

KÖZGAZDASÁGI ÉS FINANSZÍROZÁSI PROBLÉMÁK PÉNZÜGYES SZEMMEL

KÜRTHY GÁBOR

A hitelezés és pénzforgalom technikai megértése elősegítheti a közgazdasági és finanszírozási problémák pontosabb elemzését és gyakorlati kezelését – a tanulmány ezt az állítást demonstrálja. Egy nemzetközi pénzforgalmi modell segítségével bemutatathatóak azok a korlátok, amelyek kiegészítik a tradicionális mikroszintű költségvetési feltételeket. A modell redukált és bővített változatai alkalmasak gyakorlati és elméleti kihívások (Növekedési Hitelprogram, deviza alapú hitelezés, feltörekvő gazdaságok tartalék-felhalmozása és a nemzetközi likviditás kapcsolata) elemzésére. Ezek az elemzések pedig olykor az elterjedt nézetek cáfolatait adják.

BEVEZETÉS

A pénz- és bankügyek („money and banking”) a közgazdaságtan („economics”) és a finanszírozás-tudomány („finance”) közötti senki földjén helyezkedik el. Ez meglátszik a gyakorlati és az akadémiai (egyetemi) életben is. A kincstárnok közvetíti a pénzt a finanszírozást nyújtóktól a beruházást és beszerzést végzők felé, majd a bevételeket a finanszírozók felé. A kincstárnok felelőssége nagy, de ez csak akkor derül ki, amikor a két oldal közötti mediációba hiba csúszik. A közgazdaságtan és a finanszírozás-tudomány évtizedeken keresztül – békésen – elbeszéltek egymás mellett. Ezt legitimálták azok az elméleti eredmények [Fisher 1930] szeparációs tételei – Modigliani és Miller [1958] tételei – amelyek szerint a finanszírozási és fogyasztási, valamint beruházási döntések függetleníthetők egymástól. A gyakorlatban mindig biztos volt, hogy az üzletelő feleket összekötik a pénzáramok, s a likviditási követelményeknek való megfelelés a gazdálkodás első túlélési korlátja. Az elmélet viszont – különösen a makroszintű elmélet – a pénzforgalom és likviditás kérdését túl sokáig ignorálta.

A következőkben szemelvényyszerűen megmutatjuk, hogy a pénzforgalmi rendszer működése milyen addicionális korlátokat, feltételeket hozhat a jelenleginél tágabb látókörű közgazdasági vagy finanszírozási gondolkodásba. Először fölvezetünk egy tranzakciós modellt, melynek segítségével megmutatható, hogy a mikroökonómiai költségvetési korlát miért csak szükséges, de nem elégséges feltétele az áru- vagy tőkepiaci vásárlásnak. Makroszinten ugyanebből a modelltől a gazdasági növekedés korlátai vezethetők le. Ezt követően a vázolt modell segítségével három olyan problémát elemzünk, amelyek megértése és kezelése az elmúlt években kihívás elé állította a közgazdászokat és a finanszírozókat egyaránt, mind elméleti, mind gyakorlati szinten. Pénzügyes nézőpontból a Növekedési Hitelprogramnak, a deviza alapú hitelezésnek és a feltörekvő gazdaságok dollárkötvény vásárlásának egy különleges olvasata adható. Az így levont következtetések pedig ellentmondhatnak a korábbi eredményeknek: elterjedt nézet pél-

dául, hogy a feltörekvő országok jegybankjainak dollárkötvény felhalmozása expanzív hatással van/volt a nemzetközi pénzpiacokra. A tanulmányban adott elemzés pont ennek a fordítottját mutatja.

A pénzügyes nézet nem írhatja felül a közgazdászok és a finanszírozók évtizedek során sok elméleti és gyakorlati próbának alávetett tanításait. Állításunk csupán annyi, hogy a modern hitelezés és a pénzforgalom, valamint a hozzájuk kapcsolódó kockázatok s azok banki kezelésének megértése jobban megvilágíthatja, olykor más fénybe helyezheti az elemzett problémákat. Rövid távon elégedjünk meg ennyivel. Hosszú távon a két tábor közötti közeledés úgyis csak a senki földjén keresztül lehetséges.

1. A (NEMZETKÖZI) FIZETÉSI RENDSZER MODELLJE

Az „X” háztartás árut vásárol az „Y” vállalattól, és kifizeti. E tranzakció körülményeit elemzi a közgazdaságtan. Mi alakítja az áru keresletét és kínálatát, miért pont akkora az ár és az eladott/vásárolt mennyiség, amekkora? Milyen költségei vannak a tranzakciónak, terhelnek-e ezek a költségek másokat is, és ha igen, akkor milyen mértékben?

A „P” befektető finanszírozást nyújt „Q” vállalatnak. E tranzakció körülményeit elemzi a finanszírozás-tudomány. Hitel vagy részesedés típusú-e a finanszírozás? Mekkora a hozama és a kockázata? Hozzájárul-e a finanszírozott vállalat értékéhez?

A számvitel könyveli ezeket a tranzakciókat (1. ábra).

1. ábra: Áru- és tőkepiaci tranzakciók nyilvántartása a mérlegekben.

„X”	„Y”	„P”	„Q”
+ Áru	- Áru	+ Követelés	+ Tartozás /
- Pénz	+Pénz	+Részvény	+Saját tőke
		- Pénz	+ Pénz

Forrás: Saját szerkesztés

De vajon milyen feltétellel mehetnek végbe ezek az ügyletek? A közgazdasági és finanszírozási modellekben teljesülnie kell a gazdasági szereplők (tőke)költségvetési korlátjának, ami egy pénzzel ellátott gazdaságban egyedi szinten azt jelenti, hogy a fizető félnek van elegendő pénze. E korlát azonban csak speciális esetekben elegendő: a két gazdasági szereplő egy gazdaságon belül van, s készpénzzel üzletelnek *vagy* ugyanaz a bank vezeti a számlájukat. Minden más esetben legalább egy, de akár kettő, három korlát kerül a rendszerbe. E további (modell)feltételek nemcsak a mikroszintű tranzakciók teljesüléséhez szükségesek, a gazdasági növekedés korlátja is levezethető belőlük. Elhanyagolásuk mind az elméletben, mind a gyakorlatban a gazdasági jelenségek, például válságok meg nem értéséhez vezethet.

