

Botos Katalin

# Pénzteremtés a modern gazdaságban

**ÖSSZEFOGLALÓ:** Régi vita kísértett egyik napilapunk hasábjain a közelmúltban: Pénzteremtés a gyakorlatban. Tévhitek és igazság. Még mindig aktuális, sőt publicisztikai kérdés lenne? A közvéleményt – különösen a válság óta – erősen foglalkoztatja, hogy a bankoknak honnan van annyi pénze? Szakmai berkekben tudni vélik, hogyan keletkezik a pénz. A tankönyvek a közgazdasági oktatásban napjainkig a hagyományos pénzmultiplikáció tételét tanították. Hogy mi is a pénz lényege, – ami nem független a keletkezésétől –, mintha nem érdekelne senkit. Ismert a mondás, hogy nem az a fontos, mi a pénz, csak az, hogyan hat.

**KULCSSZAVAK:** pénzteremtés, pénzügyi válság, értékpapírpiac, monetáris politika

**JEL-KÓDOK:** E4, E44, E5, E52, E58, E6, F3

**N**oha sok leírás jelent meg magáról a pénzügyi válságról és a válságkezelésről az elmúlt években, tény, hogy a végbement változásokat pénzügyi szempontból nem igazán dolgozta fel a hazai pénzügytan.

## EGY KIS TÖRTÉNELEM

Úgy ötven éve, *Hagelmayer István* és *Riesz Miklós* egyetemi tanárok, a „szocialista pénzügytan” professzorai vitatkoztak a pénzteremtésről. Hagelmayer István azt képviselte, hogy az MNB (amely akkor egyben egyedüli kereskedelmi bankként is funkcionált) nem forrásokból hitelez, hanem egyszerre teremt meg a hitellel a pénzt. Riesz Miklós ragaszkodott a hagyományos pénzügytani tételekhez. A kereskedelmi banknak elvileg forrásának kell lennie, hogy azt kihitelezhesse. A kereskedelmi bank ugyanis pénzt „vesz” és „elad”, pénzzel kereskedik.

Levelezési e-cím: [evmkabor@gmail.com](mailto:evmkabor@gmail.com)

A mai valóság értelemszerűen eltér az ötven évvel ezelőtti időszaktól. Már nálunk is léteznek magántulajdonban lévő kereskedelmi bankok. A szocializmusban a jegybank volt a vállalatok finanszírozója is, így a kérdés teoretikus volt. A pénzügyek abszolút passzív szerepet játszottak. A tervgazdaság hozta meg a döntést arról, hogy mit kell termelni. A pénzügyi intézmények csak lebonyolították a finanszírozást. Azok kaptak finanszírozást a termeléshez vagy termelés bővítéséhez, beruházáshoz, akiknek engedélyezték. Akik benne szerepeltek a tervben. Az MNB mérlegében ott volt a készpénzállomány és az OTP-betétek is. Erre alapozva, nyugodtan eltolhatta a tervezés a finanszírozási arányokat a nehézipar javára

Még az 1968-as reform után is elérte a pénzügyi kormányzat (közvetett módszerekkel), hogy megtermelje a gazdaság, amit kell, a többi tervgazdaságba irányuló exportra. (Mivel arra államközi szerződés kötelezett. Darabra, tonnára.) A tőkés exportra is számtalan állami ösztönzővel igyekeztek hatni. (Hogy legyen

elegendő, mivel a deviza nagyon kellett). Ha ilyen módon esetleg fedezetlen pénz áramlott ki a fogyasztási piacra, nagy gondot nem jelentett. A pénz úgyis lecsapódott a szalmazsákokban vagy az OTP-ben. Ha nincs mire elkölteni a jövedelmet, mit tehetünk, megtakarítjuk azt... Ex-post megállapítható volt egyfajta lakosságibetét-képződés. (Ne feledjük, akkor kötött devizagazdálkodás volt, külföldről sem lehetett behozni engedély nélkül termékeket. A forintjövdelem tehát nem involválhatott importot.) Ha úgy tetszik, utólag valóban lett forrás az erőltetett iparosításra, ezeknek a kényszermegtakarításoknak a formájában. Akár úgy is felfoghatjuk tehát a pénzteremtési folyamatot, mintha az a kényszermegtakarítás lett volna az erőltetett iparosítás forrása.

A magyar pénzügyi irodalom a rendszer-változás után, a már piacgazdasági körülmények között működő gazdaságban világosan megfogalmazta: nem betétekből keletkezik a hitel, hanem hitelből a betét. (Tarafás, 2002) Egyébként jóval korábban megjelent *Gubcsi – Tarafás* (1977) könyve (*A láthatatlan pénz*), amely ugyancsak igen érthetően leírta, hogy általában hogyan keletkezhet teremtett pénz a bankrendszerben, váltó segítségével. A hitelviszonyt megtestesítő váltókat, amelyeket a bankok érdemesnek tartottak leszámítólásra, a jegybankok viszontleszámították. Így jegybanki pénzteremtés történt. E modell szerint a (teremtett) pénz forrása maga a nyújtott hitel, aminek nem betét, hanem ha tetszik, a váltóállomány a fedezete. A váltó az adósok kötelezettségvállalását testesíti meg, hogy fizetni fognak. Ez természetesen csak pusztá ígéret. Mégis a váltót, mint értékes papírt, biztonságos fedezetnek tekintették, mert akkor igen szigorú volt a váltótörvény. Megesett akkor is, hogy a váltóadós nem tudott időben fizetni. De mindenki nagyon igyekezett elkerülni a következményeket: az adósok börtönét. Sokan inkább az öngyilkosságot választották, mint a szégyent.

