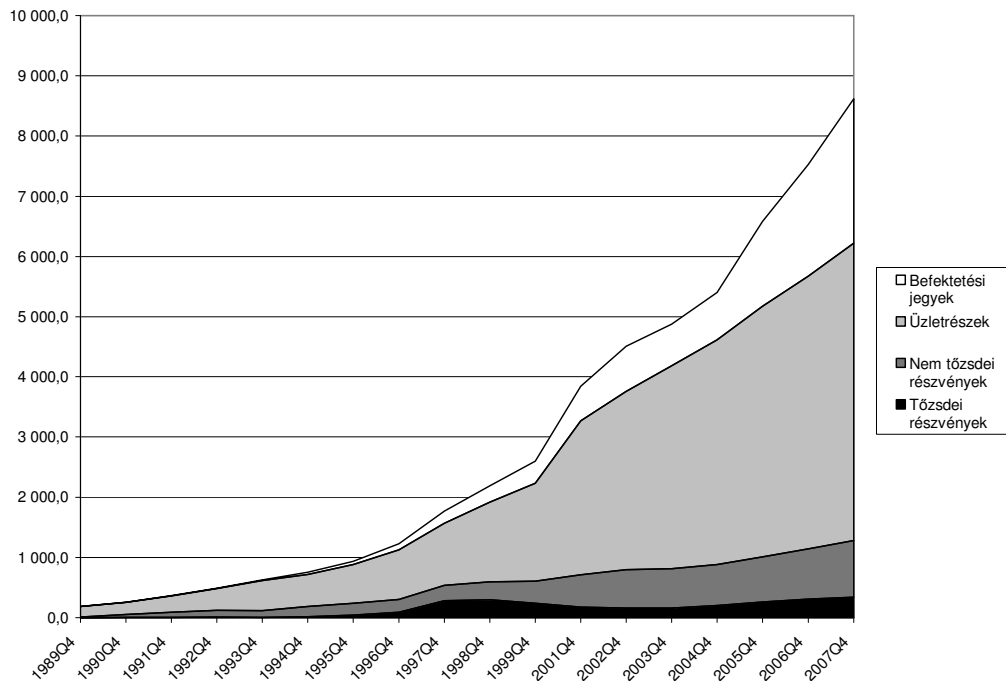
Forrás: MNB-[www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu\\_statistikai\\_idosorok](http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu_statistikai_idosorok) 2008.08.17.)

A 90-es évek első felében egyre népszerűbbé váltak a nem részvény értékpapírok a háztartások pénzügyi eszközei között. A 90-es évek közepétől a rövid lejáratú papírok állománya nőtt gyorsan. A nem részvény értékpapírok térnyerése a vizsgált időszakban alapvetően az állampapírok elterjedésének volt köszönhető. A pénzügyi derivatívák értéke a pénzügyi instrumentumok között nem volt számottevő. 2007 végén a rövid lejáratú papírok értéke 653,4 mrdFt, a hosszú lejáratú értékpapírok értéke 519,8 mrdFt volt. Ezzel a rövid lejáratú értékpapírok aránya 55%, a hosszú lejáratú értékpapírok aránya 44% volt a nem részvény értékpapírok állományán belül.

A hitelek (nyújtott hitelek) kategóriába tartozó állomány nem volt jelentős az összes pénzügyi eszközön belül, így ezt a kategóriát nem részletezem.

Annál lényegesebbé vált kategória a részvények és részesedések kategória.





11. ábra

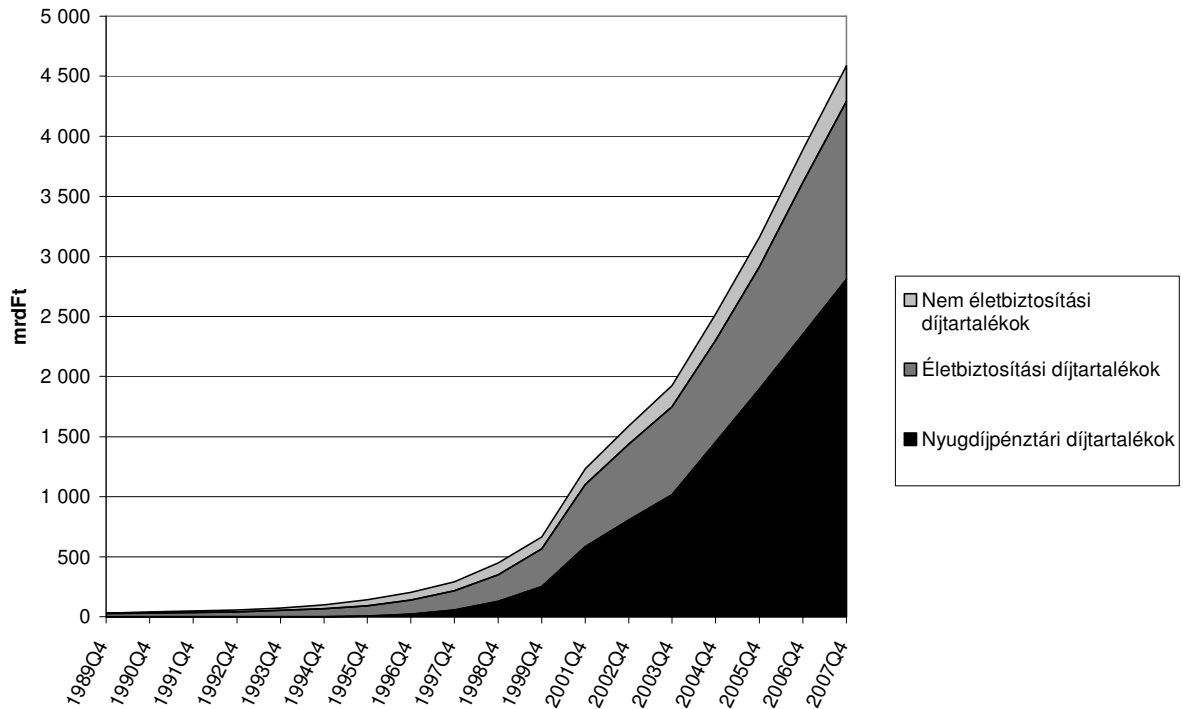
Részvények és részesedések

Forrás: MNB-[www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu\\_statistikai\\_idosorok](http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu_statistikai_idosorok) 2008.08.17.)

A tőzsdei részvények értéke 2007 végén 341,5 mrdFt volt, amely a részvények és részesedések kategórián belül 4%-nak felelt meg. A nem tőzsdei részvények értéke 937,1 mrdFt volt, amely 10,9%-os részaránynak felelt meg. Az üzletrészek értéke 4 940,4 mrdFt, aránya 57,3% volt. A befektetési jegyek értéke ugyanakkor 2 397,8 mrdFt, aránya 27,8% volt.

A vizsgált időszakban minden csoportban érték növekedésnövekedés látható. Az időszakban végig az üzletrészek tették ki a legmagasabb arányt. A befektetési jegyek megjelenésük óta folyamatosan teret nyernek a kategórián belül. A részvények aránya 1997-1998 években mutatták a legmagasabb arányt, majd gyors aránycsökkenés után, hozzávetőleg ugyanazon a szinten állnak.

A következő kategória a biztosítástechnikai tartalékok kategóriája. Ide tartoznak az életbiztosítási és nem életbiztosítási díjtartalékok, valamint a nyugdíjpénztári tartalékok.



12. ábra

Biztosítástechnikai tartalékok

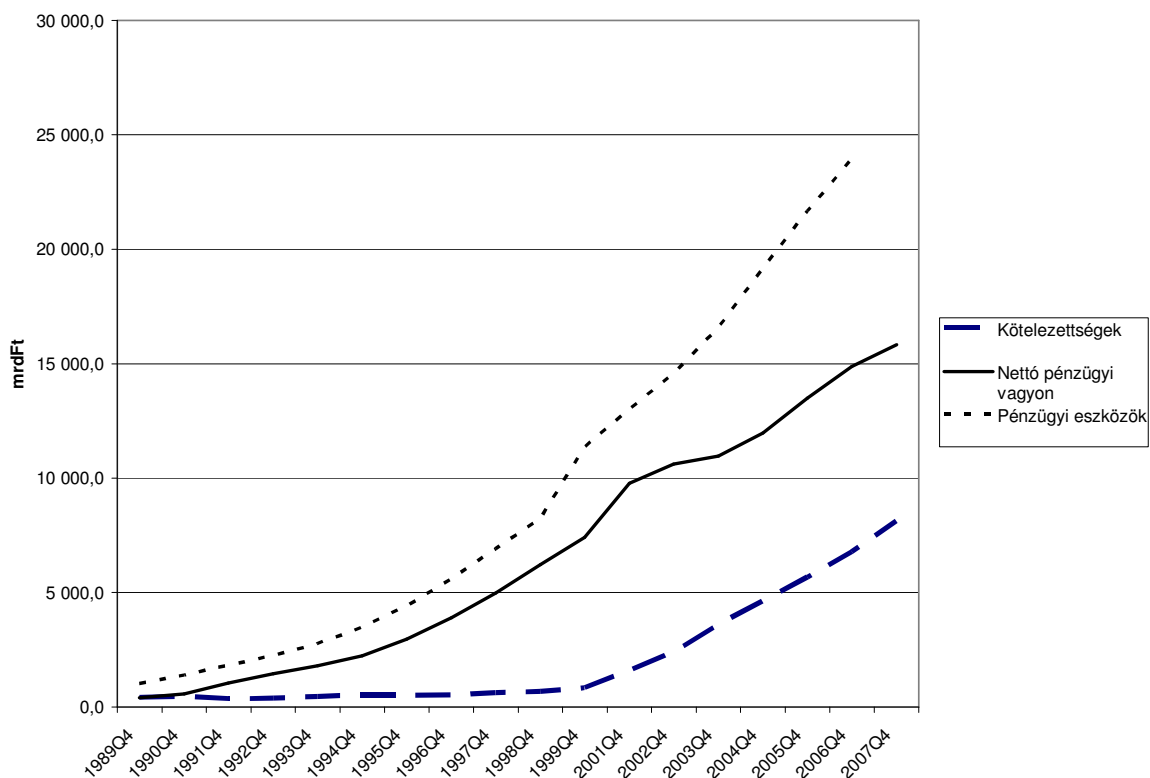
Forrás: MNB-[www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnihu\\_statistikai\\_idosorok](http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnihu_statistikai_idosorok) 2008.08.17.)

A vizsgált időszakban a kategória minden csoportja növekedést mutatott. 2007 végén az életbiztosítási díjtartalék összege 1 480,2mrdFt volt, kategórián belüli aránya 32,3%-ot ért el. A nyugdíjpénztári tartalékok összege 2 810,3 mrdFt-ot tett ki, aránya 61,3% volt. A nem életbiztosítási díjtartalékok értéke ugyanakkor 297,5 mrdFt volt, aránya 6,5%.

A biztosítástechnikai tartalékok 1998-tól indultak gyors növekedésnek. Ez elsősorban a nyugdíjpénztári tartalékok növekedésének volt köszönhető, de jelentős volt az életbiztosítási tartalékok értékének növekedése is.

Az egyéb követelések kategóriájába sorolt tételek aránya az összes pénzügyi eszköz állományhoz viszonyítva nem volt jelentős, így ezzel a kategóriával sem foglalkozom külön.

A pénzügyi eszközök változásának értékeléséhez fontosnak tartom a kötelezettségek alakulásának feltárását is. Véleményem szerint a további értékeléshez ez elengedhetetlen.

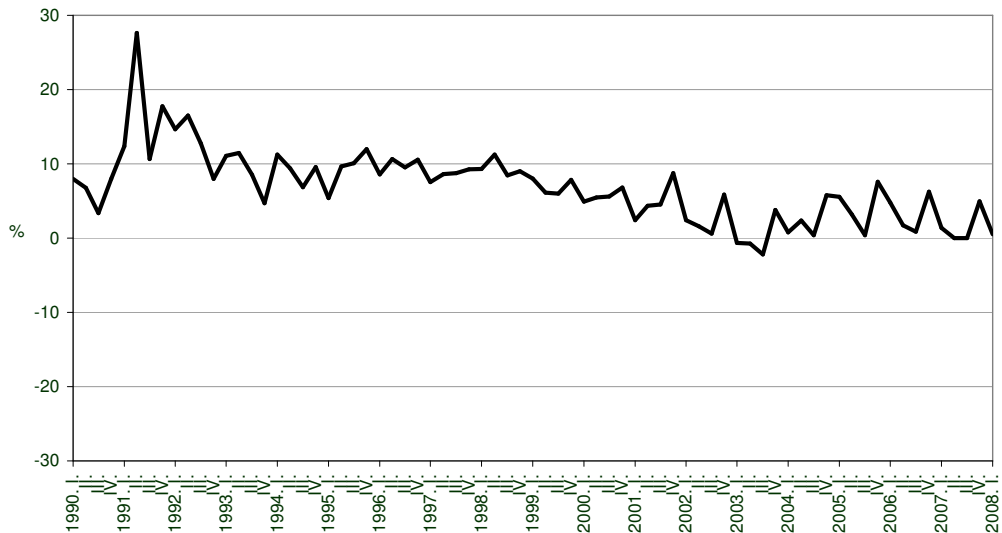


13. ábra

A pénzügyi eszközök és kötelezettségek változása

Forrás: MNB-[www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu\\_statistikai\\_idosorok](http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu_statistikai_idosorok) (2008.08.17.)

A háztartások kötelezettségei a 90-es évek végéig nem változtak számottevően. A kötelezettségek viszont 2000-tól gyors növekedésnek indultak. 2000-ig a nettó pénzügyi vagyon növekedése hozzávetőleg követte a háztartások pénzügyi eszközeinek növekedését. Ezután a nettó pénzügyi vagyon növekedése már elszakadt a pénzügyi eszközök állományának növekedésétől, attól kisebb értékű volt. A folyamat még szembetűnőbb, ha a háztartások nettó finanszírozó képességének alakulását a GDP arányában vizsgáljuk.

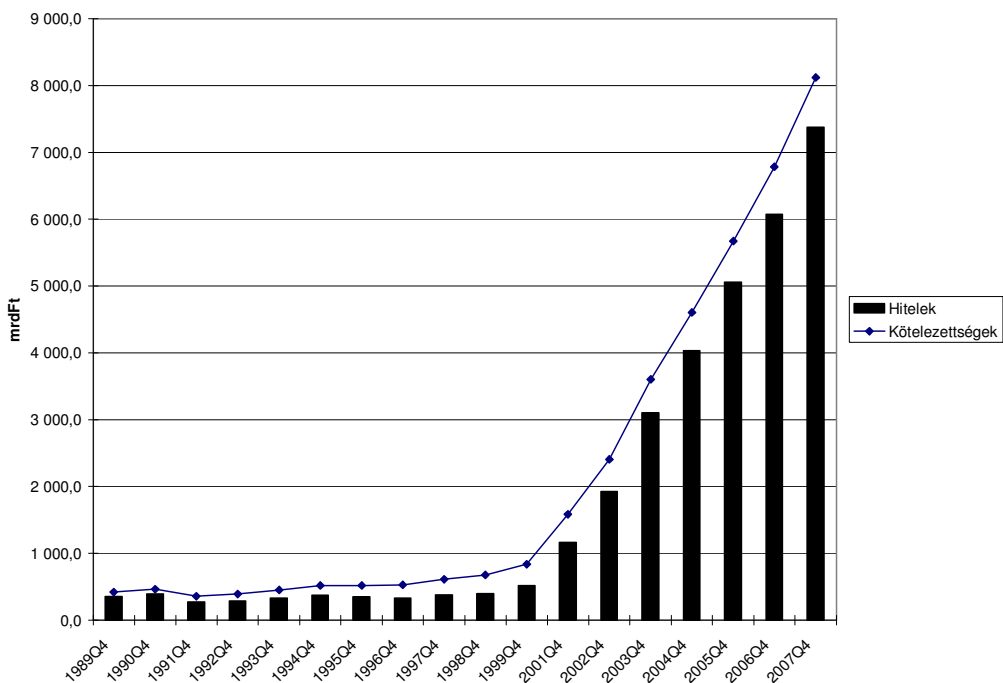


14. ábra

A háztartási szektor nettó finanszírozási képességének alakulása

Forrás: MNB-[www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu\\_statistikai\\_idosorok](http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu_statistikai_idosorok) 2008.08.17.)

A trendvonal egyértelműen a nettó finanszírozási képesség GDP arányos csökkenését mutatja az 1990-es évek elejétől az összes kötelezettségben belül. A hitelek tették ki a döntő hányadot, ezek növekedése eredményezte alapvetően a háztartások kötelezettségeinek növekedését. Ezt az alábbi ábra szemlélteti. [MNB 2008]



15. ábra

A háztartások által felvett hitelek és a kötelezettségek változása

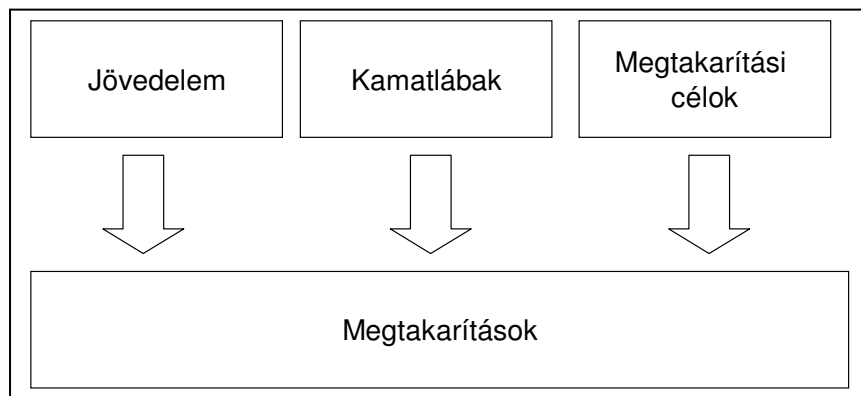
Forrás: MNB-[www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu\\_statistikai\\_idosorok](http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu_statistikai_idosorok) 2008.08.17.)

## 6. A háztartások megtakarításaira ható tényezők érvényesülése

A továbbiakban a fontosabb elméletek számbavétele, és a magyar tényhelyzet feltérképezése után megvizsgálom, hogy milyen mértékben tükrözik a magyar adatok az elméletekben feltételezett összefüggések megjelenését. Rá kívánok mutatni azokra az összetevőkre, amelyek az eltérések okaiként megjelölhetők.

A korábban ismertetett elméletek – bár más és más szemszögből közelítve – néhány tényező hatását a megtakarításokra hasonlóan azonosították. Ezek a tényezők a jövedelem, a vagyon, a kamatlábak. Keynes ezeken túl megtakarítási motívumokat, a megtakarítások életciklus elméletének alkotói pedig megtakarítási célokat is meghatároztak. Kérdés tehát, hogy ezek az összetevők hogyan alakultak az utóbbi években Magyarországon, befolyásolta és befolyásolhatja-e a gazdaságpolitika ezeket a faktorokat. Vizsgálandó, a legfontosabbnak tekintett faktorok hatásmechanizmusai érvényesültek-e.

A kérdések megválaszolására szükség van az átalakuló magyar gazdasági, pénzügyi környezet értékelésére, a kis és nyitott gazdaság liberalizálódó világba való beillesztésére. Ezen túlmenően rá kívánok mutatni több olyan mikrostruktúrát érintő változásra, illetve hatásra, amelyek a tárgyalt elméletek standard modelljéhez képest szintén eltéréseket okoznak.



16. ábra  
A megtakarításokra ható tényezők  
Forrás: Saját szerkesztés

## 6.1. A jövedelmek

A jövedelmek meghatározása statisztikai szempontból egyáltalán nem egyszerű feladat. Bár a jövedelem fogalmát a tárgyalt elméletek is alapfogalomként alkalmazták, számbavételkor jelentős nehézségek adódnak. Ráadásul a statisztikai mérések legtöbb esetben az egyénekre vonatkoznak, eltekintve attól, hogy a háztartásokban nem keresők is élnek. Ezért a magas jövedelmű személyek jövedelme a háztartásukban együtt élőket is figyelembe véve akár viszonylag alacsony jövedelmeknek is tekinthetők. Az egyének jövedelmének háztartásokban való megfigyelése pedig statisztikailag még több problémát vet fel.

A jövedelem meghatározása több szempontból is fontos. Egyrészt azért, mert az elméletek a jövedelem nagyságához is kötik a megtakarítás nagyságát. A jövedelem a meghatározója a fogyasztásnak, reál- és pénzügyi felhalmozásnak. A felhalmozott vagyon a továbbiakban jövedelmek forrása lehet. A jövedelmet a társadalmi jólét mérőszámaként szokták gyakran használni, a jólét pedig ismét összefüggésbe hozható a megtakarítási szokásokkal és azok változásával.

A háztartásokban élők közös megtakarítói, fogyasztói egységeket alkotnak. Az egy háztartásban élők között lehetnek gazdaságilag aktívak és inaktívak, egyénileg jövedelemmel rendelkezők és jövedelemmel a háztartáson kívülről nem rendelkezők. A háztartások összes jövedelme valamilyen szempont szerint megoszlik a háztartás tagjai között. Elképzelhetők olyan esetek, amikor a korábbi státusz biztosít jövedelmet egy már egyedül élő számára. Ilyen lehet az özvegyi nyugdíj, vagy gyerektartás formájában befolyó jövedelem.

A jövedelem az Eurostat értelmezése szerint három fő elemből áll: piaci (munka-, vállalkozói, illetve tulajdonosi) jövedelmekből, társadalmi jövedelmekből és az egyéb jövedelmekből – levonva az ezeket terhelő adókat és járulékokat. A jövedelemnek hozzá kell járulnia a háztartás adott időszakos jólétéhez. A jövedelem egy adott időtávhoz – egy év – kötődik. A jövedelmeket abból a célból kapja a háztartás, hogy elköltse. [Smeeding, T. M.–Weinberg, D. H. , 2001]

Az Eurostat, összhangban a hazai és nemzetközi gyakorlattal, a lakosság jövedelmi helyzetének meghatározásakor a háztartás tagjainak összes jövedelméből indul ki, s azzal a feltételezéssel él, hogy a befolyt összjövedelem az együtt élő háztartástagok között arányosan oszlik meg. A látszólag egyértelmű jövedelem fogalom meghatározását a statisztikai méréskor számos felvetődő kérdés teszi bizonytalaná. Példaként említem, hogy a statisztikusok a saját lakásban élők lakáshasználatát is jövedelemként tekintik, ehhez

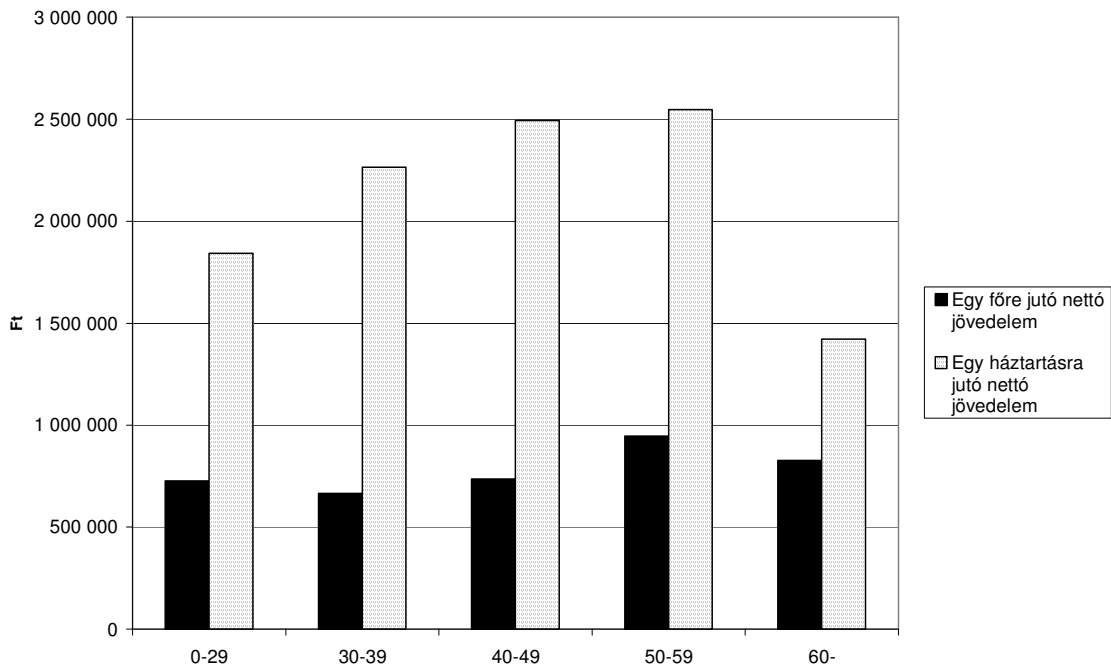
meghatározott jövedelmi összeget társítanak. Egyáltalán nem egyértelmű az sem, hogy kiket kell egy háztartásban élőnek tekinteni. Az élettársi kapcsolatok, a több generáció egy lakásban való együttlakása, a főiskolai tanulmányokat máshol folytatók, az elváltak közös gyermekei esetén a fogyasztási egységek meghatározása további mérési problémákat vetnek fel.

Mindezekon túl a megfigyelések, mérések bizonytalansága nehezíti a számszerűsítést. Magyarországon a háztartások jövedelmei csak lakossági megkérdezéssel gyűjthetők a statisztika számára. Ezek a megkérdezések költségesek, ezért viszonylag korlátozott mértékben voltak alkalmazhatók az utóbbi másfél évtizedben. Bizonyos jövedelemelemek pedig nem figyelhetők meg sem egyénekre, sem háztartásokra vonatkozóan. Példaként említem a kamatbevételeket, amelyek az adóbevallásokban sem szerepeltek, tehát nemhogy háztartáshoz, de egyénekhez való kötésük is szinte lehetetlen volt.

A jövedelmek és a megtakarítások közti kapcsolat megteremtése tehát már a jövedelmek meghatározásánál problémába ütköznek. A szociológusok és statisztikusok sokszor a jólét mérésére használják a jövedelmet. Ebben a felfogásban alapvetően nem is feltétlenül a jövedelmek abszolút értéke számít, hanem sokkal inkább a jövedelem relatív nagysága. A relatív jövedelem azt fejezi ki, hogy egy-egy társadalmi csoport jövedelme az átlagjövedelemhez képest miként alakul. Ebben a tekintetben tanulmányozzák, hogy a háztartások milyen számban rendelkeznek az átlagjövedelemnél alacsonyabb jövedelemmel, mekkora csoportok jövedelme éri el az átlag csak meghatározott hányadát.