A következőkben azt tételezzük fel, hogy a tranzaktáló felek különböző gazdaságok szereplői, s egymásnak átutalással fizetnek. Lényegtelen, hogy áru- vagy tőkepiaci ügyletet kötnek egymással, pénzügyi (banki) oldalról a fizető fél kevesebb, a fizetést kapó fél több pénzt szeretne látni a számláján. Ez látható az 1. ábra bal és jobb oldali blokkjában is: X (P) eszközei között csökken, Y (Q) eszközei között növekszik a pénz mennyisége. Az ügylet teljes pénzügyi elszámolásakor azonban figyelembe kell vennünk, hogy a fize-

tő és a fizetést kapó pénze más, például magyar forint (HUF) és mexikói peso (MXN). A fizetést kapó hazai pénzt akar, mert abban kell befizetnie az adót, abban fizeti a munkavállalóit, szállítóit stb. A fizető bevételeit valószínűleg hazai pénzben realizálja. Egymás pénzét tehát kölcsönösen nem fogadják el: nem bizalomhiány miatt, hanem mert az üzleti életben nem tudnak vele mit kezdeni.

A másik figyelembe veendő tény, hogy nem készpénzzel, hanem számlapénzzel üzemelnek. Az ügylet teljes nyilvántartásakor tehát nem állhatunk meg a vállalatok szintjén, figyelembe kell venni a banki szintet is. Itt azonban új problémával kerülünk szembe: ha a fizető fél bankszámláját megterheljük, a fizetést kapó fél bankszámláját jóváírjuk a tranzakció értékével, akkor a bankok mérlegének egyensúlya felborul (2. ábra). A konzisztens elszámoláshoz eszköztranszferre van szükség a két bank között¹.

Átmeneti megoldást jelenthet, ha a fizető fél bankja tartozást ismer el a fizetést kapó fél bankja felé, de ezzel csak időben toljuk ki a problémát, s nem oldjuk meg azt. S nem is biztos – a gyakorlatban pedig igen valószínűtlen –, hogy a két bank közötti közvetlen eszköztranszferrel zárulna az ügylet. Ugyanis a probléma a vállalatokéhoz hasonló: fizikai eszközt (például aranyat vagy valutát) a bankok nem szállítanak egymásnak, s az eszköz denominációja sem lehet akármilyen, a magyar banknak forint-, a mexikóinak pesoeszközei vannak.

A probléma egy szinttel feljebb tolható a helyi jegybankok bekapcsolásával. Ekkor a bankok pozíciója a jegybanki számláikon, hazai pénzben elszámolva záródik, pont úgy, mintha belföldi fizetési ügylet történt volna.

2. ábra: Nemzetközi fizetés elszámolása: kereskedelmi banki szint.

Bank (HUN) - Számla (HUF)	Bank (MEX) + Számla (MXN)
Vállalat (HUN) + Aru - Számla (HUF)	Vállalat (MEX) - Aru + Számla (MXN)

Forrás: Saját szerkesztés

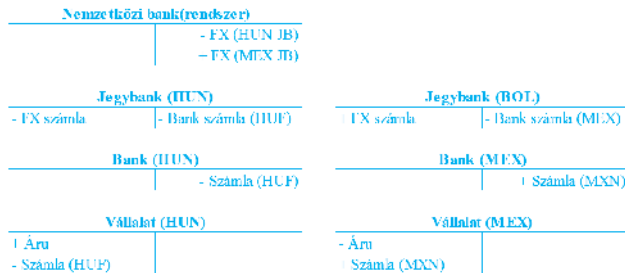
De továbbra sem konzisztens a rendszer, mert most a jegybankok mérlege nyílt ki. Egészen addig folytatható a probléma banki szintek közötti tologatása, amíg nem találunk két olyan szereplőt, amely hajlandó és képes egymásnak fizikai eszközt szállítani, vagy amelyeknek van közös számlavezető bankja.

A modern nemzetközi bankrendszerben az utóbbi érvényes. Feltételezhető például, hogy a jegybankoknak van közös számlavezetője (a jegybankok bankja), akinek a számláin zárulhat az ügylet. Ez látható a 3. ábrán, ahol a fizetési művelet zárása a nemzetközi bankrendszerben történik. Hangsúlyozandó: még a jegybankok sem biztos, hogy rendelkeznek közös számlavezetővel, elképzelhető, hogy különböző nemzetközi bankoknál

¹ Ha két belföldi vállalat üzletelne egymással, akkor a bankok a jegybanki számlájukon keresztüli elszámolással zárnák le a tranzakciók. Erre azonban ebben az esetben nincs lehetőség.

vezetik a számlájukat, amelyeknek van közös számlavezető bankja. Ha nincs, akkor újra egy szinttel feljebb kell lépni.

3. ábra: A nemzetközi fizetés teljes elszámolása.



Forrás: Saját szerkesztés

Az eddig leírtak és a 3. ábra azonban már elegendő azoknak a korlátoknak a bemutatásához, amelyek az áru- és tőkepiaci ügyletek teljesülését akadályozhatják. Ha alulról indulunk, akkor az első korlát a „hagyományos” költségvetési korlát: a vállalat számláján elegendő pénznek kell lennie ahhoz, hogy vásárolni tudjon. Ez szükséges, de nem elégséges feltétel. A következő szint mutatja, hogy amennyiben a fizető fél kereskedelmi bankjának nincs elegendő jegybankpénze, nem képes az utalási megbízást teljesíteni. Ennek a korlátnak a teljesülése is szükséges tehát, de még mindig nem elégséges. A jegybank nemzetközi számláján is rendelkezésre kell állnia elegendő összegnek. Ha még több szint van a rendszerben, akkor további korlátok írhatók fel.

Ma már teljesen természetesnek vesszük, hogy egy bankkártya segítségével akár az interneten (például az eBay-en) vagy külföldön vásárolhatunk, az üzleti partnerünk pénzügyi hovatartozása semleges. Azaz, ha eszünkbe jut, intim ruhadarabot rendelhetünk egy walesi harisnyakereskedőtől, aki egy kanadai bankban vezet számlát. Nem kell ehhez sem eurót, sem amerikai vagy kanadai dollárt vásárolnunk, s az eladónak sem kell kimennie a valuta- vagy devizapiacra. Ha (forint) bankszámlánkon van elegendő összeg, akkor a megrendelés teljesíthető, s az ár kanadai dollárban az eladó számláján megjelenik.

Egy ilyen egyszerű ügylettel azonban egyszerre többféle fizetést indítunk el, s bármelyik likviditási korlát sérülése esetén a tranzakció kudarcba fulladhat. A (nemzetközi) fizetési és elszámolási rendszernek kell gondoskodnia arról, hogy ilyen sérülések ne következheszenek be. E kérdés tárgyalása előtt érdemes megérteni a többszintű fizetési rendszerből adódó makroökonómiai növekedési korlátot is.