Európában a német gazdaság már a II. világháború előtt is a teremtett pénz mechanizmusával működött. A II. világháború után pedig Nyugat-Németország egyértelműen a jegybanki refinanszírozással való pénzteremtés segítségével állt talpra.

## PÉNZTEREMTÉS PIACGAZDASÁGBAN

Az első kérdés a modern piacgazdaságban is az, hogy a pénzintézetek, az üzleti bankok vajon teremtenek-e pénzt vagy csak pénzt közvetítenek? Hosszú időn át úgy beszéltünk a bankrendszeréről, mint pénzközvetítő intézményekről.

Mindenesetre napjainkra a történelemből idézett váltóüzlet segítségével történő pénzteremtés visszaszorult. Miért? Mert ma már más a helyzet. Böven van a pénzügyi rendszerben likviditás. Szinte tukmálják a hitelt a potenciális adósokra. (Likviditásról beszélünk, mert amikor keressük a kapcsolatot a reálszféra és a pénzügyek között, nem pénzmennyiséget, hanem likviditásmennyiséget nézünk, – ami pénz+a gyorsan pénzzé váló eszközök összege –, azaz, magában foglalja a likvid pénzeket túl a gyorsan pénzzé válható értékpapírokat is!)

A kereskedelmi bankok ma már nemcsak a jegybanktól, de bankközi hitelként egymástól is képesek pénzt szerezni. Vagy pénzhez juthatnak a tőkepiac bekapcsolásával is. De vajon ezt a pénzt adják-e tovább? Vagy teremtenek pénzt, ha akarnak?

Ne higgyük, hogy mára ez a kérdés értelmét veszítette. A Bank of England még 2014-ben is szükségesnek látta Quarterly Bulletinjének egyik tanulmányában a betétekből való hitelezés tévhitét eloszlatni! Ebben világosan kimondta: a kereskedelmi bank pénzt teremt (Mac Leay – AmarRadia Ryland Thomas, 2014). Igaz, csupán számlapénzt.

Kézpénzt csak a jegybank teremthet. A magyar szakirodalom ezt is régóta leszöge-

zi. (Bánfi et. al., 1997) A nem banki pénzintézmények viszont nem teremtenek pénzt, hanem valóban csak pénzüjraelosztó hitelt (kölcshönt) nyújtanak. (Gyakran ezeket a nem banki intézményeket – árnyékbankokat – egybemossák a kereskedelmi bankokkal. Igaz, ma már egyre több az univerzális bank az angol-szász területeken is. Európára pedig mindig ez a típusú intézmény volt jellemző.)

A kereskedelmi bankoknál a pénzteremtési technika adott. Hasonlóan, mint ahogy leírtuk, (amikor még a tervgazdaságban a jegybank töltötte be a kereskedelmi banki funkciókat is). A bankok könyveiben az egyik oldalon a megjelenik aktívaként a hitel, és a saját passzíváik oldalán meg lekönnyvelik a teremtett pénzt, a felvevő számláján. Passzíva, forrás, hiszen tartozás, a bank tartozik a hitelígénylőnek az adott összegben pénzt, szükség szerint bankjegyet is biztosítani. Láttuk azonban, hogy ezt – szükség szerint – általában meg tudja oldani.

De mennyi pénzt teremthet? Ez a második kérdés, ami felmerül. Korlátlan-e a kereskedelmi bankok pénzteremtési lehetősége?

A kereskedelmi bank pénze – mint láttuk – nem ölthet bankjegyformát, csak a jegybankpénz közbejöttével. A jegybank pénze szuperpénz. Minden ügyletre, minden elszámolási körben, minden fizetésre alkalmas. (Gubcsi – Tarafás, 1977; Huszti Ernő, 1996; Ottmar Issing, 2011) A kereskedelmi bank által teremtett pénz viszont korlátozott felhasználású. Széles körben alkalmas forgalmi és fizetési ügyletek bonyolítására, igaz, csak azonos bankcsoporthoz tartozó cégek esetében. (Ez a nagy fiókhálózattal rendelkező európai bankoknál általában adott.) Kölcsönös beszámítás esetén a többi bankkal való kapcsolatban is alkalmazható.

A kereskedelmi bankoknak azonban számos esetben mégis csak szükségük van effektív jegybankpénzre. Amennyiben a bank egyik ügyfele készpénzt óhajt felvenni, avagy a banknak ren-

deznie kell a bankközi forgalom egyenlegét: – például, ha napjaink Európáját nézzük, az eurórendszerben a TARGET-elszámolásokban –, úgy a banknak jegybankpénzre lesz szüksége. (Figyelem: jegybankpénzre csak az egyenleg rendezéséhez van szüksége! De ahhoz igen...)