A magyar tényadatokat elemezve a KSH adatai szerint az egy főre jutó nettó jövedelem reálértéke mintegy 40%-kal haladta meg 2004-ben az 1995-ös szintet. Az időszak első felét jellemző igen magas inflációs adatok mellett ez nominálértéken 3,6-szoros emelkedést jelentett. Az időszak elején a reáljövedelmek csökkentek, majd lassan, később gyorsuló ütemben növekedtek. Az időszakban átalakult a jövedelmek szerkezete. Az összjövedelmen belül 4%-kal nőtt a piaci jövedelmek aránya, hozzávetőleg ugyanannyival csökkent a társadalmi jövedelmek aránya. Az időszakban a keresetek hasonlóan nőttek a jövedelmekhez. Ez egyrészt betudható a minimálbér többszöri emelésének, valamint a 2002-ben történő közalkalmazotti béremelésnek. A gazdaságpolitikai prioritások változása a támogatási rendszerek, az adórendszer változásait hozta, amely átrendeződéseket okozott a társadalmi csoportok között, és átrendezte ezek jövedelemforrásainak arányait is. Az 1995-2004 közötti időszakban a jövedelemegyenlőtlenség nem változott számottevően. [Kenyeres – Keszthelyiné 2005]

A rendelkezésre álló adatokból érdemesnek találtam megvizsgálni, hogy miként alakultak korcsoportok szerinti megbontásban a jövedelmek. Ez lehetőséget ad az összevetésre azzal a feltételezéssel, hogy az egyén jövedelme nő aktív élete alatt, majd ezután lehanyatlik.



17. ábra  
 Nettó jövedelmek 2004-ben  
 Forrás: KSH - www.ksh.hu (2008.09.10.)

Az ábráról leolvasható, hogy valóban fennállt a háztartások szintjén az elméletekben leírt összefüggés, miszerint a jövedelem nőtt a háztartásfő életkorával, annak aktív élete során, majd a nyugdíjas korról hirtelen csökkent. Nem olyan egyértelmű ez az összefüggés azonban az egyének szintjén. A 20 év alattiak egy főre jutó nettó jövedelme magasabb volt, mint a 20-30 éveseké. A következő kategóriában 30-40 között csak enyhe emelkedés látszik, majd kicsit nagyobb az emelkedés a 40-50 évesek kategóriájában. A nyugdíjas kort elérve a visszaesés nem volt olyan egyértelmű, hiszen a 60 év felettek egy főre jutó nettó jövedelme meghaladta minden 50 évnél fiatalabb korosztályt.

Más tanulmány is megerősíti, hogy a jövedelemcsúcs korábbra csúszott az aktív élet során a fiatalabb életkor felé. [Tóth 2002] A rendszerváltozás hatásain túl valószínűleg ez azt jelenti, hogy a gyakorlati tapasztalatok, élettapasztalatok a gyorsan változó környezetben leértékelődnek. A fiatalabb korosztályok tehát a frissebb szaktudás birtokában előnyben lehetnek az idősebbekkel szemben. A nyugdíjkorhatár átlagos emelkedésével az aktív életkort



tekintve ez a relatív eltolódás még élesebb lehet a következő években. A társadalmi jövedelmek elosztása ugyan változtathatna ezen a helyzeten, de pontosan a nyugdíjkorhatár emelése is azt mutatja, hogy ellentétes szándékok mozognak inkább.

A jövedelmeknek bizonyos hányada alapvető létfenntartási kiadásokat szolgál. Ezeket a kiadásokat a létminimum számítások mutatják. A KSH számításai szerint ezek a kiadások 2 felnőtten és 2 gyerekkel rendelkező háztartásoknál egy főre vetítve 2000-ban 24994 Ft-ot, 2004-ben 38648 Ft-ot, 2007-ben 48047Ft-ot tettek ki. A létfenntartást szolgáló kiadások tehát a nyolc esztendő alatt mintegy megkétszereződtek. A tendencia véleményem szerint folytatódni fog. Az energia ár, az alapanyag ár prognózisok középtávon ezt vetítik előre. Azok a háztartások, amelyeknél az egy főre jutó jövedelem alacsony, egyre kisebb a lehetőség a megtakarítások növelésére.

## 6.2. Hitelfelvétel

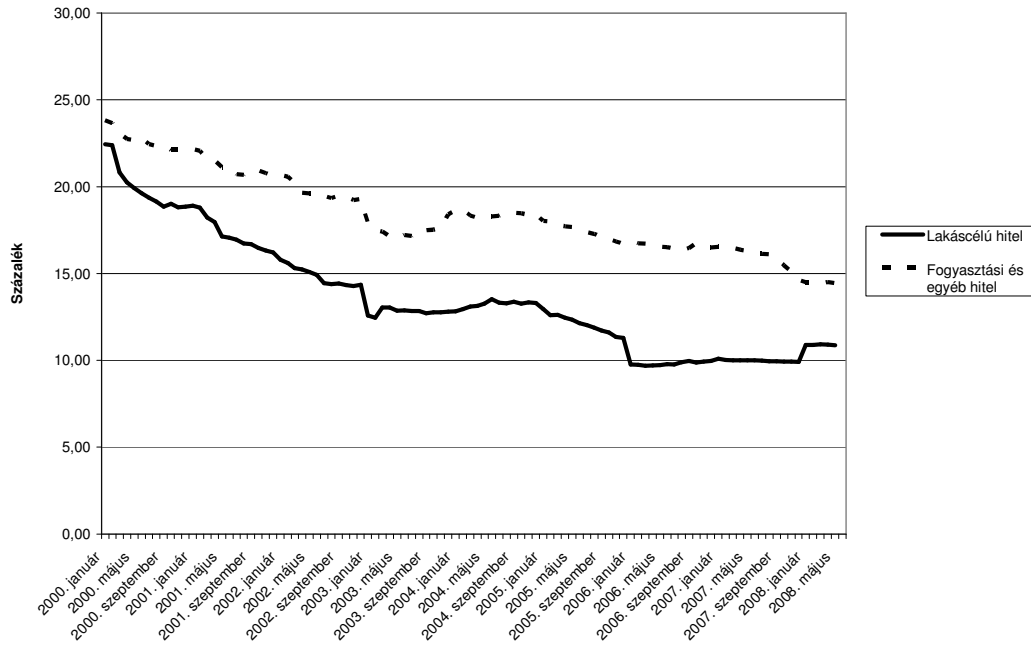
A korábbiakban jeleztem, hogy érinteni kívánom a háztartások hitelfelvételeinek kérdését. A háztartások nettó finanszírozó képességének csökkenése nem a jövedelmek csökkenésének eredménye, a háztartások pénzügyi eszközei is nőttek a vizsgált időszakban. Viszont a korábbi ábrán (15. ábra) látható, hogy a kötelezettségek növekedése meghaladta a pénzügyi eszközök növekedését. Ez a folyamat 2000-tól indult meg alapvetően.

Az 1990-es években a háztartások bevételeinek bizonytalansága ösztönözte a megtakarításokat. Véleményem szerint azonban elsősorban a nehezebb hitelhez jutás, a magas hitelkamatlábak voltak a korlátai a lakossági hitelfelvétel korábbi növekedésének. Ezt erősítette, hogy a bankok lényegében 2000-ig nem nyitottak jelentősen a lakossági ügyfelek fele. Az MNB tanulmányából kiderül [Tóth-Árvai 2001], hogy a fogyasztói türelmetlenség jelen volt a 90-es években is, de a likviditási korlátok határt szabtak a háztartások költségeinek. A korlátokat a rendelkezésre álló bankhitelek hiánya jelentette elsősorban.

A tanulmány szerint [Tóth-Árvai 2001] a fogyasztói türelmetlenség magas volt a lakosság körében. Ez a megtakarításokkal nem rendelkezők csoportjában erősebb volt, mint a megtakarításokkal rendelkezőknél. Mivel a megtakarítások 60%-a a háztartások 20%-ánál koncentrálódott, érthető, hogy a likviditási korlátok lazulásával miért is nőtt gyorsan a lakosság hitelfelvétele.

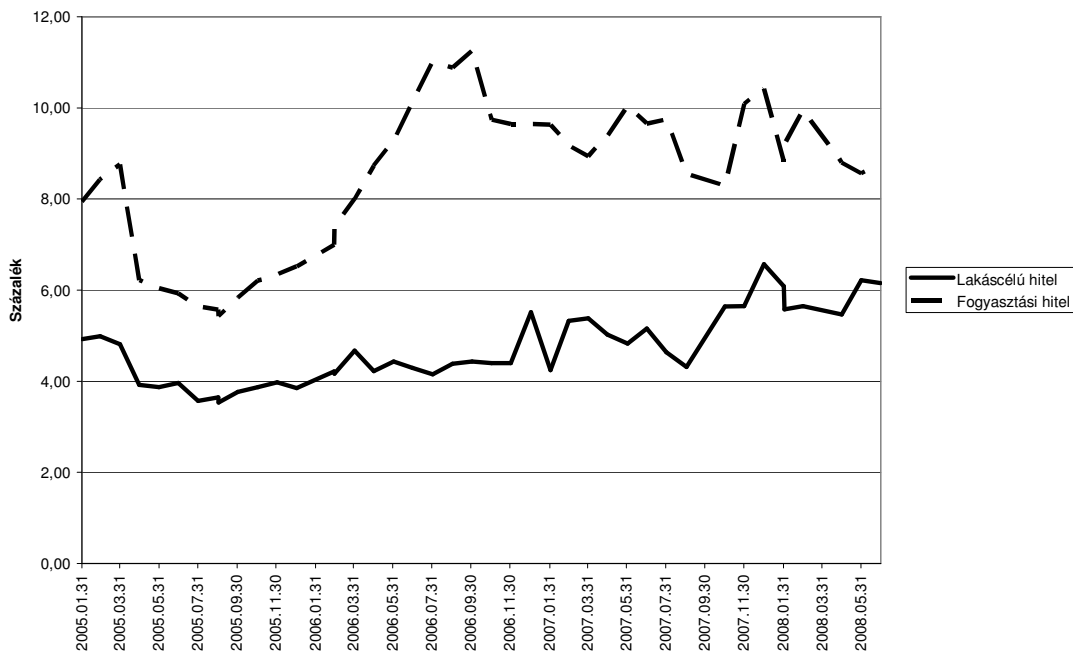
A bankrendszer háztartások felé való nyitása olyan környezetben ment végbe, amely ösztönözte önmagában a hitelfelvételt. A kamatlábak csökkenése, a lakásépítést és vásárlást

segítő adópolitika egyaránt növelte a hitelfelvételi kedvet. A devizális szabályozás szinte teljes liberalizálása a devizahitelezés megjelenését tette lehetővé. A forintHITELEKNÉL alacsonyabb devizahitel kamatlábak, az amúgy is alacsony nemzetközi kamatszintek mellett erősítették az eladósodás folyamatát.



18. ábra

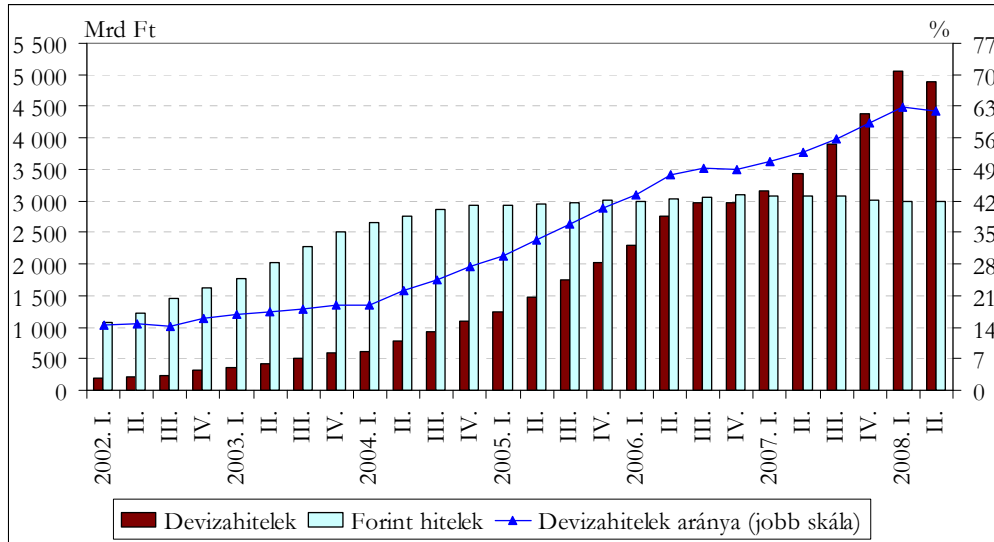
A háztartásoknak nyújtott forintHITELEK szerződésben szereplő átlagos kamatlába  
 Forrás: MNB-[www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbbu\\_statistikai\\_idosorok](http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbbu_statistikai_idosorok) 2008.08.17.)



19. ábra

A háztartásoknak nyújtott euro hitelek szerződésben szereplő átlagos kamatlába  
 Forrás: MNB-[www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbbu\\_statistikai\\_idosorok](http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbbu_statistikai_idosorok) 2008.08.17.)

A 2005 előtti magas forint kamatlábak a devizahitelek irányába mozdították a hitelfelvételt. A következő ábra a forint és devizahitelek állományát mutatja.



20. ábra

Háztartások hiteleinek denominációs szerkezete

Forrás: MNB-[www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu\\_statistikai\\_idosorok](http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbhu_statistikai_idosorok) 2008.08.17.)

A korábbanál kedvezőbb forint kamatlábak, az alacsony devizahitel kamatlábak mellett a bankok hitelezési politikája a háztartások gyors hitelállomány növekedéséhez vezetett. A bankok közt folyó verseny az ezredfordulótól lényegében majdnem 2008. harmadik negyedévéig a hitelezési feltételek enyhítését vonta maga után a Magyar Nemzeti Bank hitelezési felmérései szerint. [Hajdu-Tatay 2005]

A hitelfelvétel lehetőséget teremt fogyasztás, vásárlás előrehozatalára. Ez olyan kiadások előrehozatalát is generálja, mint a lakásvásárlás, gépkocsi vásárlás. Ezekre a tartós vagyonelemekre korábban jelentős megtakarításokat képeztek megvásárlásuk előtt a háztartások. Az évek folyamán enyhülő hitelfeltételek egyre kisebb önrészt kívántak meg, illetve esetlegesen önrész, azaz előtakarékoság nélküli vásárlást is lehetővé tettek. A nettó finanszírozó képesség tehát egyrészt csökkent a hitelfelvétel miatt, másrészt bizonyos kiadásokra vonatkozó célmegtakarítások csökkenése miatt is.

### 6.3. Kamatlábak és vagyoni érték

Pénzügyi megtakarítás csak valamilyen konkrét formában, tehát befektetésként jelenhet meg. A megtakarítási döntés a pénzügyi instrumentumok jellegéből következően egyben befektetési döntés is. A háztartás szintjén ez a befektetési döntés bonyolult folyamat eredménye lehet. A pénzügyi intézményrendszer „barázdáltsága” miatt a háztartások elsődleges döntését a pénzügyi intézményrendszer csatornáiban további döntések követik az összegyűjtött tőke áttételes befektetésekor. A fejezetben tárgyalt árfolyam, hozam előrejelzési elméletek az értekezésben az 1. fejezet elméleti fejtegetéseit egészítik ki az instrumentumokba való befektetési döntések tanulmányozása révén.

A tárgyalt elméletekben a megtakarításokat befolyásoló tényezőként említik a kamatlábakat, a háztartások vagyonának értékváltozását, az egyes vagyonelemek vagyonton belüli értékalakulását. Mindezeket az elemeket azonban nem lehet szeparáltan kezelni, hiszen ezek egymással összefüggő, egymással definiálható összetevők.

Bár a korábban áttekintett elméletek kamatlábakat említenek a megtakarításokat befolyásoló tényezőként, de a közgazdasági szóhasználat sok esetben szinonimaként használja a hozamot. A pénzügyi fogalomrendszerben bizonyos instrumentumok esetén kamatot, mások esetén hozamokat említünk. Mivel napjainkban a lakosság számára megtakarítási eszközként széles paletta áll rendelkezésre, én is témám lényegét illetően azonos módon kezelem a két fogalmat.

A kamatlábak ismerete több szempontból fontos. Egyrészt a kamatlábak ismeretében dönthet az egyén arról, hogy fogyasszon vagy befektessen, amennyiben feltételezzük, hogy az egyén ilyen módon kívánja racionálisan maximalizálni hasznosságát. Másrészt a kamatlábak ismeretére van szükség az instrumentumok közti választáshoz. Meg kívánom vizsgálni, hogy mennyire lehet pontos képet alkotni a várható hozamokról, illetve az eszközök kockázatáról. Az adatok alapján megvizsgálom, hogy a háztartások megtakarításai igazodtak-e az instrumentumok hozamváltozásaihoz.

A pénzügyi eszközök árazása, ezen keresztül a hozamok előrejelzése a befektetők számára központi kérdés. Nem véletlen, hogy elméleti kutatók, gyakorló befektetők serege próbálta megtalálni a „bölcsek kövét”. Sok bizonyíték és ellenbizonyíték szól az egyes érvelések mellett és ellen. Néhány teóriát, módszert kívánok itt felvillantani annak érzékeltetésére, mennyire bizonytalanok a még sokak által használt előrejelzési technikák is.

### 6.3.1. Árfolyamok előrejelzése a racionalitás feltételezése mellett

#### Fundamentális elemzés

A fundamentális elemzés teóriáját a részvények értékelésére dolgozták ki, de mint az elemzés menetéből kiderül, ezt kiterjesztették más eszközökre is. Lényegében a megtakarítások életciklus elméletének jövedelmekre, vagyonértékelésre alkalmazott logikája is hasonló. A fundamentális elemzés a makro- és mikrokörnyezetben érvényes összefüggéseket veszi figyelembe. A vizsgált szférákra vonatkozó információk alapján keresi azt a meghatározó tényezőt, mely az árfolyamokkal való egybevetésre alkalmas. Ezt a tényezőt az adott értékpapír belső értékének nevezik és a módszert emiatt a biztos alapok elméletének hívják. Az elmélet szerint minden befektetési eszköznek van egy fix pontja vagy „belső értéke”, amelyet a vállalat jelen helyzetének és kilátásainak gondos elemzésével meg lehet határozni. Mikor a piaci érték ez alá a belső (reál-) érték alá süllyed, akkor kell megvásárolni, mivel az ingadozás, az idővel korrigálja magát.

A számítás alapja az osztalékjövedelem. A módszer bevezette a diszkontálást, melynek lényege, hogy az ember „visszafelé” számol a jövedelemmel. Azt állította, hogy a részvény belső értéke egyenlő az összes jövőbeli osztalékainak jelenlegi értékével. Az elmélet maga azt állítja, hogy a részvény értékének a vállalat jövőbeli jövedelmeit kell tükröznie, amelynek terhére majd évente osztalékot fizet. Minél nagyobb a pillanatnyi osztalék, s minél nagyobb a növekedési ráta, annál értékesebb a részvény. A jövőt illető várakozás bizonytalansága nehezíti a dolgot, mivel nem csak a hosszú távú növekedési rátát kell megbecsülni, hanem a rendkívül erős növekedés hosszát is.

Az elmélet kidolgozása több személyhez köthető. S. Eliot Guild, John B. Williams dolgozta ki az elmélet árnyalatait, aki Theory of Investment Value című könyvében konkrét képlettel áll elő a részvények belső értékének kiszámítására. [Szabó 2005]

A reálérték-teoretikusok általában a hosszú távú befektető álláspontjára helyezkednek, aki „örökre” vásárolja meg a maga részvényeit. A befektető csak az osztalékra számíthat, amelyet a társaság a részvényeiből szétoszt.

A fundamentális elemzés menete: gazdaság és a piac egésze, gazdasági ágazatok, társasági szintű elemzés.

#### 1. A gazdaság egészének vizsgálata:

A makrokörnyezet vizsgálatakor olyan tényezőket elemeznek, amelyek hatással vannak a reálszféra teljesítményére. A hatásokat indikátorok segítségével jelzik előre. A konjunktúra alakulása alapján meg lehet különböztetni vezető, együtt mozgó és követő

indikátorokat. Vezető gazdasági mutatók: két-három évvel korábban jelezhetik a tőzsdei árfolyamok alakulásában az új trendek megjelenését. Fő mutatócsoportok: magánszektor lakásépítési beruházásainak változása. Beszerzési menedzser-index: vállalati aktivitás várható alakulásáról és a vállalatvezetők jövővel kapcsolatos várakozásairól tudósít. Hasonló a fogyasztói bizalom index, mely a gazdasági kilátások, és a gazdasági helyzet irányával párhuzamosan változik. Tartós fogyasztási cikkek megrendelése: a főbb gazdasági folyamatok alakulására később reagálnak. Egyéb árfolyamokat befolyásoló adatok. Fő területei: államháztartás helyzete, infláció, kamatok, bérszínvonal, devizaárfolyamok alakulása, külgazdasági kapcsolatrendszer, termelési és felhalmozási tényezők alakulása. GDP, GNP, fizetési mérleg, nagy- és kiskereskedelmi árak, a megtakarítások, a beruházások, a költségvetési deficit, kereskedelmi mérleg, devizaárfolyamok alakulása.

2. Ágazati elemzés: A gazdaság egészétől az ágazatok eredményei eltérhetnek. Leggyakoribb események: dolgozók sztrájkja, adminisztratív korlátozások, hatósági beavatkozás. Ciklus, illetve konjunktúra érzékeny ágazatok: fellendüléskor nagyobb nyereség, recessziókor nagyobb visszaesés. Anticiklikus ágazatoknál fordítva zajlik a folyamat. Egész ágazatra átlagos nyereséget, osztalékfizetést, beruházást, árbevételt, árbevétel-arányos nyereséget és megtérülési rátákat kell számolni. Ezeket az egyes vállalat adataival kell összevetni. Így meghatározhatók a kiemelkedő, illetve lemaradó cégek.

3. Cégelemzés: A cégek egyedi elemzése egy adott cég teljesítményének értékelésére irányul. Az elemzés során megvizsgálják a vállalkozás pénzügyi mutatóit, kapcsolatrendszerét, piaci kilátásait.

Az értékpapírok belső értékét meghatározó főbb tényezők:

1. tényező: az osztaléknövekedés: a kamatos kamatnak hatalmas súlya van. 15%-os növekedésnél például az osztaléknak 5 évenként meg kell duplázódnia. Ebből következik a reálérték-teoretikusok első szabálya: racionális befektető annál magasabb árat hajlandó adni egy részvényért, aminél magasabb az osztalék növekedési rátája. Ennek a következménye pedig az, hogy az ár a növekedési ráta fennmaradásának időtartama növekedésével nő.

2. tényező: a várható osztalékfizetés. Minden más körülmény azonossága esetén a nagyobb osztalékot fizető részvények értékesebbek.

3. tényező: a kockázat mértéke. Nagyobb kockázatot nagyobb várható megtérüléssel kell kompenzálni. Minél nagyobb adott részvény árfolyam-ingadozása, (illetve az évi teljes nyereség ingadozása, amelyben az osztalék is benne foglaltatik) annál rizikósabb a befektetés. Ebből következik a harmadik szabály: a racionális (és kockázatkerülő) befektető, ha minden

más körülmény azonos, többet ad azért a részvényért, amelynek árfolyamai kisebb ingadozást tanúsítanak.

A CAPM – a tőkepiaci eszközök árazási modellje:

Az 1950-as években kidolgozott portfólió elmélet megteremtette a befektetők számára az eszközök optimális körének kiválasztásának módszerét. Nem adott azonban választ arra, hogy mennyiért érdemes ezeket megvásárolni. Az 1960-as években került sor a CAPM kidolgozására, amely a portfólió elmélet alap gondolatát tovább vée az eszközök árazására is választ adott. Az elmélet megoldást ad arra, miként lehet a különböző kockázati szintekhez hozamokat rendelni.

A CAPM modell feltevései:

1. Tökéletes piac: nincsenek adók, tranzakciós költségek, információhoz jutásnak nincs költsége, ami egyben azt is eredményezi, hogy mindenki egyformán informált. A kereskedés nyilvános, nincsenek intézményi korlátozások, azaz minden csere szabad (van short sale), minden áru (értékpapír) korlátlanul osztható, hitelnyújtás és –felvétel rögzített kamatlábon történik.
2. Racionális és homogén várakozások: a befektetők azonosan vélekednek az értékpapírok hozamának valószínűség-eloszlásáról.
3. Árelfogadó és kockázatelutasító befektetők: sok, egymástól függetlenül, önérdékét követő racionális befektető, minden piaci szereplő „kicsi” a piachoz képest, így nem számol saját keresletének, illetve kínálatának ármódosító hatásával. Nincs lehetőség arbitrázsra.
4. Technikai felvetések: nincs redundáns értékpapír, létezik legalább két értékpapír, amelyek várható hozama különböző, az értékpapírok hozamainak varianciái végesek.

A tőkepiaci árfolyamok modelljének levezetése:

1. A befektetők által a magas várható hozam és az alacsony szórás preferált. Azon portfóliók, melyek a legmagasabb várható hozamot adják adott szórás mellett, hatékony portfóliók.
2. Ha egy részvény portfólió kockázatára való hatását vizsgáljuk, akkor a részvény kockázatának portfólió kockázatához való hozzájárulását kell vizsgálni. Adott részvény hozzájárulása attól függ, hogy adott részvény a portfólió piaci értékének változására mekkora érzékenységgel reagál.
3. Bétának hívják az értékszámot, amely kifejezi, hogy adott befektetés mennyire érzékenyen reagál a piaci portfólió értékének változására. A béta tulajdonképpen az adott befektetés piaci portfólió kockázatához való hozzájárulását jelzi.

4. Ha a piacon kölcsönfelvétel, illetve hitelnyújtás lehetséges a kockázatmentes befektetések hozamának megfelelő kamatláb mellett, akkor minden befektetés kockázatmentes befektetést tartalmazó részre és meghatározott kockázatú részvényportfoliót tartalmazó részre bontható.

A CAPM akkor és csak akkor érvényes, ha a piaci portfolió hatékony. Ez a feltétel akkor teljesül, ha minden befektető egyforma információkkal rendelkezik, és ugyanazok a lehetőségei, mint mindenki másnak.

A modell azt mondja ki, hogy minden befektetésnél arányos a bétával a várható kockázati díj, vagyis az összes befektetés hozama a kincstári váltó hozamát a piaci portfolióéval összekötő értékpapír-piaci egyenesen fekszik. Az összes részvényt vizsgálva éppen a piaci portfoliót kapjuk, és megállapíthatjuk, hogy átlagosan az értékpapír-piaci egyenesen találhatóak. Az összes részvény kockázat-várható hozam pontja az értékpapír-piaci egyenesen fekszik, várható kockázati díja pedig a kockázatmentes hozam és az eszköz bétájával arányos kockázati prémium összege. Az elvárt hozam ismeretében, azzal diszkontálva egy eszköz jövőbeli pénzáramlásait megadható az adott eszköz ára. [May 2003]

A hatékony piacok elmélete:

A racionalitás és ennek következtében azonos cselekvések feltételezése érdekes következtetésekhez vezetett a hatékony piacok elméletének kidolgozásakor.