Jól ismert összefüggés a Fisher-féle pénzforgalmi (tranzakciós) egyenleg, amely a gazdaságot és a pénzügyi szektort kapcsolja össze: a gazdasági tranzakciók összértéke (árösszege) megegyezik a pénzforgalom nagyságával, ami a forgó pénz mennyiségére és a pénz forgási sebességére bontható föl.

$$M \times V = P \times Q$$

(1)

A fenti összefüggés tekinthető azonosságnak, hiszen „csupán” annyit mond, hogy a gazdasági tranzakciók során amennyi értékű áru az egyik irányba áramlott, pont akkora értékű pénz „áramlott” a másik irányba. Monetizált gazdasági tranzakciók esetén a tranzakciók összértéke (PxQ) csak akkor növekedhet, ha ezzel a pénzoldal (MxV) képes lépést tartani. S mivel a forgási sebesség növekedését lassan változó technológiai és intézményi feltételek korlátozzák [Bordo et al. 1997], ezért a gazdasági növekedés egyik feltétele a pénz mennyiségének növekedése.

A 3. ábrán bemutatott fizetési és elszámolási rendszer, valamint az ebből adódó korlátok figyelembe vételével rögtön látható, hogy a fenti összefüggés nem az egyetlen, s nem egyértelmű korlátja a gazdaság növekedésének. Az áru- és tőkepiaci tranzakciók párhuzamos fizetéseket indítanak el, s más-más pénzek „mozognak” egymás mellett: a kereskedelmi bankok, valamint a jegybankok által teremtett számlapénzek és a nemzetközi fizetőeszközök (amit egyébként szintén jegybankok és kereskedelmi bankok teremtenek). Akár több Fisher-féle egyenlet is fölírható egymás alá (1a): ezeknek a jobb oldalán mindig ugyanaz az érték, a gazdasági tranzakciók összértéke áll. Ebből következően a bal oldalon is ugyanannak az értéknek kell lennie, de mivel más-más pénzek, más-más technológiai körülmények között „forognak”, ezért a bal oldalak felbontásának különböznie kell egymástól.

$$\begin{aligned} MxV &= PxQ \\ M'xV' &= PxQ \\ M''xV'' &= PxQ \end{aligned} \tag{1a}$$

A rendszer adott szintjein „forgó” pénzek mennyiségét csak a fölöttek szint szereplői növelhetik meg. A vállalat költségvetési korlátja például a kereskedelmi banki hitel nyújtásával kiterjeszhető. Elképzelhető tehát, hogy a vállalatnak nincs pénz a számláján, de a kereskedelmi banktól *pénzteremtő* hitelt kap. Hasonlóan: a kereskedelmi bank likviditási hiányát a jegybank szintén *pénzteremtő* hitel nyújtásával enyhítheti, s a jegybank is kaphat a nemzetközi likviditás szintjének bővülésével járó hitelt. A rendszer összes szintjén a hitelnyújtás (likviditás bővülés) feltételes, s nem automatikus. A különböző formájú likviditások piacain az áralakulás megértése sokat segíthet a gazdasági folyamatok értelmezésében.

Induljunk ki például abból, hogy a 3. ábrán látható fizetési művelet nem egyszerű, hanem hasonló tranzakciók sorozata figyelhető meg a gazdaságban. Ezeknek nem kell az árupiacra koncentrálniuk, feltehető, hogy a hazai (magyar) gazdasági szereplők a tőkepiacon is kifizetéseket teljesítenek a külföldiek felé. Ekkor a belföldi bankközi piacon megnövekszik a likviditás iránti kereslet. Ha a kifizetések nem lennének egyoldalúak (belföldről külföldre), akkor a fizetést teljesítő ügyfelek bankjai likviditást kérhetnének kölcsön a fizetést kapó ügyfelek bankjaitól. Most viszont a teljes bankpiac likviditása kezd apadni, ami megemeli a bankközi kamatokat. A jegybank nemzetközi tartalékai szintén csökkennek, ami előbb-utóbb a külföldi fizetőeszköz árfolyamának emelkedéséhez vezet.

Az első árreakciók tehát vélhetően nem az árupiacon (az importált áruk világgpiaci árának emelkedésében) vagy a finanszírozási piacon (a nemzetközi működőtőke vagy hiteltőke hozamának emelkedésében) jelennek meg. Egy kicsi, nyitott gazdaság világ-

piaci súlyánál fogva nem is várhatja, hogy a nemzetközi egyensúlyhiány mérsékléséhez vezető árváltozások ezeken a piacokon induljanak el. Az áremelkedés a fizetési rendszerben kezdődik, s végül ez hozhat egyensúlyt a nemzetközi fizetési mérlegben (külkereskedelmi és tőkeemelésben egyaránt).

Az emelkedő bankközi kamatok hatására a bankok az ügyfélkamatoakat fogják emelni. A betéti kamatoakat azért, hogy a háztartások és vállalatok a kereskedelmi banki számlákat felhalmozási és ne forgalmi (fizetési) funkciójukban használják. Az emelkedő betéti kamatok a máskülönben csökkenő kamatrés miatt a hitelkamatok emelkedéséhez vezetnek. A betéti és hitelkamatok emelkedése végül mérsékli az árupiaci keresletet. Az emelkedő árfolyam (leértékelődő hazai fizetőeszköz) hatása hasonló, ami az importár és exportár rugalmasságoktól függően fékezheti a nemzetközi fizetési egyensúlyhiányt.

2. A NÖVEKEDÉSI HITELPROGRAM MEGÉRTÉSE

Az MNB Növekedési Hitelprogramjának (NHP) igen gyakori magyarázata a következő: „a jegybank ... hitelt nyújt a hitelintézeteknek, amit a hitelintézetek ... továbbhiteleznek a KKV-knak” [MNB 2015: 1]. A bankok működését legtöbbször valóban úgy fogják föl, hogy azok pénzt gyűjtenek a megtakarítóktól, s hiteleznek a beruházóknak. Következésképp a beruházások gátja lehet, ha nem sikerül a pénzgyűjtés vagy valami oknál fogva az összegyűjtött pénzt a bankok nem akarják továbbadni. *Ez azonban hamis kép.* A bankok nem pénzüjraelosztó, hanem pénzteremtő hitelt nyújtanak, azaz a hitelnyújtásnak nincs technikai korlátja.

Nem szabad azonban a bankok pénzteremtő képességét túlbecsülni. A hitelezéshez és a pénzforgalomhoz kapcsolódó kockázatokból vezethetőek le a kereskedelmi banki hitelezés korlátai és az NHP-hoz hasonló jegybanki programok szükségessége és haszna.

A 4. ábrán megjelenik mind a pénzteremtő hitel, mind a (párhuzamos) pénzforgalom. Az 1. lépésben az 1-es bank hitelt nyújtott az „X” vállalatnak. A hitel folyósítása annyit jelent, hogy a vállalat számláján jóváírta a hitelösszeget. Ennek a műveletnek valóban semmiféle technikai korlátja nincs, bármekkora szám ráírható a számlára. A 2. lépésben azonban a vállalat elkölte a pénzt: árut vásárol egy másik vállalattól vagy egy háztartástól, akár több másik szereplőtől egyszerre. Megteheti, hiszen költségvetési korlát nem akadályozza, a banktól „kapott” pénzt. A fizetés azonban csak akkor teljesülhet, ha az 1-es banknak van elegendő likviditása, azaz jegybankpénz a számláján.

4. ábra: Hitelnyújtás és pénzforgalom.

MNB			
1.			
2.	- Bank 1 számla	+ Bank 2 számla	

Bank 1		Bank 2	
1.	+ Bankhitel	+ Bankbetét	
2.	- Jegybankpénz	- Bankbetét	+ Jegybankpénz + Bankbetét

„X” Vállalat		„Y” Vállalat / Háztartás	
1.	+ Bankbetét	+ Bankhitel	
2.	- Aru - Bankbetét	- Aru + Bankbetét	

Forrás: Saját szerkesztés

A vállalat árupiaci vásárlása akár a hitelösszegnek megfelelő likviditás igénybevételét is jelentheti. Erre csak abban az esetben nincs szükség, ha a vállalat üzleti partnere szintén az 1-es banknál vezeti a számláját. Ez alapján azt gondolhatnánk, hogy a pénzteremtő hitel technikai korlátlanúsága csupán látszólagos, hiszen a vállalatok és háztartások azért vesznek fel hitelt, hogy vásároljanak. Emiatt a hitelnyújtást követően azonnal fellép a hitelösszegnek megfelelő likviditási igény, azaz a teremtett betét (pénz) mögé mindig 100%-os likviditási fedezet kell.

Azonban ez is túlzás. Látható, hogy a vállalat vásárlása csak az 1-es bank likviditását csökkenti, a bankrendszer likviditásának szintje változatlan marad. A gazdaság normális működése esetén a gazdasági szereplők hitelezése, azok mindennapi vásárlásai a bankrendszer szereplői között kiegyenlítetten mozgatják a jegybankpénzt. A bank treasury-jének normál esetben a rendelkezésre álló likviditás szintjének hullámszára kell csak fölkészülnie. Ha például azt tapasztalják, hogy a napi jegybankpénz cashflow átlaga 0, szórása a mindenkori betétállomány 1,5%-a, akkor normál esetben a betétállomány 5%-nak megfelelő likviditás tartása elegendő lesz. Ezt az állományt természetesen továbbra is menedzselni kell például a bankközi piac és az állampapírpia segítségével. Ha tehát a gazdaság és a fizetési-elszámolási rendszer, valamint a bankközi pénzpiac válságmentesen működik, akkor a likviditási és a hitelezési kockázat kezelése szeparálható. A hitelképes ügyfélnek (pénzteremtő) hitelt nyújt a bank, mert a hitelnyújtás következtében fellépő likviditási kockázat elhanyagolható.

A nem normális helyzet akkor áll elő, ha a likviditás szintje tartósan egy irányba mozdul el; különösen a negatív kilengés veszélyes. Ennek egy speciális esete vezethet az NHP-szerű programok bevezetéséhez. Tegyük fel, hogy valamilyen gazdasági sokkot követően a hitelezés leáll, ahogy az történt 2008 után Magyarországon. A bankok okkal fogták vissza a hitelezésüket: portfólióik romlottak, a gazdasági teljesítmény és kilátások rosszak voltak, adóterhelésük emelkedett. A kérdés az, hogy a gazdasági környezet viszonylagos normalizálódásával miért nem indult újra a hitelezés. Ennek egy *lehetséges magyarázata* a következő.

Tegyük fel, a bank úgy látja, hogy érdemes lenne a piacon hitelt nyújtani. Ráadásul – mivel a többiek nem hiteleznek – ha kiállna néhány új termékkel, akkor az egész

piacot zsebre tehetné. Mégsem teszi. Vajon miért? Azért, mert amíg a többiekről nem feltételezhető, hogy visszatérnek a régi működési intenzitáshoz, addig a hitelezés likviditási korlátai effektívek. Azaz a hitelezési kockázat és a likviditási kockázat nem szeparálható. Ahogy és amint a bank elkezdene felépíteni az új hitelporfóliót, úgy csökkenne a rendelkezésére álló likviditás. A többi banké ennek megfelelően növekedne, de nem vagy csak túl drágán lehetne kölcsönt felvenni. A lényeg pedig éppen az lenne, hogy ne kelljen kölcsönvenni, hanem a többiek élénk tevékenysége következtében kvázi automatikusan lehessen számítani a visszaáramlásra.

Ez csapdahelyzet. Amíg mindenki azt gondolja, hogy a többiek nem lépnek ki a hitelpiacra, bármilyen jónak is vélik a jelen- vagy jövőbeli gazdasági helyzetet, addig senki nem fog kilépni. Ez viszont épp a gazdasági helyzetet konzerválja, megágyazhat a tartós hitelezés nélküli növekedési pályának [Abiad et al. 2011]. A jegybank ebben a helyzetben úgy segíthet, hogy a kereskedelmi bank hitelnyújtását *követően* likviditásteremtő hitelt nyújt (4. ábra). Így a hitelpiacon potenciált látó banknak nem kell többé aggódnia a likviditása miatt, a hitelezési kockázat és a likviditási kockázat kezelése újra szeparálható egymástól.

A program potenciális veszélyei is a fenti érvelésből következnek. Érdemes megjegyezni, hogy az NHP-n keresztül a bankrendszerbe kerülő likviditásnak nincs automatikus rövid távú „visszaútja”. A likviditási hitel ugyanis szokatlanul hosszú, hétéves lejáratú. Ez csak akkor indokolt, ha a program nem váltja be a hozzá fűzött reményeket, s nem indítja útjára a kereskedelmi banki hitelezést. Amennyiben ugyanis a teljes bankpiac föléllékül, nem lesz szükség többé sem az egyedi bankok, sem a bankrendszer likviditási támogatására. A bankközi fizetési forgalom újra kiegyenlítetté válik, a hitelezési és likviditási kockázat kezelése külső segítség nélkül szeparálható.

5. ábra: Hitelnyújtás, pénzforgalom és növekedési hitel.