A hatékony tőkepiacok elmélete a piac hatékonyságának 3 erősségét különbözteti meg (gyenge, közepes és erős hatékonyság) attól függően, hogy a tőkepiaccal kapcsolatos információk a piaci résztvevők milyen köréhez és milyen gyorsan jutnak el [Bodie – Kane Marcus 1996]. A gyenge változat szerint az eddigi árfolyamokból nem következnek a későbbiek. Félerős változata szerint a közzétett információk sem segítik az árfolyamok jóslását. Az erős változat szerint semmi, még a titokban maradt újdonság sem segít semmit a majdani árfolyam megbecslésében, mivel mindaz, ami tudott vagy tudható, máris ott van a részvény pillanatnyi árfolyamában.

Gyengén hatékony tőkepiacok elmélete (bolyongáselmélet):

Mit jelent a bolyongás? Olyan mozgást jelent, amelynek további lépéseit, irányát az eddigi lépésekből megjósolni nem lehet. A részvénypiacra alkalmazva: a részvényárfolyamok rövid távú változásait nem lehet előre látni.

Kendall 1953-ban a Journal of the Royal Statistical Society-ben cikket írt, melynek apropója a visszatérő árciklusok voltak, pontosabban lettek volna, ugyanis nem talált egyet sem. Az árfolyamok sorozata úgy tűnt véletlenszerűen viselkedik, azaz bolyong. Ennek a



bolyongásnak a szemléletes példája a fej vagy írás játék. Kendall vizsgálatában azt állapította meg, hogy a nyereségek vagy veszteségek sorozata pont annyira véletlenszerű volt, mint a fej vagy írás játékban. Igazából ezt a jelenséget Bachelier már 53 évvel előbb leírta. Ha meghatároznák az előző napi árfolyammozgások az aznapiakat, akkor pozitív korrelációs együttható lenne, ha nincs összefüggés, akkor nulla. Gyakorlatban ez az érték nagyon elhanyagolható volt. Statisztikai szempontból tehát azt mondja ki, hogy a megfigyelt jelenséget leíró múltbeli adatsor elemzése alapján semmit sem lehet mondani az adatok jövőbeli alakulásáról. Ez statisztika nyelvén megfogalmazva azt jelenti, hogy egy részvény különböző időpontbeli (jellemzően napi) árfolyamai közt nincs szignifikáns korreláció.

Ez gyakorlatban lefordítva azt jelenti, hogy az értékpapírok árfolyama teljes mértékben tükrözi a piacra érkező információkat, az árfolyamok múltbeli alakulását, az árfolyamváltozásokat és egyéb adatokat. Emiatt a részvények múltbeli áralakulásából semmilyen következtetést nem lehet levonni a jelen- és jövőbeli áralakulásra vonatkozóan, mivel az összes múltbeli információ már beépült az árakba. Adott papír alul vagy felülértékelttségére vonatkozó információk véletlenszerűen érkeznek a piacra, a hatásukra változó árfolyamok is véletlenszerűen fognak változni, vagyis nem lehet őket előre jelezni. Emiatt a tőzsdei árfolyamok előre jelezhetetlenek, így az erre irányuló erőfeszítés hiábavaló.

A bolyongás elmélet nem azt állítja, hogy a részvény árfolyamok találmányra, ötletszerűen alakulnak és semmi közük a fundamentális információk változásához. Az elmélet szerint a piac annyira hatékony, és az árfolyamok olyan sebesen igazodnak az új értesülésekhez, hogy egyszerűen nem lehet olyan gyorsan adni-venni, hogy az ember konzisztensen nyerjen.

Közepesen hatékony tőkepiacok: Az értékpapírok árfolyama gyorsan reagál a nyilvánosságra hozott információkra, vagyis teljes mértékben tükröz minden nyilvános információt. Nem csak a piaci információkat, hanem egyéb adatokat is figyelembe vesz (nyereség alakulás, likviditás, makrohírek, politikai változások stb.). A publikált információ emiatt nem segítheti az elemzőt az alulértékelt részvények kiválasztásában. A piaci árstruktúrába eleve beépült mindaz a nyilvános információ, amit a vállalati mérlegek, jövedelembevallások, osztaléknyilatkozatok tartalmaznak. Ezért az adatoknak a profi elemzése felesleges.

Erősen hatékony tőkepiacok: A tökéletesen hatékony piacon minden információ mindenkire azonnal eljut. A tökéletesen hatékony tőkepiacon az értékpapírok árfolyama tükrözi az összes rendelkezésre álló információt, és csak akkor változik meg, ha új

információk érkeznek a piacra. Emiatt mindenki ugyanazon információk birtokában hozza meg befektetési döntéseit, tehát nem fordulnak elő rendkívüli profitok. Az árfolyamok minden (nyilvános és egyéb) információt teljes mértékben tükröznek. Ebből következően nincs olyan befektetői csoport, amely monopolisztikus helyzetben van a piacon, azt befolyásolja és átlagon felüli megtérülésre tesz szert, mivel minden szereplőnek egyenlő hozzáférése van minden információhoz. Ilyen piacon alakul ki az egyensúlyi állapot, amikor minden újabb információ az értékpapírok belső értékének változását tükrözi, és ennek következtében módosul a piaci árfolyam. Az árfolyam hatékonysága attól függ, az értékpapír-elemzők becslései milyen szórást mutatnak. Az árfolyamok akkor lesznek hatékonyak, ha az értékbecslések többségében megegyeznek. Az eddigiek miatt tehát a fundamentális elemzőt nem csak a már ismert információk, de a nyilvánosságra még nem került adatok sem tudják segíteni. A részvény árfolyamában ugyanis nem csak a nyilvánosságra hozott értesülések tükröződnek, hanem minden, ami egyáltalán megtudható az adott cégről. Eszerint tehát még a „bennfentes” információnak sincs haszna. Az alapprobléma az, hogy az értékpapír-elemzők nagyon jól és villám gyorsan képesek elemezni és cselekedni az információknak megfelelően. Az információ nagyon gyorsan terjed, és szinte azonnal tükröződik a piaci árakban. Emiatt az igen gyors reagálás miatt a fundamentális elemzési módszerrel nagyon nehezzé válik nagyobb profitok realizálása. Ha tehát a piacok hatékonyak, akkor az értékpapírok árfolyama minden rendelkezésre álló információt tükröz. Az hihető, az a tény, hogy a pénzügyi intézmények képtelenek hosszú távú extraprofitot termelni, azt bizonyítja, hogy a vagyonkezelő szakemberek nem értik a dolgukat. A piaci hatékonyság azonban azért létezik, mert erős a verseny és a vagyonkezelők végzik a munkájukat. A tőkepiacok hatékonyságához nagyszámú profitmaximalizáló befektetőre van szükség, hiszen csak ez által valósul meg az árfolyamok gyors alkalmazkodása a véletlenszerűen érkező információkhoz. [Malkiel 1998]

### **6.3.2. Árfolyamok előrejelzése - túl a racionalitáson**

A piaci szereplők viselkedésének vizsgálatakor számos szakember arra a következtetésre jutott, hogy a szereplők viselkedése irracionális elemeket mutat. Az a szigorú feltételezés, hogy a befektetők viselkedése mindig a gazdasági racionalitáson nyugszik vitatott. Ez a vélemény szintén népes tábort mondhat magáénak. Sok piaci elemző kívánja kihasználni a pszichikai okokra visszavezethető piaci mozgásokat. Sok kutató pedig a mögöttes okokat akarta feltárni. Ebben az alfejezetben a pszichológiai hatásokat kihasználó

technikai elemzés gondolkodásmódját mutatom be röviden, majd az irracionális viselkedés okait feltáró fontosabb kutatási eredményekkel foglalkozom.

A technikai elemzés:

A technikai elemzés a piac azonosítható trendjeire, ciklusaira épít. Nem foglalkozik az elemzés az árfolyamokat mozgató okokkal, csak a következményekkel, vagyis az árfolyammozgásokkal. Bár a technikai elemzés során a matematika, a statisztika eszköztárát is alkalmazzák, az árfolyamok mozgását mégis pszichológiai okokra vezetik vissza. A technikai elemzők csak a pszichológiai okok folytán várható árfolyammozgásokra koncentrálnak. Az alkalmazott eszköztár rendkívül széles, így csak néhány elemet mutatok be az elemzés lényegét bemutatóként.

A technikai elemzők az árfolyamok múltbeli alakulásának statisztikai elemzésével, azok változására jellemző visszatérő minták és prognózisok (trendszerűség, extrapoláció), a piac hangulatát és a piac szerkezetét bemutató indikátorok alapján kísérik meghatározni a vizsgált pénzügyi termékek (értékpapírok, határidős termékek, devizák, áruk) jövőbeli árfolyamát. Az elmélet feltételezi a piac diagnosztizálható pszichológiai jellemzőinek meglétét. Tulajdonképpen trendeket azonosít és azokat, illetve változásait jelzi elő a pénzügyi piac különböző szegmenseiben. A pszichikai értékekre összpontosít. A „mozgalmat” Lord Keynes hirdette meg. Szerinte a belső értéket túl nehéz meghatározni. A sikeres befektető szerinte azt próbálja kitalálni, hogy milyen befektetési helyzetekben várható nagy léptékű légvárépítkezések beindulása, és akkor felvásárolja az arra érdemesnek ítélt részvényeket. Keynes szerint senki nem tudja, mi minden befolyásolhatja a majdani hozam, illetve osztalék mértékének alakulását. Úgy gondolta, a legtöbb ember nem abban serénykedik, hogy remek, hosszú távú, a befektetés teljes tartamára érvényes hozam-előjelzést szerkesszen, hanem abban, hogy konvencionális elemző módszerekkel a nagyközönségnél hamarabb vegye észre a változások előjeleit. Vagyis a dörzsölt játékos látja, hogy a győzelem szempontjából mellékes a saját ízlése. Jobb stratégia, ha a sokaknak tetszőt választja. Keynes magát a részvénykiválasztást ennek szemléltetésére „szépségversenyként” írta le. Csakhogy nemcsak az előbb említett, hanem a többi játékos is valószínűleg dörzsölt. Tehát meg kell saccolni, hogy az átlagvélemény milyennek fogja saccolni az átlagvéleményt. [Brunnenmeier 2001]

Pontokba szedve tehát a következővel foglalkozik egy technikai elemző:

- A tőzsdei árfolyamok múltbeli alakulását figyeli, és abból von le következtetéseket a várható jövőbeli eseményekre vonatkozóan.

- A tőzsdei befektetések várható eredményét próbálja javítani, és a trendváltozásokat kísérli meg azok korai szakaszaiban felismerni.

- A piaci mozgásokat, a kereslet-kínálat hatását és az áralakulást vizsgálja, és abból következtet a jövőre.

- Okokkal nem foglalkozik, csak az okozatot kutatja.

- Előrejelzései ultra rövid, rövid és középtávúak.

A chartista elemzés területei: piaci hangulat, források áramlása, piaci szerkezetet leíró indikátorok elemzése.

A technikai elemzés első elve, hogy az árfolyamok, és a forgalom már magában hordozza az alapvető információkat. Ezek szerint az adott vállalat eddigi piaci áraiban automatikusan tükröződik jelenlegi bevétele, osztaléka, sőt a jövőben várható teljesítménye is. Második elve kimondja, hogy az árfolyamok többnyire trendek szerint mozognak, alakulásuk nem véletlenszerű, szabályszerűség figyelhető meg mozgásukban. Harmadik elve az, hogy a történelem ismétli önmagát, vagyis a piaci szereplők általános magatartási szabályokat követnek, hasonló szituációkban hajlamosak hasonlóan viselkedni.

A piaci szereplők viselkedésére építve számtalan irányba alakult ki a technikai elemzés elveinek. Ilyenek a Dow elmélet és az Eliot hullámok elmélete példaként.

DOW-elmélet: A piac csúcs felé történő elmozdulásakor a csúcs lesz az ellenállási pont, mivel az elmélet szerint, aki elmulasztott eladni, újabb emelkedésnél ezt a pontot választaná kiszállásinak. Ha újra emelkedni kezd az árfolyam, ez lesz az ellenállás, amit ha áttör, akkor folytatódhat a további emelkedés, és a korábbi ellenállás támasszá változik. Ha a piac nem jut túl a korábbi csúcson, azt az elemzők a további csökkenés jeleként értékelik. Az indexekben minden tükröződik, vagyis az egyedi részvényárfolyamok minden információt tükröznek, az indexek pedig a piac esetében működnek ugyanígy.

A piacon egyszerre három trend uralkodik: elsődleges, ami legalább egy, de inkább több évig tart, másodlagos trend: 1-3 hónapig tart, minor trend: egynapos is lehet, de maximum három hetes. Függhet a manipulációktól.

Az elsődleges trend a befektetők informális aszimmetriája miatt három szakaszból áll: felhalmozás – jól informáltak vásárlásai, kiterjedés – technikai traderek vásárlása a javuló fundamentális információk és környezet hatására, szétterülés – kisbefektetői vásárlások. Az indexeknek igazolniuk kell egymást A forgalom megerősíti a trendet.

Elliott féle hullámelmélet: azt állítja, hogy a befektetői pszichológia hullámai prognosztizálhatók, és ezért mozog az árfolyam ár-apályszerűen. Az elméletet 1938-ban publikálta. A Dow teória trendekre vonatkozó állításait figyelembe vette és kiegészítette. Egy ciklus szerinte 5+3 részből áll: emelkedés szakasza (1-5), korrekció (3). Hullámcsúcsok és völgyek aránya viszonylag állandó.

Technikai elemzők eszköztára is széles. Az elemző chartokat használ munkája vizualizálása céljából. Ezek fajtái: egyszerű vonal diagram (line), vonal OLHC diagram (bar chart), gyertya diagram (Japanese candlestick), O-X diagram (point and figure chart).

A technikai elemzés által használt indikátorok a piaci hangulatot, a források áramlását és a piaci szerkezetet leíró indikátorok.

Piaci hangulatot leíró és forrásáramlási indikátorok: A különböző piaci szereplők lehetnek optimisták, pesszimisták, és neutrálisak. Bár ez utóbbiak gyakorlatban inkább valamelyik előző csoportba tartoznak, mivel aki nem adja el értékpapírjait, vagyis zárja a pozícióit, inkább optimista, aki pedig nem vásárol, vagy nyit újakat az inkább pesszimista típus. Ezek az objektív vagy szubjektív döntések rengeteg dolog függvényei, viszont elég jól mérhetők a pozícióvállalások súlyozott átlaga alapján. A piaci hangulat a forrásbeáramlással, illetve kiáramlással, vagyis a piaci likviditásváltozással függ össze.

Fedezetlen eladások aránya: A fedezetlenül eladó arra számít, hogy az árfolyamok csökkennek a jövőben, így pozícióját zárhatja, és visszavásárolhatja alacsonyabban a papírt. Minél több a piacon a shortos, annál többen számítanak árfolyamesésre, és így annál pesszimistább a hangulat. A forgalom nagyságához és időbeli változásaihoz kell viszonyítani. Minden short pozícióhoz tartozik egy zárás, ezért nem mindegy, hogy a változás vizsgálata mely időszakban történik. A fedezetlen eladások aránya az ilyen eladások állományának előző havi napi átlagforgalomhoz viszonyított arányát mutatja. A pozíciók tömeges zárása a negatív trend megváltozásához vezet.

Eladási és vételi opciók forgalmának aránya: Az eladási (put) opció az áresésre való spekuláció eszköze. A veszteség itt maximum az opciós díj lehet az opció vevője szempontjából (eladója szempontjából elvileg végtelen). A put-call arány az esésre, illetve emelkedésre vonatkozó várakozások viszonyáról tájékoztat.

A befektetési hitelek állománya: A befektető értékpapírok (részvények) vásárlására használja fel. A hitelállomány a piac tartós emelkedését követően az árfolyamesés, vagyis a trendváltás előtt éri el a maximumát. A fedezet emelkedő piac esetén nő, mivel a hitellel szemben felértékelődő pozíció áll. A befektetési hitelek csökkennek trendforduló, illetve

csökkenő árak esetén, ha a befektetők nem növelik a fedezetet. Ilyenkor a fedezetül szolgáló részvények eladásai megkezdődnek, és a hitelek a befolyó pénzekből csökkenésnek indulnak.

**Bennfentes kereskedés:** az értékpapír szabályozás meghatározza, kik számítanak bennfentes személyeknek, és nekik meghatározott módon a felügyeleti szerveknek jelenteni kell az adásvételeiket. Ezek a szereplők jobban informáltak a cég helyzetéről, vételeik az árfolyamok növekedését, eladásai az árfolyamok csökkenését jelzik előre. Általában az összes bennfentes kereskedését vizsgálják. Mutatója a bennfentes eladások és vásárlások aránya. A mutató tartós emelkedése és 70% feletti aránya utáni megfordulása a piaci emelkedés végét, illetve a 60% alá esés az újbóli emelkedést jelzi előre a tapasztalatok alapján.

**A tanácsadók és pénzügyi szakírók véleménye:** a pénzügyi tanácsadók és hírlevélírók kontraindikátorok, vagyis véleményük a megfigyelések alapján együtt mozog a részvényárakkal, és minél magasabbak az árfolyamok, annál optimistábbak, illetve minél alacsonyabbak az árfolyamok, annál pesszimistábbak. A nyilvános hírlevél vélemények vételi vagy eladási javaslatának számát összegezve olyan mutató konstruálható, amely minél magasabb vételi arány mellett az árfolyamok csökkenését, a magas eladási javaslati arány esetén az árfolyamok emelkedését jelzi előre.

**Közvélemény-kutatások:** Kiválasztott populáció közvélemény-kutatásának eredményeit összegzik a piacról alkotott véleményük alapján. A szociálpszichológiával foglalkozók szerint a piaci emelkedések végén mindenki erősen bevásárolt már és tartja a pozícióját, ezért már csak öngazolásból mondja, hogy emelkedik a piac. Mivel azonban az ilyen pozitív vélekedések arról tanúskodnak, hogy folyamatosan csökken a piacon még megjelenő aktív vevők száma és forrásaik nagysága, egyre inkább közeledik az árfolyamcsökkenés kezdete.

**Intézményi befektetők adatai:** az intézményi befektetőkbe áramló vagy innen visszavont befektetői pénzek állományának alakulása, ezen intézmények tevékenysége tükrözi a befektetők általános vélekedését a piac várható alakulásáról, illetve a pénzáramlásokról tudósít. A leginkább vizsgált mutató a nyílt végű befektetési alapok portfólióin belül a készpénz (pénzgyenértékesek) aránya az összes eszközhöz képest. Ez az arányszám a piaccal ellentétesen mozog, ugyanis az árfolyamok emelkedésével párhuzamosan csökken, illetve az árfolyamok csökkenésével párhuzamosan nő a készpénzállomány. Okai: a portfólió szerkezete azáltal is változik, hogy a készpénzarány is változik, ha készpénz nem áramlik ki vagy be az alapokból, de az értékpapírok, így különösen részvények árfolyama és így a

portfolió e részének értéke és aránya a portfolión belül emelkedik, vagy csökken. Másrészt a csökkenő árfolyamokkal jellemezhető piacon az alapkezelőknek számítaniuk kell arra, hogy a befektetők visszavonhatják pénzüket a befektetési jegyek visszaváltásával, és ezért erre is tartalékot kell képezni. A készpénzarányon kívül a befektetési alapokba áramló új pénz vagy onnan kivont pénz nagysága és időbeli alakulása is fontos indikátor, hiszen csökkenti az adott piacon rendelkezésre álló likviditást. Sajnos csak jelentős késéssel férhetők hozzá az adatok, ezért trend előjelzésre csak korlátozottan, és emiatt csak hosszú távon alkalmazhatók. Ezen kívül a klasszikus kisbefektetői attitűdöt is jelzi, mely a trendváltásokat inkább követi, mintsem előre jelzi. Viszont a korábbi ciklusok tanulmányozása és az akkor tapasztalt kisbefektetői magatartással való összevetése ad támpontot az előrejelzésre. A befektetési alapok mellett nyugdíjalapok, nyugdíj-előtakarékossági számlák, biztosítók adatai is hasznosak a hosszabb távú trendek szempontjából.

A piac szerkezetét leíró indikátorok csoportjai a következők: árfolyam, időtáv, forgalom, szélesség. Ezek az indikátorok a főbb árfolyamindexek, árfolyamátlagok alakulásáról, egymáshoz viszonyított mozgásáról tanúskodnak, és ebből a szempontból fontos, hogy milyen időtávon milyen ciklusok ismerhetők fel, illetve milyen forgalom tartozik hozzájuk és mennyire széles a piac. A mutatók emelkedés illetve süllyedés esetén egy ideig együtt mozognak, de meg is változhat ez az együttmozgás.

A különböző indexek vizsgálata elemzői eszköz: Az egyes értékpapírok, pénzügyi instrumentumok áraiból képzett árfolyamátlagok vagy –indexek az adott piac átlagos árszintjét, illetve annak elmozdulását mutatják meg. Létezik egyszerű számtani átlagból képzett súlyozatlan index. A későbbiekben megjelentek a kapitalizációs súlyozású indexek, melyek már figyelembe vették a cégek eltérő tőkepiaci méretét (részvények száma\*árfolyam). Ezek az indexek nem veszik figyelembe, hogy az összes részvényből mennyi van a piacon. A szakmai befektetők, illetve kormányok által birtokolt évekig nem mozgatott részvénycsomagokat is figyelembe veszik. Ezt figyelembe véve lehet számolni közkéz hányadnak számító részvény mennyiség kapitalizációjával súlyozott indexet. Ez az index a likviditást nem tükrözi. A nagyobb társaság nem biztos, hogy a forgalomban is ekkora arányban vesz részt. Emiatt szoktak forgalommal súlyozott indexeket számolni. Árfolyam interpretációs probléma, hogy adott időpontban az indexek értéke nem biztos, hogy trenden helyezkedik el, sőt, általában alatta vagy felette vannak az értékek. Emiatt számolnak mozgóátlagokat, és így az adott időpontot megelőző meghatározott nap átlagainak értéke, és nem az adott árfolyam jelenik meg a grafikonon. A napi indexekkel vizsgálva előfordul, hogy

a görbék keresztezik egymást. Az esetek jelentős részében egy rövid vagy hosszabb ciklus, vagy trend változásáról szól. A nagyobb indexeket főbb szektorok szerint szokták bontani, mint például szállítási, közmű-, ipari, pénzügyi, technológiai, szolgáltatási és kereskedelmi. Globális indexeket szoktak földrajzilag is bontani a szektorális mellett. Például az EMEA bontása kontinensek - Európa, Közel-Kelet és Afrika – alapján történik. Lehet régiók fejlettsége alapján is bontani, mint például a feltörekvő piaci indexek.

Csoportok közötti ciklusok: A gazdaság, főbb áru-, pénz- és tőkepiacok, és a részvénytőzsdéken belüli szektorok időben eltérő módon, de együtt mozognak. Ez az időbeli eltérés az egyes piacok és szegmensek egymáshoz viszonyított teljesítménye adott időszakban elárulja, hol tart egy adott hosszabb vagy rövidebb ciklus. Vannak ciklusokat előre jelző, együtt mozgó és követő gazdasági indikátorok, a részvénytőzsdén pedig megelőző, együtt mozgó és követő szektorok. Lényeg, hogy a ciklus mely pontján mutat a piac egészéhez képest legjobb viszonylagos teljesítményt egy csoport. A ciklusok logikája függ attól, hogy mi az adott ciklus húzóereje. A nyolcvanas évek fellendülését például a fogyasztás, a kilencvenes éveket pedig a beruházások húzták. A ciklust inflatorikus és deflatorikus szakaszokra szedik szét. Az inflatorikus időszakok az alapanyag-ágazatoknak és az árutőzsdéi termékeknek tesznek jót, viszont a kötvénypiacnak rossz, tényezőfüggően a részvényeknek jó is, rossz is lehet. A megállapítás fordítva is igaz. Egy szektoron belül eltérő hatású is lehet a két szakasz. Az inflatorikus szakasz és a kötvénypiac esése rossz a befektetési bankoknak, mivel a kötvénypiaci kereskedéshez nagy portfóliót kell finanszírozni, jó a hitelintézeteknek, mert nő a kamat, és ezzel a kamatrés is. A hitelintézeteknél is lehet különbség, mert a hosszú távú kihelyezéseket rövid forrásokkal finanszírozóknak (jelzálog- és ingatlanfinanszírozók) rosszabbul járnak, a rövid vagy hosszú lejáratú forrásokkal rövid kihelyezéseket finanszírozó intézmények (fogyasztói hitelezők, hitelkártya-üzletágak) viszont jól.

Időtényező: Minél hosszabb ideig és minél jobban tér el egy mutató a trendtől, annál hosszabb ideig és amplitúdóval fog korrigálni, amikor az iránya megváltozik. Ha az árfolyammozgás időszaka hosszú, annál több befektető tud bekapcsolódni, aztán a fellendülés ereje még inkább a túlreagálás irányába viszi a piacot. A szektorok emelkedésének üteme és amplitúdója eltérő, viszont az adott ciklus hosszúsága azonos minden egyes szektorban és piacon, nemzetközi viszonylatban is. A különböző időtartamú és jellegű ciklusok általában felfekszenek trendjüket nézve egy mindent magába foglaló hosszabb ciklusra, amelyek egy még hosszabbat képeznek. Ez a felfekvés az összeadódás. Az idősorok trendje alapján létezik szekuláris, ciklikus, szezonális és véletlenszerű. A négyéves ciklusok a Kitchin-ciklusok. A



szekuláris trendek több négy éves ciklusból állnak össze. A Kondratyev-ciklusok 50-54 évesek. Ezen kívül ismernek 18, illetve 9 éves ciklusokat is. A ciklusokat időszakonként visszatérő minták alapján azonosították. A szezonális ciklus éven belüli.