MNB			
1.			
2.	- Bank 1 számla		
	+ Bank 2 számla		
3. + Növekedési hitel	+ Bank 1 számla		

Bank 1		Bank 2	
1. + Bankhitel	+ Bankbetét		
2. - Jegybankpénz	- Bankbetét	+ Jegybankpénz	+ Bankbetét
3. + Jegybankpénz	+ Növekedési hitel		

„X” Vállalat		„Y” Vállalat / Háztartás	
1. + Bankbetét	+ Bankhitel		
2. + Áru		- Áru	+ Bankbetét
2. - Bankbetét			

Forrás: Saját szerkesztés

Az NHP keretében a bankközi piacra kerülő likviditás a bankközi piacon marad. A bankok ugyanis, mint láttuk, nem a hitelezés folyamán a vállalatoknak, hanem a (párhuzamos) pénzforgalom során egymásnak adják tovább a jegybankpénzt. A kereskedelmi bankrendszer mérlegfőösszege így duplán változik (6. ábra): egyrészt a nyújtott hitel/teremtett betét, másrészt az MNB-től „kapott” likviditás/növekedési hitel következté-

ben. A potenciális veszély pedig a likviditási kockázat túlfedezésében van. A 6. ábra elárulja ugyanis, hogy a bankrendszer mérlege úgy változik, hogy a forrásoldalon a betétnövekedés nagysága megegyezik a jegybankpénz mennyiségének növekedésével az eszközoldalon (+ 1 forint jegybankpénz, + 1 forint betét). A gazdasági és bankközi piaci helyzet normalizálódásával azonban a bankok visszatérhetnek a válságmentes likviditásmenedzsmenthez. S ha például úgy találják, hogy a betétállományhoz képest 5%-nyi likviditás tartása elegendő, akkor 1 forintnyi jegybankpénz tartós mérlegbe kerülése 20 forintnyi betét teremtésének lehetőségét jelentheti.

6. ábra: A kereskedelmi bankok összevont mérlegének változása az NHP következtében.

Kereskedelmi bankok	
+ Bankhitel	+ Bankbetét
+ Jegybankpénz	+ Növekedési hitel

Forrás: Saját szerkesztés

3. A DEVIZA ALAPÚ HITELEZÉS MEGÉRTÉSE

A deviza alapú hitelezéssel kapcsolatban rengeteg hit és tévhit terjedt el az elmúlt években. A tévedések többsége abból fakad, hogy az érintettek – beleértve a szabályozókat, jogászokat – nem értik e termék mögötti technikát. Pedig valójában elemi eszközök segítségével bemutatható miből tevődik össze egy deviza alapú hitel. Ugyanakkor ennek a jelenségnek a megértésekor is fontos átlátni a hitelezés és a pénzforgalom közötti szoros kapcsolatot. Felvezetésként nézzük meg, hogy mi a tévedések forrása!

Tegyük fel, hogy Y-nak 300 Ft-ra van szüksége, s kölcsönkér X-től. X-nek nincs 300 Ft-ja, de van 1 eurója, ezt kölcsönadja Y-nak. Y átváltja az eurót a valutaváltónál, kap érte 304 forintot. Majd 1 hét múlva vesz a valutaváltótól 310 forintért 1 eurót, s visszaadja X-nek. Ez a valutakölcsön.

Most tegyük fel, hogy X-hez sokan folyamodnak kölcsönért, s bővíti szolgáltatásainak körét. Többé nem kell ügyfeleinek a valutaváltóhoz járniuk, mind a kölcsönadás előtt, mind a kölcsönadás után X fog valutát forintra, forintot valutára váltani. Ügyfelei tartozásának nagyságát azonban továbbra is valutában számolja, s kifizeteti velük az átváltási árkülönbözetet, az adásvételi rést (bid-ask spread). Ha csak az utolsó lépést nézzük ebben az ügyletben, akkor X és Y mérlegének változásából (7. ábra) az olvasható ki, hogy X-nek nem volt szüksége euróra az euró alapú hitel nyújtásához. S valóban, miért ne lehetne hasonló ügyleteket kötni? Tetszőleges üzletfelek megállapodhatnak abban, hogy ma X kölcsönad Y-nak 300 forintot, aki 1 eurónak megfelelő értékű forintot ad vissza egy későbbi időpontban. S ekkor X-nek nem kell valutát váltania sem a kölcsönadás előtt, sem a visszafizetés után, tehát nincsenek átváltással járó (tranzakciós) költségek. Összefoglalva: lehetséges deviza alapú hitelt nyújtani deviza/deviza előzetes birtoklása nélkül; a deviza alapú hitel nyújtása nem jár átváltási költségekkel. *Ez a kép azonban hamis.*

7. ábra: Euró alapú kölcsön.

<table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="text-align: center; border-bottom: 1px solid black;">X</td> </tr> <tr> <td style="border-bottom: 1px solid black;">- 300 HUF</td> </tr> <tr> <td style="border-bottom: 1px solid black;">+ 1 EUR követelés</td> </tr> </table>	X	- 300 HUF	+ 1 EUR követelés	<table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="text-align: center; border-bottom: 1px solid black;">Y</td> </tr> <tr> <td style="border-bottom: 1px solid black;">- 300 HUF</td> </tr> <tr> <td style="border-bottom: 1px solid black;">+ 1 EUR tartozás</td> </tr> </table>	Y	- 300 HUF	+ 1 EUR tartozás
X							
- 300 HUF							
+ 1 EUR követelés							
Y							
- 300 HUF							
+ 1 EUR tartozás							

Forrás: Saját szerkesztés

X ugyanis nem „tetszőleges üzletfél”, hanem kereskedelmi bank, amelyiknek be kell tartania a kockázatkezelési elveket. Azaz például nem lehet nyitott a devizapozíciója. Az ilyen ügylet azonban hosszú (eszközoldali) devizapozíciót keletkeztet, amit valahogy zárni kell. Ennek teljes megértéséhez forduljunk újra a 3. ábrához, illetve kövessük figyelemmel a 8. ábrát! A nemzetközi tranzakciók elszámolásából látszik, hogy amennyiben a hazai privát szektor árut importál (vagy tőkét exportál), a hazai bankrendszer devizalikviditása csökken, devizapozíciója a rövid oldalra nyílik. Mindez nem feltétlenül – sőt a modern bankrendszerekben ritkán [Mehrling 2015] – csapódik le a jegybank mérlegében. A nemzetközi bankrendszerrel ugyanis a kereskedelmi bankok közvetlenül, s nem a hazai központi bankon keresztül kapcsolódnak össze. A jegybank tarthat fedezetlen devizapozíciót, a kereskedelmi bankok nem.

A probléma tehát, hogy a devizakockázatot a privát szektor tranzakciója okozza, de a bankok viselik. A nyitott pozíció fedezhető, ha a nemzetközi pénzpiacon vannak olyan spekulatív dealerek, akik hajlandóak hosszú euró + rövid forint pozíció tartására [Mehrling 2013]. Ha ez a piac nem likvid, akkor a jegybank, a bankszektor, a költségvetés vagy a privát szektor valamelyike fogja ezt a kockázatot viselni. Önmagában tehát a nyitott devizapozíció kicsi, nyitott gazdaság esetében természetes folyamat eredménye [Surányi 2009], de nem kell feltétlenül ezt a pozíciót valamelyik jövedelemtulajdonos mérlegében látni, likvid pénzügyi piacok esetén megfelelő ár ellenében professzionális szereplőkre bízható a viselése.

8. ábra: Deviza alapú hitel és pénzforgalom.

Bankszektor (Külföld)		Privát szektor (Külföld)	
1.			
2. + FX	+ Betét (FX)	+ Betét (FX)	- Áru
3. - FX + Követelés FX			
Bankszektor (HUN)		Privát szektor (HUN)	
1. + Hítel (HUF / FX)	+ Betét (HUF)	+ Betét (HUF)	+ Hítel (HUF / FX)
2. - FX	- Betét (HUF)	- Betét (HUF)	+ Áru
3. + FX	+ Tartozás (FX)		

Forrás: Saját szerkesztés

A kockázat és annak kezelése akkor válik súlyossá, ha nem elszigetelt ügyletekből fakad, hanem a fizetési mérleg tartós egyensúlyhiánya okozza. Ekkor feltételezhető, hogy a belföldi privát szektor bankhitelből finanszírozza külföldi vásárlásait. Ha a bankok

forinthitelt nyújtanak (8. ábra, 1. lépés), akkor a nemzetközi fizetés következtében egyrészt csökken a devizalikviditásuk, másrészt nyílik a devizapozíciójuk (8. ábra, 2. lépés). A pozíciót – bár elsőre logikusnak tűnne – nem zárja a nemzetközi devizahitel felvétel sem (8. ábra, 3. lépés). E lépés eredményeképpen ugyanis a deviza eszközök és források nagysága ugyanolyan mértékben növekszik: az ügylet csak arra szolgál, hogy a fizetés során csökkent devizalikviditást pótolja. Ha tehát az első lépésben a hitel forinthitel volt, akkor a bank mérlegében hosszú forint, rövid euró pozíció marad.

A deviza alapú hitel nyújtása azonban megoldja a problémát. A hitelnyújtás és a fizetés után – figyelembe véve a nemzetközi hitel felvételét is – a bank mérlegének eszköz- és forrásoldalán is ugyanolyan mértékben növekedtek az eurótételek. Devizapozíciója tehát nem nyílt ki, mérlegéből csak a tradicionális banki kockázatok olvashatók le.

Devizakockázat az ügyfelek mérlegében látható. A történet fölfogható úgy is, hogy a bankok a devizakockázatot az ügyfelekre terelték. De az is kiolvasható belőle, hogy az alapvető kockázatot a privát szektor okozta azzal, hogy nemzetközi fizetési hiányt halmozott föl. A fizetési infrastruktúra fölépítésének köszönhetően az így keletkező árfolyamkockázat szinte soha nem közvetlenül a tranzaktáló feleknél jelentkezik, de fizetniük kell a kezeléséért. A 3. ábrához fűzött megjegyzések alapján a nemzetközi fizetési egyensúlytalanság által okozott likviditáshiány (forint és deviza egyaránt) az emelkedő árakon (kamatok és árfolyam) keresztül fizeteti meg ezt az árat a magánszektorral. A deviza alapú hitelhez kapcsolódó speciális finanszírozási körülmények azonban megteremtették a lehetőséget annak, hogy sem a kamatoknak, sem az árfolyamnak nem kellett (legalábbis egy ideig) emelkednie.

A határidős devizaárfolyamok, illetve az azonnali árfolyam, a belföldi és külföldi kamatok alapján számított várt jövőbeli árfolyam nem adják torzítatlan becslését a jövőbeli azonnali árfolyamnak. Ez a rejtély, úgy tűnik, ingyen profit lehetőségével kecsegtet. Ha empirikus megfigyeléseink arról győznek meg, hogy a jövőbeli prompt árfolyam rendszeresen kisebb, mint a mai határidős árfolyam, akkor devizahitel felvétele, forint-eszközök tartása folytatólagos hasznot hozhat. Mehrling [2013] szerint ez a nyereség nem jár áldozatvállalás nélkül. A pénzügyi piacokon tipikusan azok a dealerek teszik ezt zsebre, akik vállalják azt a kockázatot, amit a bankok és a költségvetés (többek között jogi akadályok miatt), valamint a vállalatok és háztartások (a hozzáértés hiánya miatt) nem vállalhatnak. A dealerek tehát likvid piacokat teremtenek, s a likviditás nyújtásának ára a jövőbeli prompt árfolyam és a határidős árfolyam közötti különbség.

A dealerek – szervezetileg befektetési bankok, hedge fundok stb. – azonban felkészültek a nyitott pozícióból adódó kockázat vállalására. A haszon, amit zsebre tesznek, tényleges pénzbeáramlás. Ha a privát szektor szereplői (háztartások és vállalatok) kényszerülnek ezt a szerepet betölteni, akkor addig részesülhetnek haszonban, amíg a hitelek törlesztőrésze alacsonyabb. Mivel azonban nincsenek tisztában tevékenységük (kockázatos) jellegével, nem képeznek tőkét a jövőbeli esetleges veszteségek fedezésére. Ennél is fontosabb, hogy nem szabályozhatóak. A professzionális pénzügyi szereplők két ok miatt is védekeznek a nyitott pozícióból fakadó kockázatok ellen: egyrészt a piaci túlélési ösztön (belső kényszer), másrészt a jogszabályok (külső kényszer) kényszerítik őket erre. A vállalatok és főleg a háztartások esetében a belső ösztönző ismerethiány miatt nem effektív, a második pedig nem létezik.

4. KÍNA ÉS A NEMZETKÖZI PÉNZPIAC

Ha a jegybank bővíteni akarja a bankközi piac likviditását, államkötvényt vásárolhat a kereskedelmi bankoktól. Ha egy kereskedelmi banknak felesleges likviditása van, akkor állampapírt vásárolhat a többi banktól, ezzel szintén bővítve a többiek likviditását. A régóta ismert monetáris politikai és banküzemeltetési megállapítások alapján azt gondolhatnánk, hogy a feltörekvő gazdaságok dollárkötvény kereslete a 2000-es években a nemzetközi dollárpiac likviditását folyamatosan bővítette. Ez volt a globális megtakarítási bőség [Bernanke 2005] időszaka, amely alapján fenntarthatónak tűnt az USA jelentős fizetésimérleg-hiánya. Mivel a feltörekvő ázsiai gazdaságok exportőreik dollárbevételeit a nemzetközi pénzügyi piacon dollárkötvényre cserélték, ezzel folyamatosan visszajuttatták a likviditást a világpiacon. Azaz jegybankjaik nemzetközitartalék-portfóliójának összetételétől (deviza:állampapír arány) függően multiplikálták az USA-ból történő dollárkiáramlást [Costabile 2009]. *Ez a kép azonban hamis.*

A feltörekvő országok jegybankjainak dollárkötvény vásárlása nem expanzív, hanem restriktív hatással van a nemzetközi pénzügyi piacra. A Kínai Jegybank (People's Bank of China, PBC) deviza- és árfolyampolitikája, valamint a kínai fizetési mérlegre vonatkozó korlátozások szükségessé teszik, hogy a PBC a folyó fizetési mérleg többletéből adódó dollárbevételeit megvásárolja. Ekkor a PBC-nek közvetlenül eurodollár tartaléka keletkezik, amiből amerikai állampapírt vásárol.