Forgalom: szokatlan változása trendfordulót jelezhet az árfolyamokban. Az árfolyamokkal együtt növekvő ciklus normális jelenség, mivel azt mutatja, hogy az árfolyam-emelkedés a piacra újonnan érkező pénzek hatására valósul meg. Ha az árfolyam-emelkedés gyenge forgalom mellett valósul meg, a jelzés arra vonatkozik, hogy az erő elfogyhat az emelkedésből. Ha új árfolyamcsúcs elérésekor a forgalom alacsonyabb, mint az előző árfolyamcsúcskor, az árfolyamnövelő likviditás fogyását, vagyis trendváltást jelent. Az a jó, ha az emelkedést lassan emelkedő forgalom és árak jellemzik, ilyenkor egyre több piaci szereplő tud bekapcsolódásával likviditást adni a piacnak. Ha kifogy az utánpótlás, látványosan összeesik a piac. A forgalomelemzésben is léteznek ciklusok. Általában a forgalom néhány hónappal az árfolyamcsúcs előtt eléri maximumát. Az oszcillátor két mozgóátlag hányadosaként jön ki. A referenciavonal jelzi a két átlag egyezőségét. A forgalom oszcillátor vételi és eladási jelzések vizsgálatára szolgál.

A piac szélessége: mutatja, hogy a piaci mozgások mennyire általánosak, a forgalomban lévő papírok mekkora részét érintik. Minél kevesebb részvény mozog a piaccal együtt, annál valószínűbb a trendváltozás. Fontos a felmenő, és eső árfolyamú részvények aránya. Emelkedő piacon a magas arány, csökkenőn az alacsony arány erősíti a trendet. McClellan-oszcillátor, a felmenő és eső részvények különbségének 19 és 39 napos exponenciális mozgóátlagai különbségeként kapjuk meg. A mutató kumulatív változata napi ingadozások kisimítására szolgál. A diffúziós indikátor a pozitív trendben részt vevő papírok százalékát határozza meg. Az új árfolyammaximumot és –minimumot (52 hét alatt) elérő részvények számának alakulása is fontos. Ha már a maximumot elért részvények száma nem növekszik, közeledik a trendforduló.

Trendelemzés és előrejelzés: a trendek azonosítása és trendfordulók felismerése a célja. A trendfordulók előrejelzésének legegyszerűbb módja a trend azonosítása, illetve a rövidebb ciklusok emelkedései és visszaesései alapján adódó maximum- és minimumpontok egymáshoz viszonyítása. A trend úgy rajzolódik fel az árfolyamgörbén, hogy az árfolyam folyosókban ingadozik, a felső értéktől nem tud tartósabban felfelé, az alsó szinttől pedig lefelé elszakadni. Ahol a kitörés létrejön, ott változik a trend. A piac alján, a feltöltődés területén minél tovább tartózkodik az árfolyam, annál több részvény vándorol bizonytalan kezekből erős kezekbe, és annál biztosabb az alapja az elemzésnek. A tetején a fordítottja az

igaz. A fellendülésről elmondható, hogy általában több hullámban valósul meg, újabb és újabb maximumokat elérve, a lendület akkor törik meg, amikor egy mini ciklus emelkedése után nem tud újabb maximumot elérni.

Árfolyamminták, alakzatok: A legismertebb formák: fej-váll, kettős csúcs, dupla fenék, szélesedő ingadozási sáv, háromszögek, zászló, kottazászló, ékek, rés, fazék, kupolás tető.

Persze egyszerű felsorolással az elemzők nem elégednek meg, az alakzatokat a következő csoportokra bontják:

1. Trendet jellemző alakzatok: trendvonalak, csatorna, legyezőelv stb.
2. Trend folytatódását jelző alakzatok: zászlók, háromszögek, rések stb.
3. Trendfordulót jelző alakzatok: ellenállási és támaszvonalak, kettős csúcs, fej-vállak, csészealj, kimerülési rés, tüske stb.

A mozgóátlag számításnál fontos, hány napi mozgóátlagról van szó. Legfontosabb információi pedig a metszési pontok, ahol a mozgóátlag görbék metszik egymást, illetve a napi átlagot mutató görbét. A súlyozásnál a frissebb adatok nagyobb súlyt kapnak, mint a régebbiek. A mozgóátlagok fajtái: egyszerű, súlyozott, exponenciális, trianguláris, változtatható. A boríték olyan mozgóátlag görbék segítségével konstruált trendcsatorna, mely a mozgóátlag kétoldali párhuzamos görbéiként jön létre és vezeti a napi árfolyamgörbét.

Bollinger szalagok: két különböző statisztikai módszer vegyítése. A közép vonal mozgóátlagolással, az alsó és felső szalagok közép vonaltól szórással történő eltolással kaphatók meg. A támasz és ellenállás vonalaknak felelnek meg.

A mozgás lendülete indikátor: az emelkedő trendet egyre lassuló lendülettel jellemezhető.

A momentum mérésének lehetséges formái: a változás üteme, viszonylagos erő, a mozgóátlagok konvergenciája és divergenciája.

Ha két mozgóátlagot osztunk egymással, akkor a mozgóátlag-konvergenciát és – divergenciát kapjuk (MACD). A mozgóátlagot exponenciálisan számítják, a közelebbi időpontok súlya nagyobb. Ha a magasabb MÁ alulról metszi a lassabbat vételi jelnek, ha a gyorsabb MÁ felülről metszi a lassabbat, eladási jelnek számít.

Szűrő szisztéma: Szabályai szerint a mélypontot elért, majd onnan adott mértékkel felfelé elinduló részvény emelkedő trendűnek számít. Fordítottját, vagyis amikor egy részvény elérte a csúcspontját és onnan indul lefelé adott mértékkel süllyedő trendűnek tartják. A részvényt a mélypontról történő előre elhatározott mértékű felfelé mozdulás után

kell eladni, és a csúcstól visszaforduló szintén adott mértékű lefelé mozdulás után eladni, esetleg az eredeti mennyiségnél többet is. Emiatt szokták a stop-loss nevű megbízást alkalmazni.

Relatív erő szisztéma: A befektető a múltban átlagot felülmúló részvényt veszi, majd tartja, a korábbi alulteljesítőket pedig kerülni fogja.

Ár-volumen szisztéma: A stratégia arra alapoz, hogy egyre növekvő forgalom esetén olyan vásárlói kereslet jelentkezik, amely még tovább fogja emelni az árfolyamot. Nagy forgalom melletti csökkenést kedvezőtlenül ítélnék meg, mivel a további csökkenés lehetőségét látják benne.

Money flow: Olyan mutató, amely adott részvényre is és a piac egészére is nézi az aznapi üzletek nettó új források megjelenését vagy kivonását eredményezték. Birinyi László találta ki, aki a Salomon Brothers befektetési bank részvényelemzője volt. Azt méri vele, mennyi volt az árfolyam-emelkedéssel és árfolyamcsökkenéssel járó ügyletek adott pénzben kifejezett értéke. Azt állítja, önmagában adott árfolyam növekedése vagy csökkenése még nem jelenti bizonyos trend kialakulását, mivel adott pénzben kifejezve az árfolyam úgy is eshet, hogy a vásárlás több, mint az eladás. Kiszűri az alacsony forgalom melletti árfolyamváltozásokat, amelyek adott piaci szereplők piacbefolyásolása miatt mentek végbe.

Funds flow: Hasonlít az előbb említett money flow-ra, a különbség annyi, hogy egyes alapoknál vizsgálja a be és kiáramló pénzmennyiségeket. Azért teszi ezt, mert a részvényalapok a pénzeket részvénybe fektetik, ha pedig nő a beáramló pénz mennyisége egyéb tényezők változatlansága esetén, akkor ez az árfolyamok emelkedéséhez vezethet, ha csökken a pénzmennyiség, az pedig az árfolyamok eséséhez. Kisbefektetők viselkedését modellezi, mivel nagy többségben magánbefektetőknek értékesítik a befektetési alapokat. [Kecskeméti 2006]

A kilátáselemélet és a pénzügyi viselkedés tan:

A technikai elemzők nem érdeklődnek az árfolyamokat mozgó tényezők után. Más kutatók viszont a hullámzást keltő okokra fordították figyelmüket. Az irracionális viselkedésre, az irracionális okaira és következményeire sokszor nem is közgazdászok, hanem pszichológusok irányították a figyelmet.

Kahneman és Tversky [1979] munkásságához köthető olyan leíró jellegű modell létrehozása, amely az emberi cselekvésre és döntésekre irányuló empirikus vizsgálatokon

alapult. A várható hasznosság elvének hiányosságaira mutat rá a kockázatos helyzetekben való döntéshozatal szempontjából. Rámutat arra a tényre, hogy a gazdasági szereplők bizonytalan kimenetekkel rendelkező döntési helyzetekben hajlamosak szisztematikus hibákat véteni megsértve a racionális viselkedés alapelveit. A kilátáselmélet azt mondja ki, hogy az egyes bizonytalan kimeneteket tartalmazó kilátásokban a döntési súlyok nem egyeznek meg a várható valószínűségekkel. Az emberek a pusztán valószínű eseményeket alábecsülik a biztos eseményekhez képest. A szélsőségesen alacsony valószínűségeket alul-, a nagyon alacsony valószínűségeket túlértékelik. Másik fontos megállapítás az, hogy az emberek számára egységnyi pénzösszeg elvesztése nagyobb hasznosságvesztést okoz, mint amekkora hasznoságtöbblettel ugyanazon pénzösszeg megnyerése járna. A várható veszteségek elkerülése érdekében a szereplők hajlamosak a kockázatvállalásra, míg ha a kilátások nyereséggel kecsegtetnek, akkor kockázatkerülő magatartás jellemző rájuk. Ezt a jelenséget hívják tükrözéshatásnak. A szereplők döntései attól függenek, hogy az adott kilátások milyen keretek közt kerülnek megjelenítésre. Vagyis ha egy kérdést úgy tesznek fel, hogy a már meglévő ezer forintjához ötven százalék, hogy kap egy még ezer forintot és ötven százalék, hogy nem kap semmit, vagy pedig biztosan kap ötszáz forintot, akkor az utóbbi verziót választották. De ha úgy tették fel a kérdést, hogy a meglévő pénzéhez még kap kétezer forintot, majd első esetben ötven százalék, hogy veszít ezret, illetve ötven százalék, hogy nem nyer semmit, vagy pedig biztosan veszít ötszáz forintot, akkor az előbbit választották. Vagyis a várható hasznossági axiómáknak ellentmondva kockázatkerülőből kockázatkeresőkké váltak. Ez a megállapítás arbitrázslehetőségek esetén fontos, mivel ha a nem racionális befektetők nem veszik észre, hogy különböző formában, de ugyanazt a végső pénzáramlást eredményező pénzügyi terméket kapják, akkor arbitrázslehetőség jön létre, amit egy feltételezett tisztán racionális befektető azonnal ki tud használni. Tőzsdei folyamatokra nézve azért fontos az elmélet, mert megmutatja, hogy a szereplők nem rendelkeznek stabil preferenciákkal kockázatvállalást illetően, azaz várható veszteségek esetén inkább kockázatkeresők, várható nyereségek esetében pedig kockázatkerülők. A függőben lévő várható veszteségek előtt a befektetők inkább kockázatkeresők, egy veszteség bekövetkezése után viszont kockázatkerülőkké válnak. Vagyis realizálódott nyereség után hajlamosak magasabb kockázatot vállalni, mivel egy nyereség után következő esetleges veszteség kisebb fájdalommal jár, mint ugyanez egy veszteség után. Ezt a megállapítást nevezik házi pénz tartásnak. Az időben változó kockázatvállalási preferenciák a részvényektől elvárt hozamban is jelentkeznek. A nyereséges befektető magasabb kockázatvállalási küszöbvel ugyanazon

értékpapírból alacsonyabb prémiumot vár el, mint a több veszteséget elszenvedett befektető. Az elvárt hozamok tehát a kockázatvállalási referenciák változása miatt ingadoznak. Ez az árfolyamok nagyobb volatilitását és magasabb átlagos hozamokat eredményez. A kilátáselmélet fontos felismerése az is, hogy az emberek jobban idegenkednek a veszteségektől, mint a kockázattól, vagyoni helyzetüktől és a várható veszteségek mértékétől függően hajlamosak jelentős többletkockázatot is vállalni. [Hámori 2003]

A pénzügyi viselkedéstan Kahneman és Tversky kilátáselméletének a folytatásaként is tekinthető. A tőkepiaci folyamatok magyarázatához a pszichológia és a szociológia eredményeit is felhasználja. A tudományág empirikus leíró jellege miatt nem áll össze konzisztens, axiomatikusan felépített alternatív modellé, viszont olyan gyakorlati helyzetekben, amikor racionális szereplőket és a hatékony piacok elvét alkalmazva nem lehet továbbjutni, útmutatóul szolgálhat. A hatékony piacoknál tárgyalt „zajra” koncentrálnak. Részekre bontja és elemzi azt. A hatékony piacok hipotézise szerint a zaj a nem racionális befektetők miatt keletkezik, viszont a racionális döntésektől való eltérések összesített hatása nulla. A pénzügyi viselkedéstan arra a következtetésre jutott, hogy a szereplők döntéseikben szisztematikusan eltérnek a tiszta racionálistól, és emiatt döntéseik következményét nem lehet nulla várható értékű fehér zajként beépíteni a részvényárfolyamok matematikai modelljébe. A pénzügyi viselkedéstan eredményei nem igazán formalizálhatók, matematikailag igen nehéz kezelni őket, emiatt az árfolyam-modellekbe való beépítésük helyett a megfigyelt, racionálistól eltérő magatartásminták átfogó leíró elemzésére hagyatkozik.

A hatékony piacok elméletének két viselkedési kritériumával ellentétben a következő feltételezésekkel él:

1. A befektető nem mindig maximalizálja az általa tartott portfólió értékét.
2. A befektető viselkedésbeli sajátosságokkal rendelkezik és gyakran követ el gondolkodásbeli hibákat.

A pénzügyi viselkedéstan olyan pénzügyi irányzat, amely a pénzügyi piaci anomáliákra keres magyarázatot pszichológiai törvényszerűségek segítségével. A pénzügyi viselkedéstan kutatásainak két főbb területi része van. Az egyik a heurisztikák, vagyis hüvelykujjszabályok, amik a befektetők által tipikusnak vélt helyzetekben gyorsítják és a vizsgálatok kimenetele szerint egyben torzítják is a döntéshozatalt. Leggyakrabban idézett heurisztikák az anchoring, vagyis mentális horgonyzás és a jellegzetességi heurisztika (representativeness), de a továbbiakban több szerző által elkülönítettek is felsorolok. A másik fő rész pedig olyan elkülönült piaci jelenségeket vizsgál, amelyek döntő szerephez

jutnak a befektetők pénzügyi döntéseiben, viszont adott részvény várható árfolyamára nincsenek közvetlen hatással.

Kahneman és Tversky [1979] rámutatott, hogyha az emberek arról döntenek, adott A adathalmazt B modell generál-e, vagy A típusú objektum a B osztályba tartozik-e, akkor a reprezentativitási heurisztikára vagy jellegzetességi hüvelykujj szabályra hagyatkoznak, vagyis azt próbálják megbecsülni, hogy milyen mértékben, mekkora valószínűséggel rendelkezik B meghatározó ismérveivel, amely valószínűség túlbecslésére hajlamosak. A következtetés az volt, hogy ilyen esetekben az emberek szisztematikusan megszegik a valószínűség számítás alapelveit. Példa a jelenségre:

Helena 31 éves, egyedülálló, szókimondó és nagyon okos. Filozófia diplomával rendelkezik, egyetemistaként diszkriminációval és egyéb társadalmi kérdésekkel foglalkozott, és részt vett a nukleáris energiatermelést ellenző konferencián.

Ön szerint melyik állítás illik nagyobb valószínűséggel Helenára?

A: Helena bankpénztáros

B: Helena bankpénztáros és aktív tagja a feminista mozgalomnak. A válaszadók többsége a második választ preferálta, pedig ugyan annak a két lehetőségnek az együttes bekövetkezése valószínűsége nem lehet magasabb, mint bármelyiküké külön-külön. A valószínűség számítás szabályai nem játszottak szerepet a döntésük során. A reprezentativitási hüvelykujjszabály összefoglalva tehát: ha valami hasonlít A-ra, akkor az az is.

Horgonyzás-hatás (anchoring): Számszerű becsléseiket az emberek hajlamosak egy olyan kiinduló értékhez kötni, ami nincs vagy kevésbé van összefüggésben a vizsgált problémával, a becslés eredményére viszont mégis hatással lesz. A horgonyzás magyarázata a kognitív túlterheltségben rejlik, vagyis azért történik, mert nem tudják az összes információt figyelembe venni döntéseikben és egyszerre több dologra figyelni, ezért mankóul használják a korábbi referenciapontokat, referenciaeseményeket. [Kahneman – Tversky 1979]

Kognitív kapaszkodók, a piac szintjéről adnak jelzéseket, amelyek alapján az emberek eldöntik, hogy alul- vagy túlértékelt-e. A pszichológusok kimutatták, hogy kétértelmű szituációkban az emberek döntéseire az éppen kéznél lévő kapaszkodók hatnak. Tversky és Kahneman pszichológusok szerencsekerék kísérlete alapján megmutatták, hogy az embereket sokszor adott pillanatban látott, véletlenszerű, számukra sem érzelmileg, sem témához kötődve fontosságot nem mutató kapaszkodók befolyásolták adott kérdésre adott válasz esetén, ha nem tudták a tényleges választ. Ilyen kapaszkodók lehetnek részvények esetében azok az árszintek, amelyekre a befektetők még emlékeznek. Lehetnek múltbeli árak, esetleg

egy index, amely épp elért egy adott fontosnak tartott szintet. Ez a megállapítás erősíti a technikai elemzők érveléseit.

Morális kapaszkodók, az embereknek a részvényvásárlásra ösztönző érvek erősségét kell megnézniük, és össze kell vetni a piacba fektetett vagyonuk másfajta felhasználási lehetőségeivel. Ha szárnyal a tőzsde, az emberek tőzsdei vagyona, illetve jelenlegi életszínvonalának különbsége arra ösztönzi, hogy realizálja a hasznát. Ha az adott ember rengeteg nem realizált nyereséget könyvel el, akkor kicsit szeretne magasabb életszínvonalat magáénak tudni, ezért realizálja a hasznát. A pszichológiai alapelv szerint ilyenkor az emberek gondolkodása nem kvantitatív, hanem az elmesélés, illetve megokolás alakját veszi fel. Az emberek kvantitatív dimenzió nélküli történetet mérnek össze a saját pénzügyi hátterükkel. A morális kapaszkodók miatt sokszor a részvényeknek története kell, hogy legyen a befektető számára. Mikor a befektető részvényt vesz, sokszor nem mennyiségekről, vagy valószínűségekről esik szó, amely azt hivatott kideríteni, az adott árfolyam a jövőbeli osztalék vagy hozam szempontjából megfelelő szinten van-e. Inkább a céget leíró színes történetről van szó ilyenkor. Sokszor a munkavállalók a cég részvényeibe fektetnek, pedig inkább az lenne az érdekük, hogy eltávolodjanak megélhetésük forrásától. Saját cégük történetét ugyanis jobban ismerik.

A kapaszkodók törekenysége: Ez olyan érvelés, amelyet az jellemez, hogy az ember nem tudja átgondolni az elemi következtetéseket, amelyeket a jövőben levonna, ha a feltételezett események megtörténnének. Eszerint az emberek az adott dolog be nem következéséig képtelenek dönteni. Sokszor a tőzsdei hírek inkább az alapján hatnak, a befektetők mit éreznek velük kapcsolatban, és nem pedig ténylegesen logikus reakcióktól.

Mentális keret (framing): Az emberek általában saját maguk által megalkotott kontextusokba, mentális keretbe foglalva vizsgálják a különböző jelenségeket, és erre alapozzák döntéseiket is. Emiatt a kérdések vagy információk eltérő megvilágítása esetén más következtetéseket vonnak le. [Shiller 2003]

Túlreagálás, visszatérés az átlaghoz (overreaction): De Bondt és Thaler [1995] közös publikációjukban rámutatott, hogy egy részvénnel kapcsolatos új híreket a befektetők hajlamosak túlreagálni, új információ birtokába jutva a befektetők nem az objektív módszerek segítségével revideálják meggyőződésüket, hanem túlbecsülik az új, és alábecsülik a korábban megszerzett és hosszabb ideje ismert információkat. [Kahneman – Tversky 1979]

Valószínűség aktualizálás (probability updating)). A Bayes-szabály azt mondja ki, hogy az emberek az információk valós súlya alapján hoznak döntéseket és nem kapnak

nagyobb súlyt a később megszerzett információk a korábbiaknál. Vagyis a racionalitástól eltérő viselkedésminták nem oltják ki egymás hatását, hanem egy irányba torzítják az árfolyamok alakulását. A felfelé vagy lefelé torzított árfolyam egy idő után, ha további túlreagálási sokkok nem érik, visszatér az egyensúlyihoz, mivel az új híreket túlreagáló irracionális befektetők egy bizonyos időt igénylő tanulási folyamat után rájönnek, hogy döntésük nem volt megalapozott. Ezen pénzügyi viselkedéstani eredmény pénzügyi közgazdaságtan empirikus kutatásaiban történő felhasználása a piacok hatékonyságának kérdését feszegeti. [Barberis-Thaler 2001]

Mintanagyság szerepe: a „kis számok törvénye” (Kahneman – Tversky 1974) az előbb említett reprezentativitási heurisztikához kapcsolódik, vagyis az emberek hajlamosak túl kevés megfigyelés alapján következtetéseket levonni egy adott populációra, vagy egy adott jelenség vagy esemény jellegzetességeire, ha nem ismerik az általuk megismert adatokat generáló folyamat jellegzetességeit. Például a rulett asztalnál egymás mellett ülő játékosok általában a feketére tesznek, ha azt tapasztalják, hogy néhány egymás utáni alkalommal piros számot forgattak ki. A tőkepiaci tapasztalattal nem rendelkező befektetőknél ez azt jelenti, hogy egy rövid időszakon keresztül jól teljesítő részvényt vagy alapkezelőt igen nagy súllyal preferálnak, amely lépésükkel, ha sokan ugyanúgy cselekednek huzamosabb ideig, eltéríthetik az árfolyamokat a racionális befektetőket és hatékony piacot feltételező egyensúlyitól.

Túlzott magabiztosságra való hajlam (overconfidence): Az emberek úgy érzik, többet tudnak, mint valójában. Képesek olyan történetek és okok hatására cselekedni, amelyekbe nem kellene nagyon bízniuk. Ennek többféle okot tulajdonítanak. A befektető hiheti, hogy tudta, az adott esemény be fog következni. Sokszor az emberek csak az érvelés utolsó lépésében vizsgálják meg, vajon tényleg igazuk van-e, és elfelejtik hány lépés lehetett hibás, amíg addig eljutottak. Előfordulhat, hogy ismert megfigyelésekkel hasonlóságot keresve hoznak valószínűségi ítéleteket, és nem veszik figyelembe milyen más lehetőségek vannak még a döntéshez vezető úton. Spekulációs piacon előfordul a mágikus gondolkodás, amikor úgy érzik az emberek, bizonyos cselekedeteik révén szerencsések lesznek. Továbbá feltételezve, hogy a jövőbeli minta olyan, mint a múltbeli, hajlamosak bizonytalan szituációkban már ismert minták alapján ítéletet alkotni. Itt tehát ismét a reprezentativitás heurisztika lép be a képbe. Barberis, Shleifer és Vishny [1998] továbbfejlesztették az eddig leírtakat, szelektív önbizalom-túltengés elméletévé és a visszacsatolási kör várakozásának pszichológiai elméletévé. Szerintük, ha a befektetők látják, hogy az árfolyamok jó ideje egy irányba mennek, meggyőződnek róla, hogy ez a gazdasági adatok által már kivetített trendnek



felel meg. Az emberek igen lassan változtatnak a véleményükön a konzervativizmus alapelve szerint. A reprezentativitás heurisztika és a konzervativizmus elve közötti kölcsönhatás határozza meg a spekulációs visszacsatolás terjedési sebességét.

**Kognitív disszonancia és a döntés utáni megbánás:** Az egyénekre alapállapotban kognitív konzisztencia jellemző, vagyis az egyén viselkedése konzisztens az attitűdjeivel. Ha azonban a viselkedés az attitűdhöz képest valamilyen hatásra eltér, akkor ez az összhangbeli hiány hozza létre a disszonanciát, ami az egyénben feszültséget kelt. Ilyenkor az egyén attitűdjeit hozzáigazítja a viselkedéshez. Minél nagyobb a disszonancia, annál nagyobb az általa kiváltott attitűdváltozás. Ennek megfelelője a pénzügyi piacokon úgy néz ki, hogyha a befektető korábbi döntéseinek következményeivel vagy elképzelései és feltevései hibás voltát bizonyító tényekkel szembesül, hajlamos ezekről nem tudomást venni, illetve az ezekkel való konfrontálódást kerülni. A befektetők bizonyos körülmények közt szelektálnak a beérkező hírek közt, és a korábbi döntéseik szempontjából kedvező híreket hajlamosak túlértékelni a kedvezőtlenekkel szemben. A döntés utáni bánat olyan esetekben jelentkezhet, amikor egy befektető megvált egy olyan részvénytől, ami a későbbiek során jelentős árfolyam emelkedést produkál. Ez a diszpozíciós hatás, vagy rövidlátó veszteségkerülés. A befektető ezek után igyekszik nem kimaradni ezekből a lehetőségekből. és inkább ez a jelenség készlet diverzifikációra a befektetőket, nem pedig a tudományosan megalapozott portfólióelmélet.

**Rövidlátó veszteségkerülés:** A veszteségkerülés alapvető emberi vonás. Sokszor ennek az ára az, hogy a lehetséges nyereségektől is elzárkóznak az emberek. Általában eredményt szeretnének elérni, még hozzá magas hozammal és a veszteségek elkerülésével. A Kahneman és Tversky-féle kilátáselmélettel és annak a veszteségkerülési tételével függ össze. A befektetők az információáramlás gyorsulása következtében egyre gyakrabban értékelik portfóliójuk teljesítményét és a részvények rövid távú kilátásait. Sok esetben olyan éves szinten nyereséges papíroktól válnak meg, ami átmeneti időre veszteséget generál. Ez összefüggésben van a döntés utáni bánat jelenségével, mivel a befektetők ettől a kellemetlen érzéstől szeretnék magukat megvédeni. [Shiller 2002]

Az internet elterjedésével további torzító tényezők is keletkeztek. Ezeket Shiller is megemlíti a szerkezeti torzító tényezők közt. Globális on-line kereskedési rendszerek esetén, mint például az internet a befektetők minden korábbinál jóval több információhoz juthattak hozzá, azonban az információ-feldolgozó képességük változatlan maradt, vagy legalábbis elmaradt az információ mennyiségének növekedése mellett. Az információval való ellátottság és a túlzott önbizalom jelensége információs illúzióhoz vezetett, vagyis a befektető úgy

érezte, képes az ugrásszerűen megnövekedett információmennyiség teljes feldolgozására, és ez gyakori kereskedésre készítette a befektetőket, amelyet fokozott az azonnali kereskedés tranzakciós költségeinek csökkenése.