A 9. ábra segít megérteni a folyamatot. A kiinduló helyzet (0.) a későbbi folyamatokban érintett állományokat mutatja. A kínai kereskedelmi banknak az eszközei között eurodollárt, azaz egy nemzetközi (USA-n kívüli) banknál vezetett dollárszámlát látunk, forrásai között valamely kínai gazdasági szereplő renminbi (RMB) betétjét. Ez a pozíció keletkezhetett egy kínai vállalat exportjának eredményeképp. Az eurodollár számlát vezető nemzetközi bank a likviditási kockázatát egy USA-beli banknál vezetett dollárbetéttel fedezi. Az ebből adódó likviditási kockázat miatt az amerikai bank amerikai állampapírt tart.

A kínai kereskedelmi bank azonban az eurodollárt nem tarthatja meg, eladja a jegybanknak (PBC), amelyik renminbi likviditást teremtésével vásárol. Ez az ügylet átrendezi a nemzetközi bank forrásait is, mert betétese mostantól a kínai jegybank. (Ezeket az ügyleteket mutatja a 9. ábrán az 1. lépés.) A PBC azonban amerikai állampapírt szeretne vásárolni. Ebben az ügyletben a nemzetközi bank(rendszer) közvetítő (dealer) szerepet játszik. Elképzelhető, hogy előbb ő veszi meg az állampapírt az amerikai banktól, majd adja tovább a PBC-nek. De a PBC vásárolhat az amerikai (USA-n belüli) szereplőtől is: nemzetközi közvetítőre ekkor is szükség van, mert a fizetési számlának valahol össze kell érniük, miképp azt a nemzetközi fizetési rendszer modelljének bemutatásánál láttuk. A 9. ábra 2. lépése segíti az eligazodást: a PBC eurodollár betétjének csökkenése teljes egészében a nemzetközi bank(rendszer) dollárlikviditásának csökkenésében csapódik le. Ezzel párhuzamosan csökken az amerikai bank(rendszer) likviditása is: a nemzetközi bank dollárbetétjének csökkenését és az állampapír állomány csökkenése egyenlíti ki. Érvelhetnénk úgy, hogy nem lehet szó likviditáscsökkenésről, mert mind a nemzetközi, mind az amerikai bank(rendszer) esetében a kötelezettségek (eurodollár betét és dollárbetét) is csökkentek. Csakhogy a bankok likviditásmenedzsmentje normál esetben

nem kívánja a 100%-os tartalékolást, így ha a likviditási állomány csökkenése a betétállomány mérséklődésével megegyező, akkor az a bank működésére nézve restriktív.

Akkor is erre az eredményre jutunk, ha a PBC az elsődleges piacon vásárolja meg az állampapírt. Ebben az esetben a Fed mérlegében rendeződik át a forrásoldal (kincstári számla növekszik, valamelyik bank számlájának egyenlege csökken), az eurodollar piacon a végső mérlegváltozás ugyanaz mint az előbb (mérleg-összehúzóadás), Kínában a helyzet változatlan. A bankmérlegek konszolidálásával ez a hatás eltűnik, a végső adós az amerikai államháztartás, a végső követelő a kínai jegybank marad. Csakhogy a konszolidáció nem helyénvaló: a hangsúly éppen azon van, hogy különböző piacokon különbözőféle instrumentumok töltik be a pénzfunkciókat. A kínai jegybank állampapírt tartalékol (felhalmozási funkció), az eurodollar a nemzetközi áru- és tőkepiaci kereskedelmet bonyolítja le (forgalmi funkció), az amerikai kereskedelmi bankok által teremtett dollár tartalékeszköz a nemzetközi piacon, s betölti a pénzfunkciókat az USA piacain.

Az IMF adatai alapján 1996 (akkor lett korlátozottan konvertibilis a renminbi) és 2008 között a PBC nemzetközi tartalékai – amelyek túlnyomó részt amerikai állampapírokból állnak – 1842 milliárd dollárral növekedtek. Ugyanebben az időszakban a Fed adatai alapján a külföldi kézben lévő amerikai állampapír állomány 1760 milliárd dollárral növekedett. Mindez azt jelenti, hogy a kínai jegybank dollárfelhalmozása nemcsak teljes egészében fölszívta az USA-n kívülre kerülő új állampapírokat, hanem a már meglévőből is elvett.

9. ábra: A Kínai Jegybank dollárkötvény vásárlása.

Nemzetközi bank (dealer)		USA Bank	
Dollár (USA bank)	Eurodollar (Kínai bank)	Állampapír	Dollár (Nemzetközi bank)
	- Eurodollar (Kínai bank)		
1.	+ Eurodollar (PBC)		
2. - Dollár	- Eurodollar (PBC)	- Állampapír	- Dollárbetét

Kínai bank		PBC	
Eurodollar (Nemzetközi bank)	RMB (privát szektor)		
- Eurodollar		+ Eurodollar	+ RMB betét
1. + RMB (PBC)			
		- Eurodollar	+ Állampapír
2.			

Forrás: Saját szerkesztés

Milyen hatással lehetett ez a nemzetközi pénzpiac többi szereplőjére? Ismert, hogy az USA-n kívüli bankok a 2000-es években értékpapírosított hiteltermékeket vásároltak. Utólag kiderült, hogy ezek piaci likviditása elégtelen volt (pont akkor, amikor a legnagyobb szükség lett volna rá), de a vásárlás időpontjában ezt még nem vehették figyelembe. Az értékpapírosított hitelek a *mikroszintű* bankmenedzsment szempontjából optimális terméknek tűntek, mert a bankok likviditását látszólag növelték [Loutskina

2011]. Figyelembe véve, hogy a kínai állampapír-kereslet lényegében minden jelentős szereplőt kiszorított a nemzetközi piacról, s az állampapírok hozamát is csökkentette, a helyettesítés nemcsak lehetséges, hanem szükséges is lehetett. Ha a 9. ábrán az állampapírt tetszőleges értékpapírra cseréljük, belátható, hogy ez a helyettesítés az amerikai bankrendszerben a likvid termékek iránti igényt tovább növeli.

Ez a gondolatsor új kapcsolatot teremt a globális egyensúlyhiány és az amerikai pénzügyi folyamatok között. A hagyományos nézet [Bernanke 2005, Dooley–Garber 2005] szerint az Ázsiából USA-ba áramló pénz táplálhatta az amerikai eladósodást. A modern pénzügyi rendszerben azonban a *pénz* nem „áramlik”, hanem *teremtődik és megsemmisül*. Amikor egy nem banki szereplő egy banktól eszközt (pl. állampapírt) vásárol, akkor a nem banki szereplő betétje megsemmisül, ezzel a bank likviditása romlik. A feltörekvő gazdaságok dollárkötvény vásárlásakor ugyanez történik. Ezt a likviditást a jegybank (Fed) nem pótolta automatikusan (miért tette volna?), ugyanakkor a csökkenő likviditás nem feltétlenül akadályozta a kereskedelmi bankokat a hitelezésben. Az USA-n kívüli nemzetközi bankrendszer kereslete is megnövekedett az értékpapírosított hiteltermékek iránt, mert ezzel helyettesíthették az állampapírokat. Mivel a likvid(nek gondolt) papírok iránti kereslet nagy volt, ez emelte a papírok árát és csökkentette hozamukat. A csökkenő hozam pedig azt az érzetet keltette, mintha ezeknek a papíroknak a hitelkockázata kisebb lett volna, mint a hagyományos banki hiteleké.

5. ÖSSZEFOGLALÁS

A bankok tevékenysége kapcsán két alapvető tévedés terjedt el. Az egyik szerint a bankok a megtakarítók pénzét gyűjtik össze, hogy azt kikölcsönözhessék a beruházóknak. A másik szerint, mivel a bankok pénzteremtésének nincs technikai korlátja, ezért tevékenységük mérséklésére kell kényszeríteni őket. A banki hitelezés és a pénzforgalom integrált megértése segíthet csak eloszlatni ezeket a tévedéseket. A mai pénzügyi rendszerben e megértés nem korlátozódhat a kétszintű bankrendszer modelljére, a nemzetközi fizetési és elszámolási rendszer többszintű struktúrájának fölírására és átlátására van szükség.

Egy hétköznapi tranzakció segítségével megérthetőek azok az addicionális korlátok, amelyek a gyakorlatban a közgazdaságtan és a finanszírozás-tudomány modelljeiben felírt feltételeket kiegészítik. Az áru- és tőkepiaci tranzakciók végrehajtásakor ugyanis nem egyféle, hanem a pénzügyi infrastruktúra szintjein belül és között többféle pénz „áramlik”. A zökkenőmentes működés mikroszintű likviditási feltételeinek megértése elvezet a makrogazdaság növekedési korlátaivalhoz.

A pénzügyes nézet új megvilágításba helyezhet elméleti és gyakorlati, gazdasági és finanszírozási problémákat. A magyar jegybank által bevezetett Növekedési Hitelprogramban a kereskedelmi bankok nem közvetítők a jegybank és a vállalatok között. A jegybanki hitelnújtás során teremtett pénz mindvégig a bankszektorban marad, eredendő célja a kereskedelmi bankok likviditási aggodalmainak eloszlatása. A deviza alapú hitelezés nem a bankok túlzott kockázatvállalásából, hanem a kockázatkezelési szabályoknak való megfelelésből vezethető le. A gazdaság külső finanszírozási hiánya ugyanis első körben a bankszektor devizapozícióját nyitja ki. A deviza alapú hitelezés-

re áttérés ezt a pozíciót zárja, ugyanakkor súlyos következménye, hogy a kockázatot nem a szabályozott és professzionális intézményekre, hanem a szabályozatlan és hozzá nem értő privát szektorra tolja. A feltörekvő gazdaságok jegybankjainak tartalékolási politikája a 90-es és 2000-es években a nemzetközi és az amerikai pénzpiac likviditását szűkítette. Ez a megállapítás levezethető a nemzetközi fizetési és elszámolási rendszer fölépítéséből, s ellentétben áll a globális egyensúlyhiányokról szóló hagyományos elemzésekkel. A szűkülő likviditás táptalaja lehetett az értékpapírosításnak, az értékpapírosított hitelek, mint likvid termékek iránti kereslet hozamhatása elfedhette a termékekben rejlő hitelezési kockázatokat.

A pénzügyes nézet képviselői a közgazdászok között a legjobb finanszírozási szakemberek, a finanszírozási szakemberek között pedig a legjobb közgazdászok. A fent leírtak azt hivatottak demonstrálni, hogy nézeteink önálló, eddig át nem gondolt magyarázó erővel is bírhatnak, ami ezt a szakmát a másik kettő szintjére emelheti. Végül is a senki földjén a legegyszerűbb új államot alapítani.

IRODALOMJEGYZÉK

- Abiad, A. – Dell’Ariccia, G. – Li, B. (2011): “Creditless Recoveries” *IMF Working Paper* WP/11/58
- Bernanke, B. S. (2005): *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>. Lekérdezve: 2016. május 2.
- Bordo, D. B. – Jonung, L. – Siklos, P. L. (1997): “Institutional Change and the Velocity of Money: A Century of Evidence” *Economic Inquiry* 35(4): 710-724.
- Costalabile, L. (2009): “Current Global Imbalances and the Keynes Plan” *Structural Change and Economic Dynamics* 20(2): 79-89.
- Dooley, M. – Garber, P. M. (2005): *Dollars and Deficits: Where Do We Go from Here?* Federal Reserve Bank of San Francisco, Proceedings.
- Fisher, I. (1930): *The Theory of Interest*. New York: MacMillan
- Loutskina, E. (2011): “The Role of Securitization in Bank Liquidity and Funding Management” *Journal of Financial Economics* 100(3): 663-684.
- Mehrling, P. (2013): “Essential Hybridity: A Money View on FX” *Journal of Comparative Economics* 41(2): 355-363.
- Mehrling, P. (2015): “Elasticity and Discipline in the Global Swap Network” *Institute for New Economic Thinking Working Paper Series* 27.
- Modigliani, F. – Miller, M. H. (1958): The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review* 48(3): 261-297.
- MNB (2015): Terméktájékoztató. <http://www.mnb.hu/letoltes/nhp2-folyt-termektajekoztato-2015jul12-a.pdf>. Lekérdezve: 2016. május 2.
- Surányi Gy. (2009): Fedezetlen devizapozíciók – súlyos gazdaságpolitikai hiba vagy természetes folyamat? <http://penzugykutato.hu/sites/default/files/Suranyi%20Gyorgy-Fedezetlen%20devizapoziciok.pdf>. Lekérdezve: 2016. május 2.