**Információs hozzáférés:** Másik fontos információkkal kapcsolatos probléma az, hogy az emberek hajlamosak lustán viselkedni, és emiatt a könnyebben hozzáférhető információkat nagyobb súllyal veszik figyelembe, mint azokat, amelyek miatt sokat kellett dolgozniuk. Ennek a következménye az, hogy nem valós valószínűségekkel, hanem az ismert minta valószínűségeivel számolnak.

**Társas viselkedésből adódó sajátosságok:**

**Csordaszellem (herd mentality) és ragály:** A társadalmi nyomást miatt, egy ember, aki ismeri a csoport többi tagjának választát, nem meri a jó választ bemondani egy kérdésre. Ez azért történik, mert a korábbiakban tapasztalták az emberek, hogy összességében a csoportnak általában igaza van. Az embereknek fontos a szakmai tekintély, azt akkor is elismerik, ha nem értenek egyet vele. Ez befektetési és pénzügyi döntések esetén azt eredményezi, hogy veszteség- és kockázatkerülés miatt jobban értékelik a mások által is kedvezőnek tartott befektetéseket. Így alakul ki a csordaszellem. Befektetési alapkezelők esetében ez a piac másolását eredményezheti, mivel ahhoz viszonyítják a befektetők az alapjukat, és inkább jól ismert nevű befektetéseket vásárolnak. Más szempontból ide vonatkozik a kimaradástól és a lemaradástól való félelem is.

**Konformitás és meggyőződés:** az emberek nagy része arra törekszik, hogy ne lógjon ki a sorból, mert az bizonytalanságot növelő tényező.

A heurisztikák alkalmazásától nem állnak távol a szakképzett elemzők sem. Azt, hogy ők sem képesek kivonni magukat a pszichológiai tényezők hatása alól, példázza a jegybanki alapkamat pályájára nyújtott előrejelzésekről készült felmérés.

A jegybanki alapkamat a gazdaságban alapvetően meghatározza a pénz- és tőkepiaci kamatlábakat. A jegybanki alapkamat a monetáris rendszer transzmissziós mechanizmusai segítségével hat a különböző kamatlábakra. Általános felfogás szerint a jegybanki alapkamat várt pályája meghatározó az eszköz árakra, hozamokra. Kérdés, hogy a háztartások közvetve, vagy közvetlenül kialakíthatnak-e várakozásokat a jegybanki alapkamat várt pályájára vonatkozóan. Mivel a várt jegybanki alapkamat hat más várt kamatlábakra, a piaci szereplők már a várakozásoknak megfelelően alakítják befektetéseiket. Ha feltételezzük, hogy vannak olyan szakértői várakozások, amelyeket követhetnek a háztartások várakozásaik kialakításakor, akkor érdemes megvizsgálni, pontosak-e a szakértők által sugallt értékek. A

szakértői becslések tanulmányozását egy MNB tanulmányra támaszkodva foglalom össze. [Gábriel–Pintér 2006]

A szakértők többféle magatartásformát vehetnek fel, ahogy az a magatartási pénzügyek bemutatásakor is látható volt általánosságban. A szakértők megadhatják az alapkamat várható értékét (matematikai értelemben). Ezen túlmenően három elemzői magatartásformát vizsgálnak a tanulmányban: az adaptív várakozásokat, az érzékelt változásokat túlreagáló várakozásokat, továbbá a várható érték helyett a legvalószínűbb érték prognóziskénti megadását. Ez utóbbi három magatartás forma azért is figyelemre méltó, mert nem racionális várakozást tükröz.

Az előrejelzési hiba a felsorolt magatartásformák közül abban az esetben a legkisebb, amikor a szakértők becslésként a matematikai várható értéket adják meg. Az elemzők prognózisa megegyezik a jövőbeli irányadó kamatláb valószínűség-eloszlásának várható értékével. A szakértők a prognózisaikat folyamatosan változtatják a megjelenő új információknak megfelelően.

Elképzelhető, hogy a szakértők csak fokozatosan építik be az új információkat az előrejelzésekbe - adaptív várakozások. Valószínű, ez a magatartásforma abból fakad, nehogy a prognózisok túl gyakori változtatásai miatt az elemzők szakértelme megkérdőjeleződjön. A szakértők előrejelzése ebben az esetben csak az információk alapján indokoltnál lassabban követi az alapkamat matematikailag várható értékét.

A harmadik lehetőség, amikor a szakértők egy megjelenő tendencia folytatódására számítanak, ezt előrejelzéseikben tükrözik is. Ezzel egy információ hatását túlreagálják.

A negyedik magatartásforma az, amikor az elemzők több lehetséges forgatókönyvet feltételeznek. A jegybanki alapkamat előrejelzésekor azonban nem a matematikailag számított várható értéket adják meg, hanem az általuk legvalószínűbben megvalósuló forgatókönyv szerinti kamatértéket. Ugyanis a matematikailag számított érték a későbbi tényleges értéktől egész bizonyosan eltérne.

Az MNB tanulmányban a Reuters által megkérdezett elemzői prognózisokat tesztelték. Ennek alapján azt a következtetést vonták le, hogy az elemzők valószínűleg a negyedik csoport szerint készítik előrejelzéseiket.

Számomra következtetésként az is levonható, hogy a valószínűleg sokak által követett elemzői várakozások sem racionális becsléseken alapulnak. A háztartások döntéseinek alapjául szolgáló értékek szubjektív elemeket hordoznak.

### **6.3.3. A magyar háztartások magatartásának értékelése az instrumentumok közti választásoknál**

Az 5. fejezet statisztikai adatainak értékelése azt mutatja, hogy a pénzügyi megtakarítások szerkezeti változásai alapvetően az intézményi struktúra változásának eredménye, és nem a hozamok várható alakulásának köszönhető. Az egyes instrumentumok térnyerése az egyes intézmények piaci megjelenéséhez köthető. Több esetben a szerkezet változása szabályozási változásokhoz köthető, mint például a gazdasági társaságok minimális alaptőkéjének módosítása, vagy a nyugdíjrendszer kötelező pillérének kiépítése.

Az elméletek tükrében kérdés, hogy a magyar háztartások pénzügyi megtakarításait befolyásolták-e a kamatláb várakozások, a hozamok változásai, hozamelvárásaik kialakításakor a viselt kockázatot tekintetbe veszik-e.

A magyar háztartások befektetési szokásainak elemeit a PSZÁF pályázatának keretében elvégzett vizsgálat alapján tekintem át [eSense 2006]. Ezután a piaci adatok és a háztartások pénzügyi instrumentumainak adatai alapján értékelem a hozamok hatását a pénzügyi megtakarításokra.

Az eSense Tanácsadó Kft. 2006 januárjában végezte felmérését. A magyar lakosságot reprezentáló, 1400 főből álló mintán végeztek lekérdezést telefonon.

A megkérdezettek csak 9,3%-a vallotta magát a befektetések terén tájékozottnak, a megkérdezettek közel fele alig tájékozottnak, vagy tájékozatlannak tartotta magát. Az értékekből következik, hogy a lakosság körében viszonylag csekély azoknak az aránya, akik kellő informáltsággal képesek befektetési döntéseket hozni. A háztartások befektetési döntéseiben szerepet játszóknak közül 23% nem figyelte a pénzügyi tárgyú híreket. Annak oka, hogy a híreket nem követik, elsősorban az érdektelenségnek köszönhető, de mintegy 12%-nál az játszott szerepet, hogy nem rendelkeztek megfelelő ismeretekkel. A „tájékozottak” többsége, 56,7%-a televízióból szerezte információit. Komolynak tekinthető pénzügyi műsor folyamatosan nem lévén, ezek az információk csak viszonylag felszínesek lehettek. Mintegy 15-15% lapokból és internetről tájékozódott.

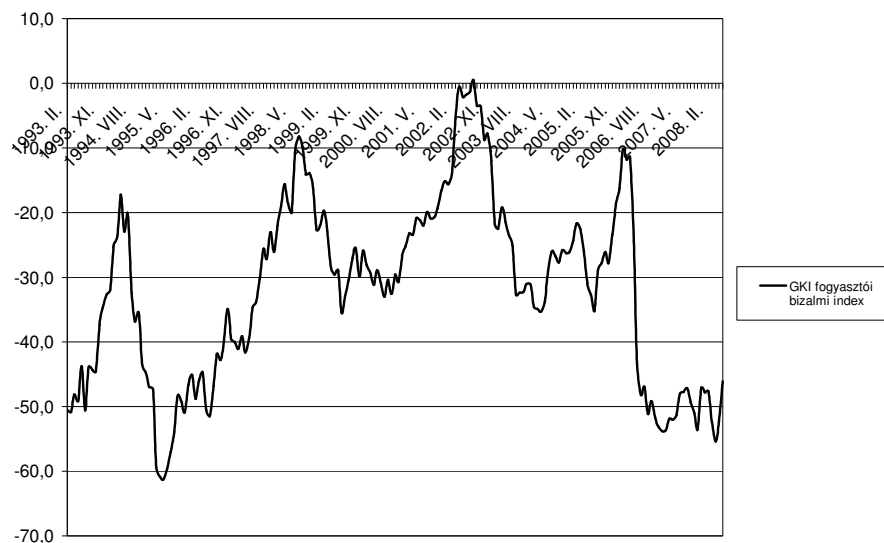
A megkérdezéses vizsgálat kiterjedt konkrét ismeretek mérésére is. A befektetési döntésekben magukat érintettnek vallók 40,6%-a nem tudta mire szolgál a BUX index. A háztartása pénzügyi döntéseiben szerepet játszó személyek mindegyike fel tudott sorolni három magyar bankot, de mintegy fele nem tudott megnevezni három, a Budapesti Értéktőzsdén forgó részvényt. A megkérdezettek alig fele volt képes az egyes instrumentumok kockázatának helyes megítélésére.

A befektethető pénzzel rendelkezők általában 1-3 hónapra fektettek be. A lekötött bankbetétek utáni hozamvárásaik magasabbak voltak valamivel a piacon ténylegesen elérhető hozamnál. Minden kilencedik megkérdezettnek egyáltalán nem volt hozamvárása.

A megkérdezett személyek a számukra elméletben rendelkezésre álló pénzből elsősorban, mintegy 37%-ban állampapírt vettek volna, amit a bankbetétbe való lekötés követett. Csak mintegy 10% választott volna kockázatos formát, részvényt, befektetési jegyet. A tőzsdei részvénybefektetésről a többség úgy gondolkodott, hogy csak viszonylag magas megtakarítás mellett választana ilyen befektetést.

Kérdés, hogy a háztartási szektor összesített adatai alapján felfedezhető-e valamilyen összefüggés a várakozások és a pénzügyi megtakarítások, a kamatlábak, hozamok között.

A gazdaságkutatók a várakozások mérésére fogyasztói bizalmi indexeket képeznek. Az indexek megkérdezésen alapulnak. Az alábbiakban a GKI által előállított fogyasztói bizalmi indexet használom a háztartások várakozásainak érzékeltetésére.



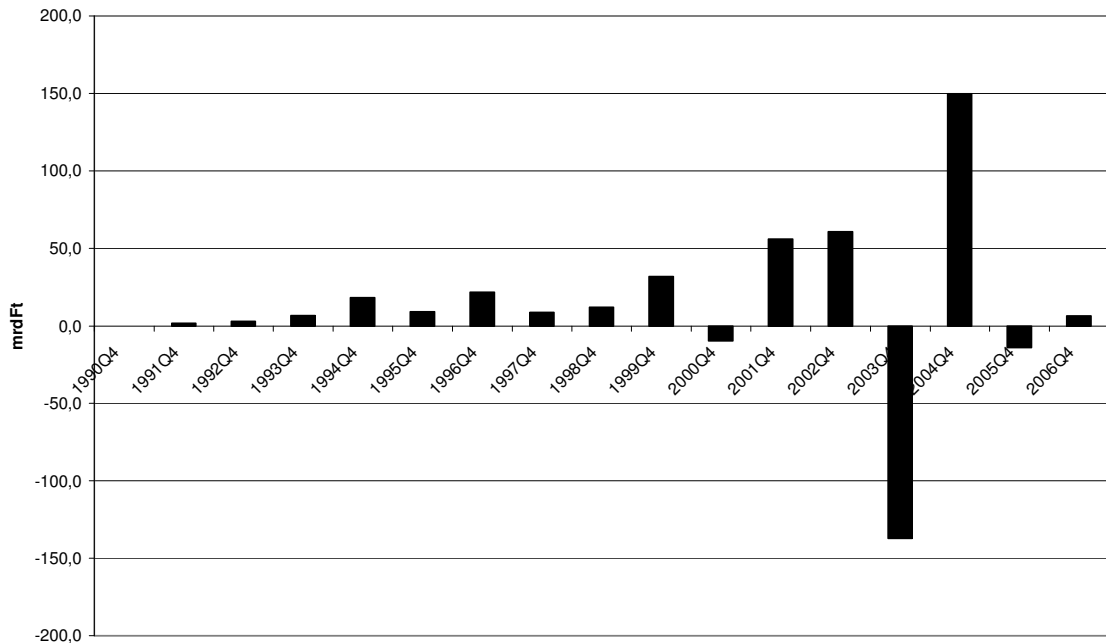
21. ábra

GKI fogyasztói bizalmi index

Forrás GKI -[ww.gki.hu/hu/konjunkturakutatas](http://ww.gki.hu/hu/konjunkturakutatas) (2009.03.02.)

A fogyasztói bizalmi index jelentős ingadozásokat mutat a vizsgált időszakban. Amennyiben ez a pénzügyi befektetésekre hatott volna, akkor a tranzakciókból következő változásokat okozna az egyes pénzügyi instrumentumoknál. Mivel a befektetési jegy könnyen

likvidálható, illetve megvásárolható befektetési forma, ennek tranzakcióit vetem össze a fogyasztói bizalmi index értékének alakulásával.



22. ábra

A háztartások befektetési jegy állományának tranzakciók miatti változása

Forrás: MNB-[www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbh\\_u\\_statistikai\\_idosorok](http://www.mnb.hu/engine.aspx?page=mnbh_u_statistikai_idosorok) 2008.08.17.)

Az ábráról leolvasható, hogy a bizalmi index és a befektetési jegyek tranzakciói nem mozogtak együtt. (A 2003-as ingadozás a befektetési jegyek tranzakcióinál adózási változásoknak volt köszönhető.)



23. ábra

A BUX index alakulása

Forrás: Budapesti Értéktőzsde -[www.bet.hu](http://www.bet.hu) (2009-05-20-Ö)

Ugyancsak nem lehet kapcsolatot felfedezni a részvénytapi hangulatot jellemző BUX index és a fogyasztói bizalmi index alakulásában.

Megállapítható, hogy a magyar háztartásoknál nem igazolódnak az uralkodó elméletekben feltételezett racionális döntéshozókra vonatkozó feltételezések.

#### **6.4. Megtakarítási célok és megtakarítások**

A megtakarításokat motiváló tényező a célmegtakarítás. Hosszabb távú megtakarításokat ösztönözhet a lakásra, a gyerekek taníttatására, az időskorra való takarékoskodás. Rövidebb távú megtakarításokat indukálhat a tartós fogyasztási cikkek, az autóvásárlásra, az utazásokra való gyűjtés. Érdeemes megvizsgálni, hogyan alakultak ezekhez a célokhoz kötődő megtakarítások Magyarországon.

A 6.2. fejezetben foglalkoztam a háztartások hitelfelvételének alakulásáról és a likviditási korlátok oldódásáról. A likviditási korlátok alapvetően az itt megtakarítási célként feltüntetett kiadásokhoz kötődtek. A likviditási korlátok oldódása, a hitelfelvétel lehetővé válása, a hitelfeltételek lazulása egyben az ez irányú megtakarítások csökkenéséhez is vezettek. 2007-re minimális jövedelem igazolása mellett számos bank alacsony önrész, vagy akár önrész letétele nélkül hitelt nyújtott fogyasztási cikkek, autó vagy akár lakásvásárlásra. Ebből következően az előtakarékoság szintje is csökkenhetett.

A diákhitel program elindulása hasonló következményekkel járhat.

Az időtáv miatt nem mérhető még fel, de változásokat okozhat az öregkorra való takarékoskodásra a jelzálog fedezete melletti járadék programok elindulása és a nyugdíj korhatár kitolása. A járadék programok olyan konstrukciók, amikor az idősek reálvagyonuk, azaz ingatlanuk terhére kapnak járadékot. A nyugdíj kiegészítésére tehát nincs szükségük felélendő pénzügyi megtakarításra, hanem a reálvagyonuk váltható át jövedelemre. A nyugdíj korhatár kitolása a várhatóan a nyugdíjban töltött évek számát csökkenti, ami szintén az ezekre az évekre történő felhalmozás csökkenését vonhatja maga után.

2000 utáni tendencia, hogy a gépjármű, a tartós fogyasztási cikkek vásárlása szintén hitelből valósulhatott meg. Szabad felhasználású hitelkeretek megnyílásával pedig lehetővé vált szinte bármely fogyasztás megvalósítása kölcsön terhére.

## 6.5. A háztartások megtakarításaira ható tényezők hatásának értékelése

A klasszikus elméletek feltételrendszerének megfelelő tényezők vizsgálatakor a jövedelmek vizsgálatánál arra a következtetésre jutottam, hogy a jövedelmekre vonatkozó várakozások valószínűsíthetően igen instabilak Magyarországon. A munkaerő piaci helyzet bizonytalansága átértékelte a jövedelmek életpálya alatti alakulását. Ez a megállapítás fokozottan igaz a háztartások egy főre jutó jövedelmeinek alakulására. Véleményem szerint a magyar háztartások magas hányada a létminimumot alig meghaladó jövedelemmel rendelkezik. Ez a helyzet előre jelezhetően egyre több háztartásra terjedhet ki, mivel az alapvető létfenntartásra fordított jövedelemhányad prognosztizálhatóan növekedni fog. A diszkracionális jövedelemhányad csökkenése csökkenti egyben ezeknek a háztartásoknak a megtakarítási képességét. A likviditási korlátok lazulása ugyanakkor növelte ezeknek a háztartásoknak is a hitelfelvételi lehetőségeit, ami a háztartások nettó finanszírozó képességét összességében csökkentette.

Nehezen mérhető fel a legmagasabb jövedelmű háztartások jövedelmi helyzete. Ennek oka a megkérdezéses vizsgálatok esetében a válaszmegtagadás magas aránya. Ezeknek a háztartásoknak a jövedelmi, vagyoni helyzetének az alakulása nehezen követhető, hiszen jövedelmeik akár külföldi érdekeltségeikben csapódhatnak ki, nem válva személyekhez statisztikailag hozzárendelhető jövedelmekké.

A jövedelmek várható értékének meghatározását tovább nehezítette és nehezíti a társadalmi újraelosztás folyamatos változása. Az adórendszeren –ideértve a társadalombiztosítási járulékokat, illetékeket is – állandóan változik a háztartások terhe. Másik oldalon ugyanilyen a juttatások alakulása. Ezek a változások jelentős befolyást gyakorolnak a háztartások társadalmi jövedelmeire, amellet, hogy teljesen kiszámíthatatlanok akár öt éves időtávokra is.

Álláspontom szerint a megtakarítások levezetése egy életre szóló jövedelemvárakozásból a magyar háztartások oldaláról nem reális.

A kamatlábak, hozamok alakulása szintén befolyásolja a megtakarításokat az elfogadott elméletek szerint. Egyrészt a feltételezések szerint a hasznosságot maximalizáló háztartás úgy rendezi vagyonát, hogy az a legmagasabb hozamot biztosítsa. Másrészt a jövedelmek diszkontálásához, vagy az életvagyon kiszámításához valamilyen diszkontáláshoz használható hozamot kell feltételezni. A 6.3. fejezetben az értékpapírok árfolyamának, hozamának értékelésén keresztül mutattam be, hogy a hivatásos elemzők, a kutatók is mennyire eltérő módon ítélik meg ezeknek az értékeknek az alakulását. A megítélések



számtalan szubjektív elemet mutatnak. A kockázatok, a hozamok és az árfolyamok meghatározásakor a piaci szereplők tartósan „tévedhetnek”. A pénzügyi innovációnak köszönhető számtalan termék igen nehezen árazható. A virtuális instrumentumok sok meglepetést okoztak és okoznak a piacokon. A befektetőknek olyan termékeket kellene pontosan megítélni, amelyek egymásba kapcsolódnak. Példa lehet a befektetési alapokba fektető befektetési alap. A befektetések mögöttes termékei homályossá váltak. Emellett a globalizáció miatti kontinenseken átívelő formákat kell a háztartásoknak értékelnie. Ez aztán további szempontokat is felvet, mint például a térségek megítélésének problémája, vagy a deviza-árfolyamok változása. A befektetések hozamai mellett a hitelfelvételi lehetőségek bővülésével többféle deviza kamatláb és árfolyam alakulását is mérlegelni kellett volna tudatosan a magyar háztartásoknak. Álláspontom szerint a háztartások racionális, több tíz évre kiható döntései megkérdőjelezhetők ilyen körülmények között.

Amennyiben az eszközárak meghatározását a vagyonhatás szemszögéből közelítem, ugyanez mondható el.

Még nehezebb a hozamok meghatározása, illetve eszközárak meghatározása olyan instrumentumoknál, amelyeknek nincs folyamatos forgalma. Például a bankbetétek reálértékének értékelése is megkérdőjelezhető a háztartások oldaláról. A nem forgó, nyilvános forgalommal nem bíró üzletrészek értékelése a statisztika számára is problematikus. Például egy olyan cég üzleti értékének számbavétele, amely üzletrészét lényegében nem adják el soha, a statisztika számára változatlan értékű, legfeljebb nagyon bizonytalanul értékelhető. Álláspontom szerint a háztartások döntései hosszú távon ezért sem lehetnek racionálisan és következetesen megalapozottak. Az empirikus adatok értékelése szintén ezt az állítást igazolja. A háztartások pénzügyi kultúrája, tájékozottsága is azt láttatja, hogy a háztartások döntései viszonylag esetlegesek. Az adózási feltételek állandó átalakítása hozzájárul a döntések bizonytalanságához.

Vizsgáltam a célmegtakarítások alakulását. Álláspontom szerint a hitelfelvételi feltételek változása miatt változnak, esetleg eltűnnek az ezekre alapozott megtakarítások. Megjelentek a reálvagyon terhére időseknek nyújtott járadék konstrukciók, amelyek szintén átalakíthatják a célmegtakarítások nagyságát.

## 7. Az önkéntes egészségpénztári rendszer

A korábbi fejezetekben bemutatam a pénzügyi intézményrendszert, amely a megtakarítások képződését segíti. Tanulmányoztam a pénzügyi instrumentumokat. A 6. fejezetben rámutattam, hogy véleményem szerint a magyar háztartások megtakarításainak alakulását nem lehet néhány tényező függvényeként levezetni, ráadásul a hagyományosan használt elméletek bemeneti változói is rendkívül bizonytalanok, becslhetővé váltak.

Érdeemes tehát áttekinteni olyan megtakarítási formákat, amelyek alakulását befolyásolni lehet, hosszú távon kiszámíthatók, esetlegesen összeköthetők társadalompolitikai célokkal. Fontos szempont, hogy a megtakarítások felhasználása is kiszámítható legyen. Mivel a magyar gazdaság nyitott, törekedni kell arra, hogy a magyar háztartások megtakarításai minél nagyobb hányadban a magyar gazdaság finanszírozását szolgálják.

Számos a háztartásoknak az utóbbi tizenöt évben felkínált pénzügyi instrumentum a lakosság számára szinte áttekinthetetlen termék. Sok esetben többszörös transzformáción keresztül olyan mögöttes eszközökbe kerül elhelyezésre a háztartások vagyona, amelyek természete a tapasztalt szakembereket is zavarba ejtheti. Ennek következménye, hogy a megbízhatónak, magas hozamúnak vélt instrumentumok értéke kiszámíthatatlan ingadozásba kezd. A befektetések átértékelődése társadalmi feszültségeket szülhet, amelyeket állami források felhasználásával kell kezelni.

A gazdaságpolitika eszközei, amelyeket hagyományosan a megtakarításokra hatást gyakorló tényezőknek tekintettek, sokszor alacsony hatékonyságúak, vagy hatástalanok. A Magyar Nemzeti Bank kamatpolitikája nem hat a külföldi eszközök várt hozamára, de a devizahitelek kamatlábjaira sem. Az adópolitika utóbbi esztendőben szinte elvesztette ösztönző szerepét, ráadásul ingatagsága kiszámíthatósági gondokat okoz. A jövedelempolitikára ugyanez mondható el.

Ugyanakkor nem megoldottak az egészségügy, a nyugdíjrendszer finanszírozási problémái. A magyar vállalkozások forrásai szűkösek, az államháztartás hiányát külföldről kell finanszírozni. Kívánatos volna a megtakarítás ösztönzőket és az intézményrendszert úgy formálni, hogy a megtakarítások, az életminőség növekedése és a magyar gazdaság finanszírozása összeköthető legyen.

A szerződéses megtakarítások hosszú távon kiszámíthatóak. Emellett általában célmegtakarításokhoz köthetőek. Az ilyen módon összegyűlt források kihelyezését, befektetését csatornázni kellene gazdaságpolitikai céloknak alárendelve. A megtakarítások

felhasználási lehetőségeit is terelni volna szükséges. (PL. egy évtizedekig gyűjtött nyugdíjcélú megtakarítást ne lehessen egy összegben utazásra elkölteni.) A társadalom, a gazdaság számára fontos tartós megtakarításokat adókedvezményekkel kellene ösztönözni.

A magyar pénzügyi rendszerben vannak olyan intézmények, amelyek ezeket a kívánatos célokat képesek megvalósítani. Ennek a helyzetnek az eléréséhez azonban bizonyos intézmények működését, illetve működési környezetét újra kellene szabályozni. Az intézményrendszer ilyen lehetséges továbbfejlesztési irányát kívánom a dolgozat lezárásaként bemutatni. A példa a 3.4. fejezetben szereplő önkéntes pénztári szektorból az egészségpénztárakat emeli ki.

A fenti elvárásoknak olyan zárt célorientált szervezetek felelnek meg, amelyek feladatai jól pozícionáltak, a megtakarítások gyűjtését az állam preferálja. Zártságom azt értem, hogy a szervezetek nem vonhatnak be idegen forrásokat – hiteleket, kölcsönöket – szolgáltatásaik nyújtásához és működésükhöz. Célorientáltak, mivel szolgáltatásaikat csak meghatározott körben és módon nyújthatnak, alárendelve előre meghatározott társadalmi céloknak. Az egészségpénztári rendszer ezeknek a kritériumoknak megfelel. Sajnálatosan az utóbbi években a pénztári szektor állandó szabályozási változásoknak volt kitéve több oldalról is. Ez egyrészt a preferencia rendszer (adó- és járulékkedvezmények), másrészt a szolgáltatási oldalról is igaz volt.

Bár az egészségügy az utóbbi években a viták keresztjében volt, de az önkéntes egészségpénztári rendszer kiesett az érdeklődés fősodrából. A társadalombiztosítás pedig az egészségbiztosítás területén is problémákkal küzd, a demográfiai folyamatok hasonló gondokat okoznak itt, mint a nyugdíjrendszerben. A kizárólag a kiadási oldal csökkentésére irányuló, alternatív finanszírozási formákban nem gondolkodó megoldások óriási szociális feszültségeket indukálhatnak. Az öngondoskodást önkéntes megtakarítások ösztönzésével kiépítő önkéntes egészségpénztári rendszer ezeket a feszültségeket enyhítheti. Az egészséget komplexen kezelő rendszer a társadalmi jólétet emelheti. A továbbiakban egy lehetséges fejlesztési utat kívánok felvázolni.

Eldőlni látszik az elmúlt évek egy meghatározó társadalmi vitája, amely szerint Magyarországon marad az egységes, egybiztosítós társadalmi egészségbiztosítási rendszer. E vita mellett háttérbe szorult a kiegészítő egészségbiztosítási rendszerek szerepének, helyének meghatározása, és a lehetséges fejlesztési irányok kijelölése.

A nyugat-európai országokhoz képest a magyar egészségbiztosítás sajátossága, hogy a rendszerváltozás óta a kiegészítő egészségbiztosítások nem tudtak megfelelő teret nyerni, így

nem tudják az egészségügyi finanszírozási rendszerben betölteni szerepüket. Ennek ellenére a társadalombiztosítási járulékfizetésen felül ma is jelentősnek mondható az egyéni egészségügyi hozzájárulás a betegek részéről (megközelítőleg évi 500 Mrd Ft), de ez döntően közvetlen „zsebből”, és nem előre megtakarított folyamatos díjfizetési formában történik.

Az egészségügyi rendszerek (így a fejlett országoké is) általános problémája a rendszer fenntarthatóságának biztosítása. Ennek fő okai általánosan ismertek és elfogadottak:

- A lakosság korösszetételének megváltozása. Össztársadalmi szinten a társadalom, mint kockázatközösség kockázatosabb lett, mert megnőtt az idős, inaktív lakosság aránya a keresőkhöz képest, és ennek a csoportnak nincsen felhalmozott forrása a gyógyulásra.
- A szolgáltatási lehetőségek és költségeinek növekedése. Az orvostudomány, orvostechnika további ugrásszerű fejlődése, ami egyben magasabb tőkekoncentrációt igényel, mert nagyon tőkeigényes berendezések jelennek meg az ellátásban, diagnosztikában.
- az egészségügyi szolgáltatók piaca, a kínálat átalakulóban van. Már nem a térítés, hanem a tényleges finanszírozás a kérdés, ugyanis egyre nagyobb szerepet kapnak a magán-szolgáltatók.
- A vásárlói tudatosság emelkedő szintje. A tudomány fejlődésével egyre nagyobb hangsúlyt kap a megelőzés. Egyre hatékonyabbak a szűrések, egyre több betegség ellen globálisan lépnek fel, és egyre inkább bebizonyosodik, hogy az életmód milyen fontos szerepet játszik az életünkben. Valószínűleg a modern gyógyászat alappillére az egészséges életmódra való törekvés és a megelőzés lesz.

Az egészségügyi rendszerek szervezésével foglalkozók egyik fontos feladata, több elvárás egyidejű biztosítása, az esélyegyenlőség megteremtése, a hatékonyság növelése és a finanszírozhatóság biztosítása.

Le kell számolni azzal az illúzióval is, amely szerint a magyar egészségügy ugyan a tapasztalt színvonalat biztosítja, de legalább kiemelkedően igazságos, azaz megfelelő szociális biztonságot nyújt. Ez sajnos nem igaz. A magyar egészségügyi rendszer finanszírozása nem nyújt megfelelő biztonságot a lakosság számára, mert ugyan a közfinanszírozás mértéke (de nem az értéke) nemzetközi összehasonlításban elfogadhatónak mondható, a magánfinanszírozás szinte kizárólagosan az igénybevevő személy által közvetlenül fizetendő díjként jelentkezik, ami az aktuális anyagi helyzetnek való kiszolgáltatottságot jelent. Ráadásul a magánfinanszírozás jelentős – a szolgáltatás-finanszírozáson belül meghatározó –

tétele a paraszolvencia, amelyhez semmilyen számonkérhetőség, fogyasztóvédelem nem kötődik. Az elmúlt évek azt is bebizonyították, hogy a magánfinanszírozás átalakításában az önkéntes kiegészítő biztosítások a szolgáltatás-finanszírozásban nem váltották be a reményeket, pedig a szociális biztonság akkor mondható megfelelőnek, ha a magánfinanszírozás (a beteg által fizetendő térítési díjak) mögött is harmadik fizető áll, azaz a díjfizetés függetlenül van a beteg aktuális állapotától, pénzügyi helyzetétől.

A kiegészítő biztosítások terjedésének segítése és az egészségcélú megtakarítási számlarendszer bevezetése nemcsak a keresletélénkítő hatása miatt lenne fontos, de ezek a rendszerek képesek arra, hogy a magánfinanszírozást a nagyobb biztonságot jelentő „előrefizetéses” irányba térítsék el. Ez lehet az alapja annak, hogy a paraszolvencia legális, számonkérhető szolgáltatás-vásárlássá alakuljon, és mindez alapvető elmozdulást hoz az emberek biztonsága és a rendszer igazságossága szempontjából. Az egészségpénztárak ezekre az egyre szélesebb körben megjelenő egyéni problémákra illetve igényekre képesek rendszerszerű választ adni.

Az önkéntes egészségpénztárak képesek a társadalmi egészségbiztosítás által nem finanszírozott szolgáltatások több típusának finanszírozását is megoldani. Ezek lehetnek kiegészítő szolgáltatások, amelyek olyan szolgáltatásokra nyújtanak fedezetet, amelyeket az alap biztosítási csomag nem tartalmaz (fogászat, egyes gyógyszerek, rehabilitáció, alternatív gyógyászat, extra hotel szolgáltatások, stb. mint pótlólagos szolgáltatás), és a közellátási csomag által megkívánt, igénybevétel esetén történő hozzájárulás kiváltása, mint kiegészítő szolgáltatás).

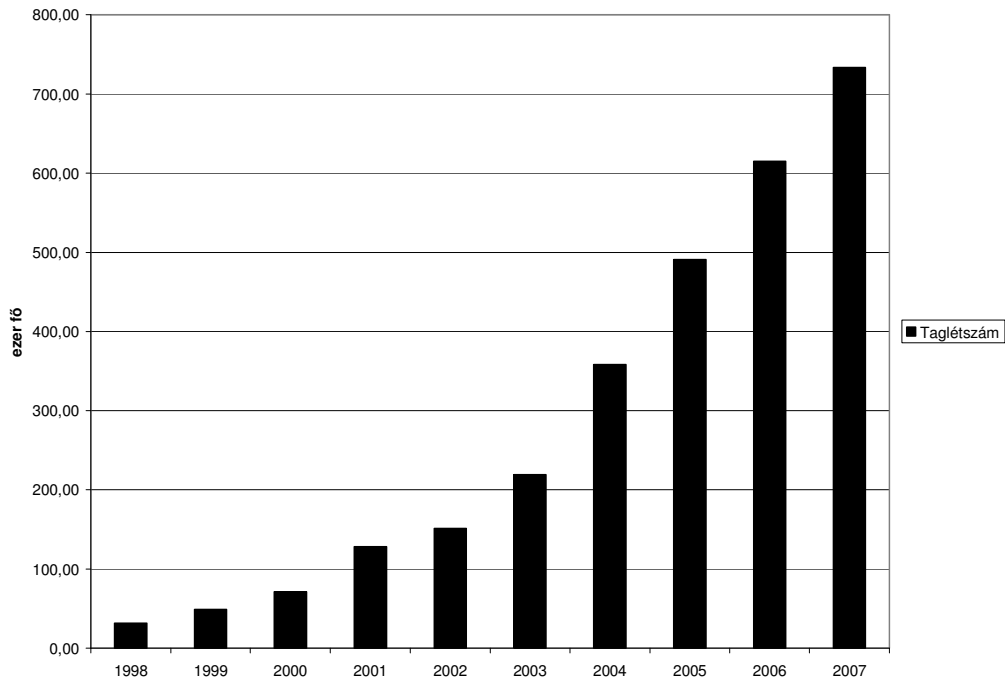
A magán egészségbiztosításnak és ezen belül az önkéntes egészségpénztáraknak befolyásoló szerepük van az egészségbiztosítási rendszer elé állított célok teljesítésében, és ezzel együtt az egészségügyi rendszer egészére. Mindenütt megfigyelhető a különböző típusú egészségbiztosítási rendszerek egymás mellett élése, egymásra épülése. A kiegészítő egészségbiztosítás kedvező hatásait érdemes erősíteni, támogatni.

Úgy vélem, hogy az önkéntes egészségpénztári rendszer egy olyan sajátos rendszer, amely képes komoly egészség célú lakossági megtakarítás összegyűjtésére, és az állami társadalombiztosítási rendszert kiegészítve az egészségügyi szolgáltatókat finanszírozni. Az önkéntes egészségpénztárak képesek a magánfinanszírozásban előretörő biztosítóintézeti tevékenységet is kiegészíteni, hiszen a prevencióban tölthetnek be szerepet, illetve a nem a klasszikus üzleti biztosítói területeket fedhetik le. Az utóbbi években többször változott az egészségpénztárak szabályozási környezete. Az összegyűlt tapasztalatok alapján érdemes a

rendszert újrapozícionálni. Az egészségpénztári rendszer stabilizálása érdekében, a hosszú távú fejlődés eléréseért tekintem át az egészségpénztári működést úgyis mint szolgáltatásokat finanszírozó rendszert és úgyis mint megtakarításokat gyűjtő rendszert

## 7.1..Az egészségpénztári rendszer tevékenysége az elmúlt években

Magyarországon az önkéntes egészségpénztári rendszer 1993-óta (1993. évi XCVI. törvény az Önkéntes Kölcsönös Biztosító Pénztárakról – továbbiakban: Öpt.) jelentős változáson ment át. Az egészségpénztári rendszer elérte azt a méretet, amely megkerülhetetlenné teszi, de még további jelentős fejlődési lehetőség előtt áll.



24. ábra

A pénztárak taglétszámának alakulása  
Forrás: PSZÁF- [www.pszaf.hu](http://www.pszaf.hu) (2008.06.22.)

2007 végére az egészségpénztári tagok száma meghaladta a 733 ezer főt. Az egészségpénztárakra jellemző, hogy a szolgáltatások finanszírozása nemcsak a tagokra, hanem az általuk megnevezett közeli hozzátartozókra is kiterjed. Így valójában az egészségpénztári szolgáltatás-finanszírozás több mint kétmillió ember egészségét befolyásolja.

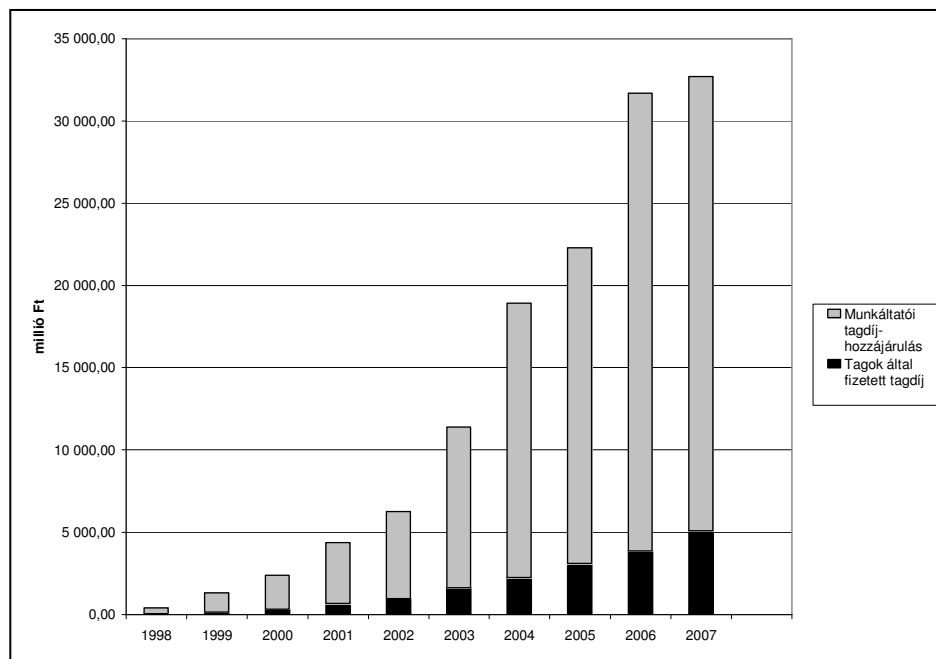
A 2007. évben a 34 milliárd forintot is meghaladta az egészségpénztárak által finanszírozott szolgáltatások értéke. A befizetések és a szolgáltatási kiadások összehasonlítása mutatja, hogy az egészségpénztári tagok a befizetések nagy részét éven belül felhasználja egészségcélú szolgáltatásokra. Ez azt bizonyítja, hogy jelenleg az egészségpénztár alapvetően a napi egészségmegőrzéssel és helyreállítással kapcsolatos szolgáltatások finanszírozását szolgálja.

Az önkéntes egészségpénztárak legfontosabb jellemzői:

- a társadalombiztosításhoz szorosan kapcsolódó, azt kiegészítő, személyek egyesülésén alapuló (egyesület jellegű) non-profit civil szervezet, amely a tagok tulajdonát képezi, és az alaptevékenysége szerint a tagok számára végez szolgáltatásokat. Az egészségpénztár egyaránt érvényesíti a szolidaritást és az egyéni számlán keresztül az egyéni szükségletek kielégítését. A szolidaritás családon belül, illetve hozzátartozók vonatkozásában érvényesül a leggyakrabban, de optimális esetben az egészségpénztár teljes tagságára vonatkozik.
- nem alkalmaz kockázatszelekciót, bárki pénztártag lehet, amennyiben elfogadja a pénztár alapszabályát, és fizeti a tagdíjat.
- az Öpt. módosításának eredményeképpen 2004. január 1-től az önkéntes egészségpénztárak vezethetik az akkor bevezetett egészség számlát. Ezzel a törvénymódosító előterjesztéssel az állam akkor azt deklarálta, hogy elsősorban az egészségpénztárakat tekinti a társadalombiztosítást kiegészíteni képes szervezeteknek.
- az állam – a nyugdíjpénztárakhoz hasonlóan – az egészségpénztárak megalakulása óta adókedvezménnyel támogatja az egészségpénztári tagságot és befizetéseiket. Ez is jelzi, hogy távlatokban hasonlóan kiemelt szerepet játszhatnak az önkéntes egészségpénztárak az egészségbiztosítás fejlődésében, mint a nyugdíjpénztárak a nyugdíjrendszerben.

## 7.2. Az önkéntes egészségpénztári rendszer, mint a megtakarításokat elősegítő rendszer

A szerződéses megtakarítások alakulása viszonylag kiszámíthatóbb, mint az egyéb megtakarításoké, ami fontos gazdaságpolitikai szempont. A szerződéses megtakarítások általában tartósabbak, hosszabb időszakra szólnak. Jellegüknél fogva csak bizonyos célokra használhatók fel, így felhasználási körük is megjósolható. Az egészségpénztárakban összegyűlt megtakarítások befektetése jól szabályozható, tehát a szabályozás segítségével ezek a megtakarítások a magyar gazdaság finanszírozása fele fordíthatók. A sajátos szervezeti felépítés – miszerint a pénztár vagyonának kizárólagos tulajdonosai a mindenkor tagok – elősegíti, hogy a befektetések hozamai is az országon belül maradjanak, itt kerüljenek újrabefektetésre, vagy elköltésre. Az egészségpénztárakba való befizetések a következőképpen alakultak:



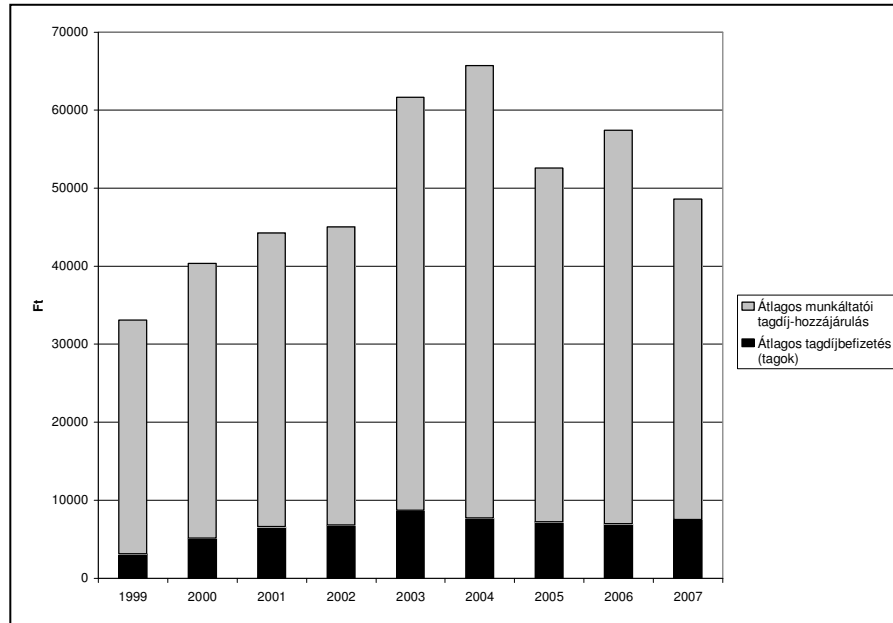
25. ábra

Az egészségpénztárakba való befizetések alakulása  
(Forrás: PSZÁF- [www.pszaf.hu](http://www.pszaf.hu) (2008.06.22.))

Látható, hogy a tagdíjbefizetések folyamatosan nőttek, 2007-re elérték a 32714 millió Ft-ot. 2007-ben az egészségpénztári tagdíjbevételek mintegy 84,5%-ban a munkáltatói hozzájárulásból származtak. Sajnos azonban 2007-ben a munkáltatói tagdíj-hozzájárulás növekedése megtorpant. Ezt a kedvezőtlen adózási változások



okozták. Amennyiben az egy pénztárragra vetített átlagos befizetéseket vizsgáljuk a kedvezőtlen változások méginkább kirajzolódnak:

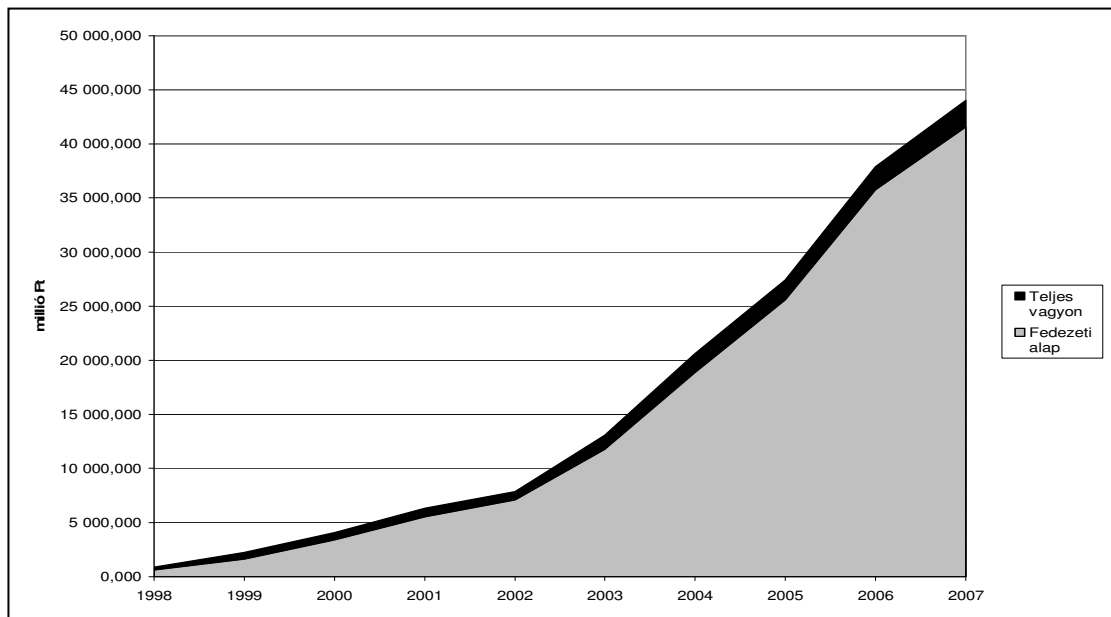


26. ábra

Az egy tagra jutó átlagos tagdíjbefizetések alakulása

Forrás: PSZÁF- [www.pszaf.hu](http://www.pszaf.hu) (2008.06.22.)

Mindezek ellenére a pénztárak vagyona, ezen belül alapvetően a szolgáltatások háttérét megteremtő fedezeti alapon felhalmozott összeg nőtt:



27. ábra

Az egészségpénztárak vagyonának alakulása

Forrás: PSZÁF- [www.pszaf.hu](http://www.pszaf.hu) (2008.06.22.)

Az egészségpénztári rendszer tehát a kedvezőtlenül változó szabályozási feltételek mellett is képes volt növekedni, egyre nagyobb megtakarítást felszívni. A teljes egészségpénztári vagyon 2007 végére meghaladta a 44 milliárd Ft-ot.

A pénztári befizetések akár az egyéni befizetéseket, akár a munkáltatói tagdíj-hozzájárulást említjük adókedvezményekben részesültek. Az egészségpénztári szektor léte ingatag adó- és járulékkedvezmények nélkül. Viszont ezeknek a kedvezményeknek a rendszer működésével megteremti az ellentétét.

Magyarország lakossága köztudottan igen rossz egészségi állapotban van, illetve ismert, hogy a lakosság a járulékok mellett jelentős közvetlen anyagi terhet visel (kb. évi 500 Mrd Ft) az egészségügyi szolgáltatások igénybevételekor. Kedvező adószabályok révén az egészségpénztári rendszer további jelentős fejlődést tudna felmutatni, amely egyben a társadalom egészségi állapotát is jelentősen javítaná.

Sajnálatos, hogy az utóbbi években a kedvezmények rendszere évente változott, ami a kiszámíthatóságot, ezen keresztül a pénztári rendszer működési stabilitását súlyosan veszélyeztette, veszélyezteti. Fontos a kedvezmények reálértékének megtartása is. Az adókedvezmények miatt a munkáltatók, a juttatást kapó munkavállalók pozitívan viszonyulnak a pénztárakba való befizetési lehetőségekhez.

A továbbra is megtartandó adó- és járulék kedvezmény minimális bevétel kiesést jelentenek, amivel az elérhető jelentős egészségnyereség, az állami egészségügyi finanszírozás tehermentesítése, a magán-szolgáltatások rendszerbe állítása áll szemben

Az egészségnyereség egyrészt az állami egészségügy kiadásainak csökkentését eredményezi, hiszen az egészségügyi állapot általános javulása ezt egyértelműen maga után vonja, emellett a betegségek korai felismerése azok kisebb költséggel való kezelését teszi lehetővé. Másrészt a munkaképesség javulása az adó- és járulékbévételek befizetésének többletét eredményezi.

Mivel az egészségpénztári kifizetések ellenőrzött elszámolásokon alapulnak, olyan fekete- és szürkegazdaságba tartozó jövedelmek kifizetésére is segítségül vannak, mint a már említett paraszolvenca, de sokszor a fogorvosi, vagy a természetgyógyászok által nyújtott szolgáltatások jövedelmei. Természetesen ezekre az összegekre csak durva becslések állnak rendelkezésre, de az utóbbi évek egészségpénztári szolgáltatásokhoz kötődő tapasztalatai ezek nagyságrendjére komoly következtetéseket engednek levonni. Az

adófizetési morál ezen úton való megerősödése kisebb költségű és tartósabb bármely adóhatósági úton történő ellenőrzési tevékenységnél. A megnövekvő jövedelemadó- és ÁFA bevétel valószínűsíthetően már rövidtávon is meghaladja a kedvezmények miatti állami bevételkiesést.

Az egészségpénztári rendszer tartósan kiszámítható működése elősegíti a háztartások megtakarításainak növekedését, ami szintén a kívánatos célok közé tartozik. Az összegyűlt megtakarítások ráadásul csak egy célorientált, az államot tehermentesítő kiadási körre használható fel, ami az életminőséget javítja. Az ország humántőkájének megőrzése az ország hosszú távú fejlődését szolgálja.

Az egészségpénztári rendszer eddigi működési tapasztalatai azt mutatják, hogy az adó- és járulékkedvezmények miatti esetleges állami bevételkiesést meghaladja a legalizált jövedelemnövekedésből származó bevételi többlet. A bevételkiesés is csak feltételes módon fogalmazható meg, hiszen kedvezmények nélkül a munkáltatók nem biztosítanának ekkora összegű juttatásokat, jövedelmeket alkalmazottaiknak. Az adórendszernek nemcsak „pénzbehajtási” szerepe van, hanem társadalompolitikai szempontokat, preferenciákat is meg kell jelenítenie. Ha ezt a funkciót is számításba vesszük, az egészségpénztári rendszer „egyenlege” pozitív.

### **7.3. Egészségpénztári szolgáltatás-fejlesztési területek**

Az egészségpénztárak funkcióinak, szolgáltatási területeinek meghatározásához érdemes az egészség definícióját szem előtt tartani: „egészségesnek tekinthető az, aki képzettségének megfelelően munkaképes, korához illő aktivitás mellett nem károsodik, és – elsősorban gyermekek esetében – aki zavartalanul fejlődőképes.”

A társadalmi egészségbiztosítás és az önkéntes egészségpénztári együttműködés alapelve a forrás-összehangolás, amely a finanszírozás szabályozott egyesítését jelenti megadott területeken. Az önkéntes egészségpénztárak 2007-ben több mint 34 Mrd Ft egészségcélú szolgáltatást finanszíroztak, melynek jelentős része közvetlenül a társadalombiztosítás által finanszírozott egészségügyi szolgáltatásokhoz kapcsolódott. Ez az összeg az Egészségbiztosítási Alap éves alapellátási kasszájának kb. felét tette ki.

A valós többértékű világhoz alkalmazkodva az egészség, mint érték, méltó helyre kell hogy kerüljön a társadalmi értékrendszerben. Ennek érdekében társadalmi szinten aktív

egészségmagatartásra, reális kockázatérzékenységre, hatékony szükségletkommunikációra van szükség. A klasszikus (kárkezelő) gyógyító egészségügyet egészségi szükségletekre építő, egészségi kockázatkezelő szolgáltatást nyújtó, költség – hatékonyság – társadalmi igazságosság elvét gyakorlattá tevő intézménnyé kell fejleszteni.

Egészségkultúra önmagában nem létezik, ezért a fejlődés tere többek között az életmódkultúrát, a műveltséget is magában foglalja, tehát a fejlődést ebben a bővebb térben kell támogatni. Az egészségkultúra a fogamzástól az emberséges halálig, az élet egészét átfogja.

Az egészségmegőrzés és betegségmegelőzés az egyén és a társadalom értékrendjére, kulturális színvonalára jellemző összetett tényezők hatását és eredményét jelzi. Az életkörülmények között az általános gazdasági háttér, a munkaerő-piaci háttér, a művelődési viszonyok, az életszínvonal, és a környezeti háttér fontos tényező. Az életmód lényeges elemei: a fizikai aktivitás, a táplálkozás, a dohányzás, az alkohol- és a kábítószer fogyasztás.

Az önkéntes kölcsönös egészségpénztárak az egészségkultúra harmonikus fejlődéséhez azzal járulnak hozzá, hogy elsősorban egészségmegőrző, betegségmegelőző szolgáltatásokat nyújtanak, beleértve az egészséget lényegesen befolyásoló, nem egészségügyi ellátásnak minősülő szolgáltatásokat is, mint például a sport, vagy a gyógyüdülés.

Az egészségmegőrzés fontos területe a prevenció, amelynek eszközei a szűrővizsgálatok.: Jellemző, hogy a pénztárak tagjaik körében a szűréseken való megjelenés arányát 80% fölé tudják vinni, míg ez a TB által finanszírozott szűrések esetében jelentősen alacsonyabb, kb. 30%. Ebből következően látható, hogy az önkéntes egészségpénztárak tagjaik (és hozzátartozóik) esetében hatékonyabban képesek megszervezni a szűrések lebonyolítását és azok eredményeinek visszajuttatását a pácienseknek. Az OEP az egészségpénztárakkal, mint alvállalkozókkal szerződhetne, hogy tagsága és családtagjaik körében a szűréseken való részvételt szervezzék meg. A pénztárak a szűrések protokollját kiegészíthetnék, az eredményeket felhasználhatnák az egészségtudatos életmód megtervezéséhez. Az önkéntes egészségpénztárak által szervezett és finanszírozott szűrés után az OEP az egyébként is nyújtott finanszírozási összeget az egészségpénztár adatjelentése alapján az egészségpénztár számára juttatná el.

A cél megvalósításához elengedhetetlen, hogy egységes szemléletben átgondolásra kerüljön a különböző területeken (alap- és szakellátás) végzett prevenciók tevékenységek rendszere. E munka eredményeképpen minden biztosított számára személyes egészségterv

készülne, amely az egészségi állapot és az életvezetési rizikófaktorok feltárásával segítséget adna az egészségtudatos életmód megtervezésében. Az egészségi állapotmutatókon alapuló egészségtervezés az optimális gazdálkodást alapozza meg.

Az önkéntes kölcsönös egészségpénztárak számára alapszolgáltatásként jogszabályban kellene előírni a tagok egészségi szükségleteinek részletes felmérését a háziorvosokkal való szükséges mértékű együttműködés útján. E követelmény az egészségpénztári tagok esetében a szolgáltatások igénybevételének kötelező feltétele, lehetne.

Az egészségpénztárak által finanszírozott egészség-felméréseknek két olyan speciális területe van – a fogászati és a pszichés megbetegedések –, melyek tipikusan kiegészítő pénztári tevékenység területéül szolgálnak, ugyanis mind a fogmegbetegedések, mind a pszichés állapot zavarai a közszolgáltatás tekintetében nem teljesen lefedettek. Különös problémát jelent mindkét esetben a preventív, illetve a megbetegedés korai állapotainak felismerését és gyógyítását szolgáló ellátások hiánya.

Az önkéntes egészségpénztári rendszer összekapcsolható volna az üzleti biztosítók rendszerével is. Az üzleti biztosítók egészségbiztosítási termékei pénzbeli ellátást nyújtanak (betegség-, kórházi ellátás esetén napi díj, rettegett betegségek elleni összegbiztosítás stb.). Lehetőség volna, hogy a pénztártag maga, vagy kedvezményezettje részére egészségpénztári számlájáról fizesse az egészségbiztosítási termékek díját. Az esetlegesen bekövetkező biztosítási esemény bekövetkeztekor a biztosító által fizetett összeg szintén a pénztártag egyéni számláján kerülne jóváírásra (hasonlóan az APEH általi adó-visszatérítéshez). Ezzel a megoldással biztosítva lenne, hogy az összeget csak a mindenkori egészségpénztári jogszabályok alapján meghatározott egészségcélú szolgáltatásokra lehetne felhasználni, vagy ilyen céllal lehetne tartalékolni. Tehát az adókedvezmény egészség célú felhasználása biztosítva lenne.

A fenti megoldással az üzleti biztosítók által kínált egészségbiztosítások pénzbeli szolgáltatása (összegbiztosítás) jelentősen kiterjesztené az egészségpénztárak természetbeni szolgáltatásainak finanszírozási hátterét. A két rendszer összekapcsolása szinergia hatást jelentene a két rendszer működésében. Az egészségpénztárak mint nagy-vásárlók az egyes biztosítóknál jelentős kedvezményeket érhetnének el a tagjaik és kedvezményezetteik számára. A kiegészítő egészségbiztosítási piac élénkülését hozná magával, ami terhet és nyomást venne le a társadalmi egészségbiztosításról. Továbbá az így finanszírozott szolgáltatások számlás egészségpénztári elszámolása elősegítené a TB finanszírozott

szolgáltatásokhoz kapcsolódó plusz szolgáltatások kifejlesztését. A javasolt változtatások költségvetési forrást nem igényelnek.

#### **7.1.4. Az egészségpénztárak szolgáltatásai**

Az előbbieken megfogalmazott egészségpénztári funkciók kapcsolódásainak ismertetése során már felvázolódtak bizonyos szolgáltatási lehetőségek, azonban ezeket rendszerbe foglalva is szükségesnek tartom bemutatni. A szolgáltatások az egészségi állapothoz, valamint az egyén életszakaszaihoz köthetők. Az egészségpénztárak ezeket a szolgáltatásokat szervezni és finanszírozni képesek.

Prevenációs (egészségmegőrzésre irányuló) szolgáltatások:

- Sporttevékenység támogatása (Jegyek, bérletek, sportklubtagság támogatása),
- Rekreáció támogatása (aktív pihenés, wellness),
- Szűrővizsgálatok szervezése,
- Vitaminok, egyéb ételkiegészítők árának támogatása, szájápolók támogatása, de például patikában kapható napvédő készítmény támogatása.

Egészség-helyreállítást célzó szolgáltatások:

- Rehabilitáció támogatása,
- Fogászati ellátás támogatása,
- TB által nem, vagy részben finanszírozott szolgáltatások támogatása,
- Természetgyógyászati szolgáltatások finanszírozása.

Tartós betegségi állapothoz kapcsolódó szolgáltatások:

- Otthonápolás támogatása,
- Gyógyszerek, gyógyászati segédeszközök árának támogatása.

Megjegyzendő, hogy a szolgáltatási kör számos eleme megjelent az egészségpénztáraknál az utóbbi években, de ezek kiépülése, stabil rendszerré válása az utóbbi évek állandó szabályozásbeli változásai miatt ellehetetlenült. A kiszámíthatóság és a szabályozás stabilitása a megfelelően kialakított szolgáltatási kör, funkció meghatározás mellett a fejlődés elengedhetetlen feltétele.

## **8. Az értekezés megállapításai, javaslatok**

### **8.1. Új és újszerű eredmények**

#### **1. Az uralkodó közgazdasági elméletek alapján nem magyarázható a magyar háztartások pénzügyi megtakarításainak alakulása.**

A magyar gazdaságban feltárható tényadatok vizsgálatakor megállapítottam, hogy a tényhelyzet jelentősen eltér az uralkodó paradigmák alapján várt helyzettől. A kis nyitott gazdaságban ható erők eltérő keretrendszerrel jelentenek az uralkodó elméletek peremfeltételeihez képest. A pénzügyi innováció merőben megváltoztatta a pénzügyi instrumentumokhoz való viszonyrendszert. A globalizáció, a technológiai változások, a magyar gazdaság nyitottsága reálgazdasági oldalról is módosítják a pénzügyi megtakarításokat befolyásoló feltételeket.

#### **1/a A jövedelmek életpálya alatti alakulása, elsősorban amennyiben a háztartástagokra vetítjük eltér a feltételezettől. Az egy főre vetített jövedelem korábbi életkorban éri el maximumát, és a statisztikai felmérések szerint az aktív kor után sem hanyatlik hirtelen.**

Az okok lehetnek azok, hogy a piaci jövedelmek nagyságát az életkor azért befolyásolja kevésbé, mivel az életpaszta a munkaerőpiacon leértékelődik. A társadalmi jövedelmek a nyugdíjas korúak jövedelmét pozitívan alakították átlagosan. A magyar háztartások majd 40%-a nem tud folyamatosan megtakarítani. A diszkrecionális jövedelemhányad csökkenése miatt ez az arány növekedhet. Az egy főre jutó jövedelmek alakulása kétségessé teszi az életpálya alatti domború vagyonalakulás feltételezését.

#### **1/b A banki hitelek elérhetővé válásával a likviditási korlátok oldódtak. A hitelezési feltételek oldódásával a hagyományos célmegtakarítások felszívódtak, mivel nincs szükség előtakarékosagra fogyasztási célok eléréséhez.**

A háztartások megtakarítás gyűjtésének oka gyakran jól körülhatárolható cél. Megtakarítási cél a lakásvásárlás, tartós fogyasztási cikk vásárlása, idős korra, szabadság idejére történő felkészülés. Az 1990-es években a háztartások viszonylag nehezen jutottak hitelhez, így tényleges előtakarékosagra volt szükség a vásárlási célok megvalósításához. 2000-től azonban a banki hitelezés a háztartások irányában megindult. A csökkenő

forintkamatok, a megjelenő devizahitelek kedvező kamatlábai gyorsan növelték a háztartások hitelállományát. A bankok közt a lakossági piacon kialakuló verseny egyre enyhébb feltételek mellett teremtett lehetőséget a hitelfelvételre. A likviditási korlátok oldódása a célmegtakarítások csökkenéséhez vezetett. A háztartások nettó finanszírozási képessége ezáltal két csatornán keresztül is romolhatott, egyrészt a hitelállomány növekedésével, másrészt a célmegtakarítások csökkenésével.

**1/c A hozamok, kamatlábak alakulása kiszámíthatatlanná és áttekinthetlenné vált. A hozamvárakozások így nem alakíthatják a pénzügyi megtakarításokat, vagy igen gyenge ez a kapcsolat. A hozam és kockázati struktúrák áttekinthetlensége miatt a megtakarítások szerkezete sem követi az uralkodó elméletek szerinti megoszlást.**

Az uralkodó elméletek általánosan feltételezik, hogy az egyének hasznosságuk maximalizálására törekednek. Ez a magatartás kihat arra, hogy jövedelmükből mennyit takarítsanak meg, illetve hogy milyen legyen megtakarításaik szerkezete. Az egyes pénzügyi instrumentumok jelenbeli értékének meghatározásához a jövőben várható hozadékokat kellene diszkontálni. A kamatlábak, hozamok becslésének nehézségei miatt az érték meghatározás bizonytalanná válik. Az egyes instrumentumok értékelésének bizonytalansága a köztük való választást is esetlegessé teszi. A racionális választás nehézségein túl rámutattam arra is, hogy az instrumentumok közti szelekciót jelentősen meghatározzák irracionális elemek.

**d) A hozamok és kockázatok áttekinthetlensége miatt a vagyonelemek árazása problematikus a háztartások számára, a vagyonhatás megtakarításokat befolyásoló volta kevésbé követhető.**

Az uralkodó elméletek szerint a háztartások vagyonának értéke, alakulása kihat megtakarításaik nagyságára. A hozamok bizonytalansága megnehezíti a vagyonelemek értékének diszkontáláson alapuló számítását. Bizonyos pénzügyi instrumentumok piaci értéke explicit módon számba vehető. Például napi szinten megállapításra kerül a befektetési alapok eszközértéke, így a befektetési jegyek piaci értéke. Más instrumentumok értékének változása nem figyelhető meg a piacon explicit módon. Ilyenek például a nem nyilvános részvénytársasági üzletrészek.



**2. Az egyének fiatalabb korban érik el az egy főre jutó jövedelem maximumot. Később ennek a jövedelemszintnek megfelelő fogyasztás kívánják megtartani, ami hitelfelvételre ösztönöz.**

Az életpálya korábbi szakaszában elért jövedelemcsúcs eredményeként az egyének nem csak a korábbi felhalmozásuk terhére tartják korábbi fogyasztási szintjüket, hanem hitelfelvétellel is kiegészítik azt. Ez a tény a háztartások nettó finanszírozási képességét két csatornán keresztül is rontja.

**3. A háztartások pénzügyi vagyonának alakulásából kitűnik, hogy a megtakarítások a magyar gazdaságon kívülre kerülnek, elszivárognak a magyar gazdaságból.**

Az 1990-es évek elejét jellemző szigorú devizális jogszabályi kötöttségek fokozatosan oldódtak. Napjainkra a forint konvertibilitása kiteljesedett. Megjelentek azok a pénzügyi instrumentumok, amelyek lehetővé teszik a magyar megtakarítások külföldre csatornázását. Elsősorban az intézményi befektetőkön keresztül érhetők el ezek a formák. A magas hozamokkal kecsegtető instrumentumok vonzóak. Kockázatuk, a mögöttes termékek mibenléte azonban a magyar gazdaságon belül végső befektetésre kerülő formáknál is nehezebben ítélnélhető meg. Ezeken a csatornákon keresztül az amúgy is szűkösen rendelkezésre álló források egy része elszivárog a magyar gazdaságból.

**4. A háztartások külföldre irányuló pénzügyi befektetései, valamint a külföldről érkező hitelek miatt a hagyományos gazdaságpolitikai eszközök, mint a jegybanki alapkamat kevésbé hatásos a megtakarítások, a nettó finanszírozási képesség alakítására. A kapcsolat sokkal lazább, kiszámíthatatlanabb lett.**

Az uralkodó paradigmákban a kamatlábak szabályozása megvalósulhat a monetáris politika segítségével. A magyar gazdaság nyitottsága miatt azonban a külföldi kamatszintek ugyanúgy befolyásolják a magyar háztartások befektetéseit és hitelfelvételét. Természetesen ezekre a kamatszintekre a jegybank nem hathat. Az összefüggés a jegybanki kamatok és a háztartások pénzügyi megtakarításainak alakulása közt nem egyértelmű. A kiszámíthatatlan mozgásokat még erősíti az árfolyamváltozások hatása is.

**5. A pénzügyi rendszer újraszabályozásával növelhetők a megtakarítások.**

A pénzügyi intézményrendszerre vonatkozó szabályozás átgondolásával a megtakarítások növelhetőek. Véleményem szerint elsősorban a szerződéses megtakarítási

formák ösztönzése hathat kedvezően a megtakarítások növelésére. A 2006-ban kirobbant pénzügyi válság következtében a hitelezés szabályainak újraértékelésekor lehetőség volna a nettó finanszírozási képesség növelésére a hitelfelvételi előírások szigorításával.

**5/a A pénzügyi rendszer működésének átértékelésekor azokat a formákat kell előtérbe helyezni, amelyek megtakarítási célokat szolgálnak.**

A célmegtakarítások ösztönzése könnyebben elfogadtatható, úgymond „divatosabb” tehető. A megtakarítási célok kitűzése, a felgyülemelő megtakarítás nyomán követése pozitív ösztönző.

**5/b A célmegtakarításokat adópreferenciákkal kell ösztönözni.**

A háztartások nettó finanszírozási képességének növekedése olyan gazdasági előnyöket jelentenek, amelyek adókedvezményekkel is ösztönözhetők. A tartós megtakarítások előmozdítása szolgálhatja ezt leginkább. A gazdaság szereplőinek külföld fele fennálló kitettsége csökkenhet, ami szintén haszonként mutatható fel.

**5/c A célmegtakarításokat gyűjtő pénzügyi szervezetek befektetéseit belföldre kell csatornázni.**

Amennyiben elv lehet, hogy az adott régióban a hitelezést az ott gyűjtött források szolgálják alapvetően, akkor megfogalmazható az is, hogy a helyben rendelkezésre álló megtakarítások a belföldi gazdaságot finanszírozzák. Elsősorban a szociális biztonságot is megalapozó megtakarításoknál merülhet ez az elv fel. Például a nyugdíj előtakarékosságot célzó rendszerekben felhalmozott megtakarításokra értelmezhető ez.

**6. A megtakarítási rendszereket össze lehet kötni olyan társadalmi célok megvalósításával, amik a szélesebb értelemben vett társadalmi jólét növekedését szolgálják. Ilyen célkitűzések lehetnek az egészségi állapot javítása, a szociális biztonság növelése.**

A gazdasági növekedés, az anyagi jólét növelésén túlmenően a társadalmi jólét növelését kell célul kitűzni. A valós gazdasági helyzetet amúgy sem lefedő uralkodó paradigmák szabályrendszerén túl kell lépni. Az életminőség nem mérhető csak az egy főre vetített GDP mutatójával. A szociális biztonságot, az egészséget előtérbe kell helyezni a társadalmi preferencia rendszerben. Véleményem szerint a pénzügyi szervezeti rendszer

alakítása is rejthet ilyen lehetőségeket magában. Az öngondoskodás rendszerén belül ilyen lehetőségeket jelenthet az önkéntes egészségpénztári rendszer.

## **8.2. Javaslatok, a továbbfejlesztés lehetőségei**

A tudományos dolgozatok nem foghatók általában úgy fel mint egy munka lezárt végeredményei, sokkal inkább tekinthetők egy munkafolyamat csomópontjaiként, amelyek továbbgondolásra indító újabb problémakörök irányába mutatnak. A 8.1, alatt megfogalmazott eredmények a dolgozat korábbi részeivel szorosabb egységet alkotnak. Az implicit módon megfogalmazott javaslatok szándékom szerint levezethetők a korábban leírt elméletek, tényadatok tükrében. A gondolati kört azonban tágítani lehet.

Az immár száz esztendeje hitelből táplálkozó fogyasztás húzta növekedés korlátokba ütközik napjainkra. Természetesen az ezt kiszolgáló intézményrendszert is jelentősen át kell alakítani. Erre azért is sort kell keríteni, mivel a reálfolyamatoktól elszakadó rendszerek még a maguk által kiszolgálni kívánt gazdaság működését is jelentősen veszélyeztetik.

Értekezésemben rámutattam, hogy az uralkodó elméletek pénzügyi megtakarításokra vonatkozó feltevései nem igazolódnak vissza a magyar tényadatokból. Ennek megállapításán túl rámutattam, hogy a jelen intézményrendszerében található olyan intézményi elemek, amelyek más megközelítések érvényesítését tehetik lehetővé. Az egészségpénztárak mellett természetesen más intézményi formákra is át lehet gondolni az uralkodó közgazdaságtan célrendszerén túlmutató kereteket. Folyományként a pénzügyi szektor szabályozási vonatkozásait is meg kell változtatni. A gazdaságpolitika eszköztárának módosítása közel százéves kereteket rúghat fel. Az utóbbi húsz esztendő válságai, elsősorban a 2006-ban kirobbant válság, úgy is arra utalnak, hogy a rendelkezésre álló gazdaságpolitikai eszköztár nem működik. A gazdaság kulcsszavaivá vált kategóriák, mint a „versenyképesség”, a „GDP növelés”, a „tőkevonzó képesség” a társadalom életterét számolják fel.

Az értekezés a problémák egy szeletének feltárására törekedett. Az értekezés eredményeihez kapcsolt javaslatok ezekben a szegmensekben kívánnak iránymutatást adni. Az eredmények azonban hozzájárulhatnak a kapcsolódó rendszerek elemzéséhez.

## 9. Összegzés

Értekezésemben a magyar háztartások pénzügyi megtakarításaira ható tényezőket, a megtakarítások nagyságának és szerkezetének alakulását tekintettem át. A tényadatok és az uralkodó elméletek feltételezéseinek összevetésével fogalmaztam meg megállapításaimat, értékelésemet.

Az elméleti háttér az irányadó teóriák, Keynes, Friedman, Modigliani megtakarításokra vonatkozó nézetei adják.

Keynes elméletének középpontjába a fogyasztást állította, de a pénzügyi megtakarítások nagyságára és szerkezetének alakulására is kidolgozott elképzeléseket. A fogyasztási hányad meghatározásakor objektív tényezőként fogta fel a jövedelmet. Második tényező, hogy az egyén vagyonának értéke megváltozhat. A harmadik a jelenlegi és jövőbeni javak cserearányának változása, azaz a javak diszkontált értékének változása. Következő objektív tényező az állami adópolitika változása. Ez alatt nemcsak a jövedelemadók változását kell érteni, hanem egyéb, például vagyonadók vagy öröklési illetékek változását is. Végül kiemelhető a jövedelemeloszlás. A szubjektív motívumok között nyolcat sorolt fel Keynes, bár nyitva hagyta ezeken túl további lehetséges motívumok létét is.

Az elméletek sorba vételénél Friedman volt az a következő közgazdász, akinek elméletét összefoglaltam. Friedman a klasszikus hagyományokhoz nyúlt vissza munkássága során. Fogyasztási és megtakarítási elmélete azonban nem fedte a klasszikus tételeket, merőben új elemekkel gazdagította a közgazdaságtant. Friedman úgy ítélte meg, hogy a korábban használt jövedelmi és fogyasztási fogalmakat helytelenül használták. Véleménye szerint a fogyasztói, és így megtakarítási döntéseket befolyásoló faktorokat nem megfelelő időtávon vizsgálták. A jövedelmekre ható tényezők közül egyesek rövidebb, másikkal hosszabb ideig hatnak. A bizonyos időtávon belül érvényesülők átmenetiek, a hosszabb távúak pedig a permanensek.

A Modigliani nevével fémjelzett megtakarítások életciklus elmélete az uralkodó közgazdaságtan egyik legkedveltebb megtakarítás elmélete. A megtakarítás életciklus elmélete mikroökonómiai megközelítésű, de számos makrokövetkeztetés szintén levonható belőle. Az életciklus elmélet arra épül, hogy a fogyasztó életpályája során képes racionálisan optimalizálni fogyasztását a hasznosságmaximalizálás szempontjai szerint. A hasznosságmaximalizálás és a tökéletes piac feltételezéséből az a következtetés vonható le, hogy a fogyasztó mindenkor fogyasztása nem pillanatnyi jövedelmétől függ, hanem

életvagyonától. Az életvagyon az egyén élete során megszereshető jövedelem jelenértéke és az esetlegesen örökölt vagyon összege. Az életvagyon nem egyezik meg a Friedman által használt permanens jövedelemmel, mivel a permanens jövedelem végtelen időtávra értelmezett, míg az életvagyon számításakor véges életű egyént feltételeznek. Az életciklus elmélet, a fogyasztási egységek – háztartások – korára, összetételére, stb. is figyelmet fordít magatartásuk vizsgálatokor. Az életciklus elmélet lehetőséget ad a már Keynesnél felmerülő hagyatéki motívumon alapuló megtakarítások értékelésére.

A magyar háztartások megtakarításainak nyomon követéséhez számszerűsített információkra van szükség, amelyeket statisztikák szolgáltatnak. A nemzeti számlák rendszere (SNA) integrált számlarendszeren keresztül veszi számba a gazdaság egyes szektorainak, és ezek összegeként a nemzetgazdaság egészének termelési, jövedelmi, felhalmozási folyamatait, valamint a vagyon alakulását. A számlák a számbavételi időszak változásait, gazdasági eseményeit mutatják be, a mérlegek az egyes időpontokra vonatkoztatva az eszközök és kötelezettségek állományait tartalmazzák. Értekezésemben a szükséges statisztikai kategóriákat a Nemzeti Számlák keretrendszerének segítségével határoztam meg.

Magyarországon a pénzügyi szervezeti rendszert fel kellett építeni a 90-es évek elejétől. Mivel a majd ötven éves tervgazdasági időszak miatt nem volt tapasztalat a szabályozásra, a gyakorlat többszörösen kikényszerítette az utóbbi tizenöt évben az egyes szabályok újragondolását. Ebben az időszakban ráadásul a világban is számos változás történt a pénzügyi piacok területén, bizonyos esetekben több mint százéves keretek borultak fel. Említeni kell azt a tényt, hogy Magyarország felkészülése az Európai Unióhoz való csatlakozásra, majd a csatlakozás szintén ebben az időszakban következett be. A jogharmonizáció, a piaci egységesítés megkívánta módosítások is lecsapódtak a szabályok változásaiban. A pénzügyi szervezetek a pénzügyi megtakarítások áramlási csatornáiként működnek. Bizonyos pénzügyi instrumentumok nem létezhetnek egyes intézmények nélkül. Az intézményrendszer komplexitása, hatékony működése biztosítja a megtakarítások értékállóságát, likviditását. A pénzügyi megtakarítások szerkezetének megértéséhez véleményem szerint elengedhetetlen a pénzügyi intézményrendszer elemeinek ismerete.

A statisztikai kategóriák mögött megbúvó tartalom megértéséhez szükséges a pénzügyi instrumentumok gyakorlatban megjelenő formáinak ismerete, az ezekhez kapcsolódó szabályozás áttekintése.

A Magyar Nemzeti Bankban a korábban rendelkezésre álló statisztikákból előállították a pénzügyi számlák rendszerének megfelelő idősorokat. Ennek segítségével vizsgálni lehet a háztartások pénzügyi eszközeinek alakulását is a 90-es évek elejétől. A háztartások 1990 elején rendelkezésre álló 826,5 mrdFt pénzügyi eszközei 2008 első negyedévének végére 23942,5 mrdFt-ra nőttek. Ez azt jelenti, hogy összességében a változás majd harmincszoros. A háztartások pénzügyi eszközeinek növekedése a 90-es évek elejétől folyamatos. Ugyanez a tendencia olvasható ki a pénzügyi eszközök GDP-hez viszonyított változásának vizsgálatakor.

A 90-es évek közepéig a pénzügyi eszközök változásai alapvetően tranzakciókból adódtak. Ez a helyzet a későbbiekben megváltozott, az átértékelődési hatások szintén jelentős mértékben befolyásolták az egyes időszakokban a pénzügyi eszközök értékét. Ez a módosulás alapvetően a háztartások pénzügyi eszközeinek szerkezeti változásának eredménye. A háztartások birtokában megnőtt azoknak a pénzügyi eszközöknek az aránya, amelyek a piaci hatásokra átértékelődnek, sőt átértékelődésük jelentős lehet. Az arányeltolódás a bemutatott instrumentumok, intézmények megjelenéséhez köthető.

Az időszakban a készpénz és a bankbetétek aránya folyamatosan csökkent. Ezzel ellentétesen jelentős volt a biztosítástechnikai tartalékok növekedése. Természetesen az előbb említett átértékelődések nem érintenek minden instrumentumot, ami a szerkezetváltozás tanulmányozását összetettebbé teszik.

A háztartások pénzügyi eszközeinek állománynövekedése ellenére a háztartási szektor GDP-hez viszonyított nettó finanszírozási képessége tendenciájában csökkenő értéket mutatott a vizsgált időszakban. Ennek alapvető oka a 90-es évek végétől induló egyre magasabb arányú hitelfelvétel.

Az elméletek – bár más és más szemszögből közelítve – néhány tényező hatását a megtakarításokra hasonlóan azonosították. Ezek a tényezők a jövedelem, a vagyon, a kamatlábak. Keynes ezeken túl megtakarítási motívumokat, a megtakarítások életciklus elméletének alkotói pedig megtakarítási célokat is meghatároztak. Kérdés tehát, hogy ezek az összetevők hogyan alakultak az utóbbi években Magyarországon, befolyásolta és befolyásolhatja a gazdaságpolitika ezeket a faktorokat. Vizsgálandó, a legfontosabbnak tekintett faktorok hatásmechanizmusai hatottak-e.

A jövedelemre vonatkozó statisztikák adataiból kitűnik, hogy az egy főre jutó jövedelmek értéke fiatalabb életkorban éri el csúcspontját. Ez következik az eltartottak számának alakulásából, azaz a gyerekeket nevelő háztartásokban az egy főre jutó jövedelem a

háztartásfő életkorral növekvő jövedelme ellenére is alacsonyabb lehet. Másrészt az életkor növekedésével nem nő olyan egyértelműen a jövedelem, mivel az élettapasztalatok leértékelődtek a munkapiacra.

A kamatvárakozások, az eszközök hozamai több szempontból lényegesek. Egyrészt az eszközök árazása, vagyonelemek értékének meghatározása szempontjából, másrészt a jövőbeni jövedelmek jelenértékének meghatározásakor. A pénzügyi instrumentumok értékelésével foglalkozó elméletek azonban nem adnak egyértelmű válaszokat a hozamok meghatározására, az eszközök árazására. A befektetési döntések vizsgálatával foglalkozó kutatók rámutattak arra is, hogy a befektetők viselkedése nem tekinthető racionálisnak. Ez azt jelenti egyben, hogy a megtakarítási döntések, a pénzügyi instrumentumok közti választás sem racionális döntéseken alapul. Mindehhez hozzá kell tenni, hogy az utóbbi évtizedek pénzügyi innovációja miatt a piacokon teljesen megbecsülhetetlen kockázatú eszközök jelentek meg.

A rendelkezésre álló magyar statisztikai adatok is arra engednek következtetni, hogy a magyar megtakarítási döntések sem a várt racionális alapokon nyugszanak. A háztartások nem ismerik pontosan az instrumentumokat, nincsenek megfelelő információk birtokában, nem tudják az instrumentumok kockázatát felmérni.

A háztartási szektor nettó finanszírozási képességének csökkenése gazdasági problémaként jelentkezik. A vállalati szektor, az államháztartás finanszírozása nem oldható meg a magyar gazdaságon belüli forrásból. Ugyanakkor ez a jelenség hosszabb távon társadalmi problémákhoz is vezethet. A demográfiai folyamatok, az alacsonyabb jövedelműek öngondoskodási képességének romlása szociális feszültségek kialakulását vetíti előre. Szükségesnek találom a megtakarítási rendszer átgondolását ezekből a nézőpontokból is. Ez a kérdéskör már kimutat az uralkodó közgazdasági nézeteken, az anyagi jólét minden elé helyezésén. Véleményem szerint a pénzügyi rendszer alárendelődhet olyan megfontolásoknak, amelyek az életminőség komplexebb megközelítését jelentik. Értekezésemben erre példaként az egészségpénztári rendszer lehetséges fejlesztését mutattam be. Az egészségpénztárak az öngondoskodás lehetővé tétele mellett az egészséget középpontba állítva szolgálhatják az életminőséget.

## Summary

In this thesis factors influencing household savings as well as changes in the degree and structure of savings are reviewed. The statements and assessments have been compiled by comparing facts with hypotheses of prevailing theories

Prevailing theories on savings by Keynes, Friedman, Modigliani provide for theoretical background.

Keynes put consumption in the focus of his conception and also developed ideas on the degree and structure of savings. Income was taken as an objective factor in determining rate of consume. The second factor is that the value of an individual's assets may change. The third is the change in terms of trade of present and future goods, which is change in discounted value of goods. The next objective factor is the change in the state's tax policy, which not only includes income taxes, but also others such as property taxes or legacy duty. Finally, we can consider distribution of income. Keynes worked out a list of 8 subjective motives, but left his ideas open for further possible factors.

The next economist in order whose concepts have summarized was Friedman. In the course of his work he rooted back to classic conventions. His theory on consumption and savings, however, did not cover classic theses and introduced entirely new concepts in economics. Friedman believed the former concepts of income and consume were misused. In his view the factors influencing choices on consumption as well as on savings were examined not in the appropriate period. Some of the factors on income last shorter, some last longer. Factors that prevail in a certain period of time are temporary and long-term factors are permanent one.

Life cycle theory on savings by Modigliani is one of the favourites of the modern economics. Although the savings life cycle theory has a microeconomic approach, yet several macroeconomic conclusions may be drawn as well. It is based upon the concept that consumers can make intelligent choices and optimise consumption over their lives in line with utility maximizing. Predictions of utility maximizing and perfect market help us to conclude that the current consumption level of consumers do not depend on their current income, but rather on their lifetime income. Lifetime income is the present value of the sum of income of the lifetime and amount of assets inherited. Lifetime income is not identical with the permanent income applied by Friedman, since the latter one is implied over an infinite period whereas a finite period is presumed for calculating an individual's lifetime income. In the



course of investigating consumption units (households) behaviour life cycle theory also takes their age, composition, etc., into account. Life cycle theory gives an opportunity to evaluate savings based on bequest motive raised by Keynes.

In order to track and monitor Hungarian household savings quantified information from statistics are required. The System of National Accounts (SNA) applies an integrated system of accounts to account for production, income, and saving processes and changes in assets in each and every sector as well as in the entirety of the economy. The accounts show changes and economic events in the period under review and balance sheets report on assets and liabilities of a particular point of time.

The statistical categories required in the thesis have been identified under the framework of the National Accounts.

As of the early 90's there was a need to build a financial system in Hungary. Since due to the era of planned economy of almost 50 years there was no experience on how to regulate and control such system on the theory side, the pressure from the practice side in 15 years forced certain rules to be reconsidered. In addition, in that period the world's financial markets also witnessed plenty of changes and over 100 years old conventions turned upside down. It was also the period for Hungary to get prepared for the accession to the European Union. Legal and market harmonization brought plenty of changes in regulations. Financial organizations function as channels for the flows of financial savings. Certain financial instruments do require and cannot exist without certain financial institutions. Complexity and efficient operation ensures savings have proper liquidity and stability of value. In my view knowledge of system of financial institutions is essential to understand the structure of savings.

To understand the content behind statistical categories an awareness of practical forms of financial instruments as well as the related regulations is required.

At the National Bank of Hungary timelines corresponding with the system of financial accounts were developed based on statistics available at that time. It helped to monitor changes in household financial instruments from the early 90's. At the beginning of 1990 households disposed over a total of HUF 826.5 milliard (thousand million); by the end of Q1 2008 it increased to HUF 23942.5 milliard. It means a nominal growth by a factor of thirty. Household financial instruments showed a constant growing tendency from the early 90's. The same tendency applies to change of financial instruments versus GDP.

Basically by the middle 90s changes in financial instruments had arisen from transactions. Later it changed, and the effects of revaluation had a significant impact on the value of financial instruments in certain periods. Fundamentally, that shift derived from a structural change in household financial instruments. In households the share of financial instruments that may get revaluated (even by a significant degree) due to impacts from the market impacts increased. This shift in the structure and rate of shares is linked to the appearance of instruments and financial institutes.

In the period under review the share of cash and bank deposits decreased gradually. On the other hand, reserves in insurance instruments grew significantly. The revaluation mentioned above did not affect every instrument, which makes it more difficult to study the structural change.

Although the facility of household financial instruments rose, households' net financing capacity vs. GDP showed a downgrading tendency in the concerning period owing to the increasing rate of taking up credit started at the end of the 90s.

Although from different perspectives the theories outlined above identified the effect of some factors on savings similarly. The factors are: income, assets, and interest rates. In addition, Keynes identified motives on savings, whereas the creators of savings life cycle theory identified savings objectives. In this light the question is in what ways those factors evolved recently in Hungary and whether economic policy has influenced or could have influenced those factors. It is to be examined whether the key factors took an effect or not and what other components prevented the theoretically underlined relations from prevailing.

Statistical data on income show that the value of income per capita peaks at younger ages. It is a consequence of the number of dependants in a household, which means in households with children the income per capita may be lower despite the income of the head of the family may earn more. On the other hand, income does not necessarily grow as the individual advances in years, because experience depreciated in the labour market.

Expected interest rates and returns on financial instruments are important from several aspects. First to price instruments and value items in the asset facility, and second to establish present value of future incomes. However, theories on the assessment and valuation of financial instruments do not give clear answers how to calculate returns and price instruments. Researchers studying investment choices showed investors do not behave in a rational way. It means choices on investments or financial instruments are not based on rational decisions, either. Moreover it must be noted that owing to a financial innovation in

the past decades in the market there are financial instruments involving risks absolutely impossible to assess and estimate.

From the available Hungarian statistical data it is concluded that Hungarian investment choices are not based on any expected rational basis, either. Households do not know financial instruments exactly, have no appropriate information, and are unable to assess the risks related to a particular financial instrument.

The reduced net financing ability of households emerges as an economic problem. It has become impossible to continue financing the entrepreneurial and state administration sectors from internal sources deriving from the Hungarian economy. At the same time, this phenomenon might as well lead to social problems in the long run. Demographical processes and reduced ability of the low-income classes anticipate social tensions. I believe the system of savings needs reconsideration from these viewpoints as well. These issues project beyond the prevailing economic approaches, even beyond placing wealth above all. In my view the financial system can be subordinated to other considerations bearing more complex approach to life quality. A possible way to develop health funds has been presented in my thesis as an example of potential solutions. Besides introducing self-care, health funds focus on health to serve life quality.

## Felhasznált szakirodalom

Annas, G.J. (1994): When should preventive treatment be paid for by health insurance (New England Journal of Medicine, 331, 1027-1030 p.)

Antal J. (2006): Külső adósságdinamika (Budapest, MNB-tanulmányok 51., 57.p.)

Árvai Zs.-Menczel P. (2000): A magyar háztartások megtakarításai 1995-2000 között (Budapest, MNB füzetek 2000/8, 48.p.)

Balázs P. (1997): „A rejtőzködő magánfinanszírozás és az egészségügy legális költségtérítése” (Népegészségügy, 1. sz.)

Barberis, Nicolaus – Shleifer, Andrei – Vishny, Robert (1998): A Model of Investor Sentiment (Journal of Financial Economics 49., 307.-232.p.)

Barberis, Nicolaus – Thaler, Richard (2001): A Survey of Behavioral Finance (Working Paper, Harvard University)

Bethlendi A. (2007): A hitelpiac szerepe a hazai háztartások fogyasztási és megtakarítási döntéseiben (Közgazdasági Szemle, LIV. évf., 2007. december 1041–1065. p.)

Bodie – Kane - Marcus (1996): Befektetések I.-II. (Budapest, Tamszék Kft. 368p.)

Bodor M. et al. (1997): Értékpapíripiaci Kézikönyv (Budapest, AGROCENT Kiadó)

Benartzi, Sh.- Richard T. (2001), Naïve Diversification Strategies in Defined Contribution Savings Plans (American Economic Review, 79-98.p)

Bernheim, D. (1995), Do Households Appreciate Their Financial Vulnerabilities? An Analysis of Actions, Perceptions, and Public Policy, (Tax Policy and Economic Growth, Washington, DC: American Council for Capital Formation, pp. 1-30.)

Browning, M. - Lusardi, A. (1996), Household Saving: Micro Theories and Micro Facts, Journal of Economic Literature, Vol. 34, 1797-1855.p.)

Brunnenmeier, M. (2001): Asset Pricing under Asymmetric Information Bubbles, Crashes, Technical Analysis, and Herding (Oxford, Oxford University Press)

Busa K. – Kóti T. – Tatay T.(2009): Javaslat az Önkéntes Egészségpénztári rendszer fejlesztésére (Pénzügyi Szemle 2009/1, 43-52.p.)

Campbell, J. (2006),: Household Finance, (Journal of Finance, 61, pp.1553-1604.)

Farmasi A.- Hajdu E.- Tatay T. (2004): Private equity sector in Hungary (2004. nov. 12-13., „Lumea Financiara Prezent Si Perspective” International Conference, Babes-Bolyai Egyetem, Kolozsvár)

Csremely Á. (2006): Az inflációs cél követésének rendszere Magyarország (Közgazdasági Szemle, LIII. évf., 2006. december 1058–1079. p.)

Csillik P. (2003): Pénzpolitika, megtakarítások és közösségi döntések (Szeged, SZTE Közgazdaságtudományi Kar Közleményei, JATEPress 58.-73.p.)

eSense Kft. (2006): A háztartások befektetési szokásaiban várható változások (www.pszaf.hu 2007.11.16., 23.p.)

Fekete O. - Tatay T. (2000): Tőketartozás, törlesztés, kamatfizetés (Gazdaság és Jog 2000. május)

Gaál A. (2000): Részvényanalízis (Budapest, Ecostock Közgazdasági Könyvkiadó, 181.P.)

Gábrriel P.–Pintér K. (2006): Kinek higgyünk? Az elemzői várakozások és a hozamgörbe információtartalmának elemzése (MNB-Szemle 2006. december 7.)

Guiso, L.-Jappelli, T.-Terlizzese, D. (1992): Earnings Uncertainty and Precautionary Saving, (Journal of Monetary Economics, Vol. 32.. 307-337.p.)

Hajdu E.- Tatay T. (2005): Hitelfelvétel – deviza vagy forint (Győr,2005. december 2-3., „Átalakulási folyamatok Közép-Európában”, Széchenyi István Egyetem Multidiszciplináris Társadalomtudományi Doktori Iskola és Európa-tanulmányi Központ)

Hajdu E.- Tatay T. (2007): Az önszegélyező pénztári szektor szabályozásának változásai (Magyar Tudomány Napja – Versenyképesség-Fejlődés-Reform Konferencia, Sopron 2007. november)

Hámori Balázs (2003): Kísérletek és kilátások. Daniel Kahneman. (Közgazdasági Szemle, L. évfolyam, 2003. szeptember 779-799.p.)

Health C.(1999): Systems in Transition, Hungary. (European Observatory on Health Care Systems WHO Regional Office for Europe)

Hong, H.- Jeffrey K.-Jeremy S. 2004), Social Interaction and Stock Market Participation ( Journal of Finance, 59, 137–163.)

Hull, J. C. – White, A. (1987): The Pricing of Options on Assets with Stochastic Volatilities (Journal of Finance, XLII. évfolyam, 1987. június 281-300. p.)

Hurley, J. – Grootendorst, P. (2003): Egészségügyi ellátás , egészségbiztosítási piac és kormányzati szerep (Flagship courses SOTE EMK 2003)

Huszi E. (szerk.) 2002): A pénzügyi intézményrendszer Magyarországon (Budapest, Nebuló Kiadó, 374p.)

Huszi E. (2002): Banktan (Budapest, TAS-11 Kft., 520.p.)

James, M. Ch.-Smidth, W. C. (1996): Kereskedelmi bankok (Budapest, Panem Könyvkiadó, 392.p.)

Józsa L.-Tatay T. (1992): A banki szolgáltatásokról egy vizsgálat tükrében (Veszprém, II. Nemzetközi Marketing Konferencia)

Józsa L.-Tatay T. (1996): Bank és piac egy empirikus vizsgálat tükrében (Magyar Marketing Műhelyek második Kerekasztal Konferenciája. Konferencia kiadvány)

Józsa L.-Tatay T. (1997): Szervezeti azonosságtudat (corporate identity) a hazai bankéletben (Magyar Marketing Műhelyek harmadik Kerekasztal Konferenciája. Konferencia kiadvány)

Józsa L.-Tatay T. (1998): A jövőt biztosítva (Magyar Marketing Műhelyek negyedik Kerekasztal Konferenciája. Konferencia kiadvány)

Kahneman, D. – Tversky, A. (1979): Orospect theory: An Analysis Decision Undor Risk (Econometrica 1979/3., 263.-291.p.)

Kapitány Zs. – Keszthelyiné Rédei M.I-Molnár Gy. (1999): A „rejtőzködő”panel ( Statisztikai Szemle, 77. Évf., október-december, 833-843. p.)

Keeler, J. P. –James, W. L. –Abdel-Ghany,M. (1985): „The Relatívé Size of WindfallIncome and The Permanent Income Hypothesis” (Journal of Business & Economic Statistics,July, Vol. 3. No. 3. , 209-215.p)

Kecskeméti I. (2006): Tőzsdei befektetések a technikai elemzés segítségével (Budapest, Kecskeméti és Társa Kft., 241.p.)

Kenyeres L. - Keszthelyiné dr. Rédei M. (2005): A 2005. évi lakossági jövedelemfelvétel összefoglaló adatai (Budapest, Központi Statisztikai Hivatal, 66.p.)

Kincses Gy. (szerk) (2005): A harmadik csomag kialakításának alapkérdései. Az ESKI és a MABISZ munkacsoportjának munka-anyaga (2005., kézirat)

Kóti T. (1999): A minőségbiztosítás lehetőségei az önkéntes kölcsönös egészségpénztári szolgáltatásoknál. MOTESZ Magazin, 7, 40-43 p.)

Kóti T.-Tatay T. (2009): Az egészségpénztári rendszer, mint célorientált megtakarítási rendszer (Veszprém, MTA VEAB Közgazdaságtudományi Munkabizottsága és a Pannon Egyetem Számvitel és Controlling Tanszéke által 2008. december 17-én szervezett tudományos ülésének kiadványa)

Kóti T.-Tatay T. (2009): Az egészségpénztári rendszer, mint célorientált megtakarítási rendszer (Budapest, Stabilitás Pénztárszövetség Évkönyve)

Kotlikoff, Laurence J. –Summers-Lawrence, H. (1981), The Role of Intergenerational Transfers in Aggregate Capital Accumulation, (Journal of Political Economy, vol. 89. No. 4.,706-732.p.)

Keynes, J. Ma. (1965): A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete (Budapest, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 436 p.)

Központi Statisztikai Hivatal (2001): A háztartások gazdálkodási magatartásának néhány eleme (Budapest, KSH)

Központi Statisztikai Hivatal (2006): A jövedelem mint az anyagi jólét és a szegénység mérőszáma (KSH, Társadalomstatisztikai Füzetek 43., 96.)

Központi Statisztikai Hivatal (2007): Létminimum 2006 (Budapest, KSH, 9.p.)

Központi Statisztikai Hivatal (2006): Gazdaság és társadalom (KSH, A KSH jelenti 2006/12, 101.p.)

Lendvai Z.-Nagy Cs.-TatayT. (2001): A kötelező választhatósága (Magyar Marketing Műhelyek negyedik Kerekasztal Konferenciája. Konferencia kiadvány))

Lentner Cs. (2007): Pénzügypolitikai stratégiák a XXI. század elején (Budapest, Akadémiai Kiadó, 585.p.)



Loayza, N.- Schmidt K.-Hebbel T.- Serven L. (2000): What drives saving across the world? (Review of Economics and Statistics, 82, 165–181.p.)

Iyengar, S.-Wei J. (2003): Choosing Not To Choose: The Effect of More Choices on Retirement Savings Decisions (Working Paper, Columbia University.)

Magyar Nemzeti Bank 2008): Magyarország Pénzügyi Számlái (Budapest, MNB, 98.p.)

Magyar Nemzeti Bank (2005): Monetáris Statisztikai Kézikönyv (MNB, 64.p.)

Majer B. (1998): Lakossági üzletág (Budapest, Nemzetközi Bankárképző, 200.p.)

Malkiel, Burton G. (1998): Bolyongás a Wall Streeten, (Budapest, Nemzetközi Bankárképző Központ, 336.p.)

May R, (szerk.) (2003): Vagyon-, Alap- és Portfolió (Budapest, Aula Könyvkiadó,-BAMOSZ, Nemzetközi Bankárképző Központ, 490.p.)

Menczel P. (2000), Mit mutatnak a megtakarítások? (Bankszemle, 2000. augusztus)

Miles, D.- Timmermann, A. (1999): Risk sharing and transition costs in the reform of pension systems in Europe (Economic Policy, 29, 253–286.p.)

Matthew, R. (2006): Pszichológia és közgazdaságtan (Budapest, Alinea Kiadó, 287.p.)

Modigliani, F. (1988), The Role of Intergenerational Transfers and Life Cycle Saving in the Accumulation of Wealth, Journal of Economic Perspectives, Vol.22. No.2, 15.-40.p.)

Modigliani, F.-Brumberg, R. (1952), Utility Analysis and Aggregate Consumption Functions (Discussion Paper, published in Abel, Andrew, The Collected Papers of Franco Modigliani, Volume 2, The Life Cycle Hypothesis of Saving, Cambridge, London. 128-197.p.)

Móré Cs.–Nagy M. [2004]: Verseny a magyar bankpiacon (Budapest, MNB Füzetek, 9. sz).

MUTUAL SOCIETIES IN EUROPE (Contribution of AIM to the preparation of a European Commission policy document) - January 2003)

Nagy I. - Szép P.r (1996): Megtakarítások és jövedelmek. In: A lakosság megtakarítói magatartásának vizsgálata a Magyar Háztartás Panel adatbázisának felhasználásával (Beszámoló a Magyar Nemzeti Bank részére. TÁRKI, február, 53-83. p.)

Pataki L. (1997): Az is gond, ha van pénz? — Befektetési alapismeretek. E. 6.1. In.: Gazdálkodók kézikönyve. (Szerk.: Takácsné György K.) Raabe Kiadó, Budapest. 14. p., ISBN 963 85181 3 8 ö

Pete P. (1996): Bevezetés a monetáris makroökonómiába (Budapest, Osiris Kiadó, 179.p.)

Rotyis J. (2001): Tőzsdei befektetők kézikönyve (Budapest, Jogi és Üzleti Kiadó, 290.p.)

Sik E. (2006): Valóságdarabkák a Magyar Háztartás Panelből (Budapest, TÁRKII, 119.p.)

Shefrin, Hersh M. - Thaler, Richard H. (1988), The Behavioral Life-Cycle Hypothesis (Economic Inquiry, Vol. 26. No. 4. ,. 609-643.p)

Shiller, R. (2002): Tőzsdemámor ( Budapest, , Alinea kiadó, 288.p.)

Smeeding, T. M.–Weinberg, D. H. (2001): Toward a uniform definition of household income, Review of Income and Wealth. 1.)

Smith, M. P. (1996): Shareholder activism by institutional investors: Evidence from CalPERS. (Journal of Finance, 51, 227–252.p.)

Somogyi F. (1996): A vegyesgazdaság makroökonómiája és társadalmi következményei I. (Veszprém, Veszprémi Egyetemi Kiadó, 245.p.)

Spéder Zs. (1996b): A megtakarítói magatartás objektív összetevői. In: A lakosság megtakarítói magatartásának vizsgálata a Magyar Háztartás Panel adatbázisának felhasználásával (Beszámoló a Magyar Nemzeti Bank részére. TÁRKI, február, 7-32 p)

Szabó L. (2005Ö: Fundamentális elemzés a gyakorlatban )Concorde alapkezelő Rt., BKAE előadás, 2005.10.04.)

Szalkai I. (1990): A monetáris irányítás (Budapest, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 170.p.)

Tatay T. (1993): A tőkeáramlás rendszere (Veszprém, VEAB Tudományos Konferencia kiadványa)

Tatay T. (1997): A bankhálózatok fejlődésének áttekintése Magyarországon (Magyar Marketing Műhelyek harmadik Kerekasztal Konferenciája. Konferencia kiadvány)

Tatay T. (1997): Kamatozó percek (Gazdaság és Jog 11/1997)

Thaler, R.- Shlomo B. (2004): Save More Tomorrow.” Journal of olitical Economy. Vol. 112. no. 1. part 1., 164-187.ő.)

Tobin, J. (1984): Pénz és gazdasági növekedés (Budapest, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 342 p.)

Tóth I. (2002): Jövedelemeloszlás a kilencvenes évek Magyarországnán- doktori értekezés (Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem, 336.p.)

Tóth Is. -Árvai Zs.(2001): Likviditási korlát és fogyasztói türelmetlenség (Budapest, MNB füzetek 2001/2)

Varga, J. (2001): Pénz- és tőkepiaci idősorok sztochasztikus volatilitás modelljei (Sigma, 2001. 1-2.)

Várhegyi É. [2003]: Bankverseny Magyarországon ( Közgazdasági Szemle, 12. sz. 1027–1048. p.)

Zsoldos I.(1997), A lakosság megtakarítási és portfólió döntései Magyarországon 1980-1996 (Budapest, MNB Füzetek 1997/4.)

[www.bamosz.hu](http://www.bamosz.hu)

[www.bet.hu](http://www.bet.hu)

[www.ksh.hu](http://www.ksh.hu)

[www.mnb.hu](http://www.mnb.hu)

[www.pszaf.hu](http://www.pszaf.hu)

1991. évi LXIX. törvény a pénzintézetekről és a pénzintézeti tevékenységről

1991. évi LXIII. törvény a befektetési alapokról

1993. évi XCVI. törvény az önkéntes kölcsönös biztosító pénztárakról

1996. évi CXII. törvény a hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról

1996. évi CXIII. törvény a lakástakarékpénztárakról

1997. évi XXX. törvény a jelzálog-hitelintézetekről és a jelzáloglevélről

1997. évi LXXXII. törvény a magánnyugdíjról és a magánnyugdíjpénztárakról

1997. évi LXXX. törvény a társadalombiztosítás ellátásaira és a magánnyugdíjra jogosultakról, valamint e szolgáltatások fedezetéről,

1995. évi XCVI. törvény a biztosítóintézetekről és a biztosítási tevékenységről

2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról

2003. évi LX. törvény a biztosítókról és a biztosítási tevékenységről