Jegybankpénz kell továbbá a jegybanki tartalékkötelezettség teljesítéséhez is. Kapcsolat van tehát a jegybanki és a kereskedelmi banki pénzteremtés között.

Már meg is válaszoltuk második kérdésünket. Látható ugyanis, hogy a kereskedelmi banki pénzteremtés nem lehet korlátlan. Kööttött ahhoz, hogyan és mennyi jegybankpénzt tud szerezni a kereskedelmi bank.

A bankszektort alapvetően az a tény korlátozza a hitelnyújtással való pénzteremtésben, hogy van-e egyáltalán a gazdaságban hitelre kereslet. Nyilván szerepet játszanak a saját profitabilitási törekvései és a bankok közötti verseny is. De döntően a gazdaságtól, a vállalkozások piaci várakozásaitól függ a teremthető hitelpénz mennyisége. Nem csupán az számít, hogy mekkora a bank által kínált hitel kamata vagy milyenek a törlesztési feltételek. Leginkább attól függ a hitelkereslet, hogy lát-e a vállalkozó egyáltalán esélyt termékeinek, szolgáltatásainak piacon való elhelyezésére. Ilyen értelemben a reálgazdaság hitelkereslete a banki pénzteremtés első számú korlátja. (Megjegyezzük, amikor hitelt értékpapír vásárlására veszik fel a hitelt, ez csak nagy közvetettséggel igaz. Gyakran ugyanis abban a reményben vesznek fel hitelt, hogy a megvásárolt értékpapír ára emelkedni fog, s azt eladva a kölcsön nemcsak visszafizethető lesz, de haszon is származik belőle. Ez spekulatív pénzkereslet, aminek a reálgazdasághoz csak közvetetten van köze.)

Korlátot jelent azonban a szabályozás is. Így a pénzteremtést korlátozzák például a bankfelügyeleti előírások. A bázeli szabályok bizonyos korlátokat állítanak a bankok mérlegfőösszegének növekedése elé, ami a pénzteremtéssel

bekövetkezik. (Többnyire a nemzeti bankok látják el a bankfelügyeleti feladatot. Van ország, ahol erre külön intézmény van, de mindig szoros kapcsolatban áll a jegybankkal.)

A bankfelügyeleti előírások elsődlegesen nem a pénzteremtés korlátozását hivatottak biztosítani, hanem a biztonságos bankműködést. Úgy szoktak fogalmazni, hogy a bankfelügyelet a mikroprudenciális feltételeket szabályozza. A biztonságos bankműködés azt kívánja elérni, hogy az egyes bankok kockázatvállalásának mértéke ne menjen túl azon, amit saját tőkéjével fedezni tud. Noha tehát ez mikroszintű szemlélet, mégis a makrogazdasági stabilitást is szolgálja. Az előírások ugyanis közvetve a pénzteremtésnek is korlátot szabnak. A tőkemegfelelési mutató előírása határt szab a pénzteremtésnek. (A bázeli szabályokra alapozva az EU a kockázati súlyozástól függően legalább 8 százalékos saját tőke követelményt támaszt a súlyozott mérlegfőösszeghez képest. A Bundesbank honlapjának aktuális tájékoztatója például 9 százalékot tartalmaz. Ha nem lehet ennél több kihelyezése a banknak, akkor ez egy indirekt pénzteremtési korlát is egyben.)

A jegybankok azonban közvetlenül is szabályozzák monetáris politikájuk eszköztárával a pénzteremtést.

Mindent megelőz az a kérdés, milyen célból szabályozza a jegybank a pénzteremtést? (Előbbiekben azt állítottuk, hogy maga a hitelkereslet már eleve korlátozza a pénzteremtésnek... Kell más szabályozó?)

Itt a jegybank makrogazdasági feladataira kell visszautalnunk. Ez pedig nem más, mint a pénzérték védelme, a likviditás biztosítása és a pénzügyi és gazdasági stabilitás garantálása. Más szóval: a mikroprudenciális működés.

Makrogazdasági szinten a pénzérték legfőbb öre a jegybank. A pénzteremtés révén „monetizált” kereslet (vagyis, ha hitel révén túl könnyen jut pénzhez a vásárolni kívánó piaci szereplő), az áruk árának emelkedését,

inflációt okozhat. Amikor a hirtelen megnövekedett pénzmennyiség által lehetővé tett kereslet nagyobb, mint a kínálat, a reálgazdaság alkalmazkodása elmaradhat a pénzmennyiség emelkedésétől. Áremelkedés, infláció alakulhat ki. A gazdaság stabilitása megbillen. Ennek elkerülése a jegybankok egyik legfontosabb feladata. Ezért törekszenek arra, hogy a teremtett pénz összhangban legyen a kínált árumennyiséggel.

Nagy kérdés azonban, hogy mérhető-e a teremtett – vagy teremtendő – pénzmennyiség? A pénzügyi innovációk korában a pénz-aggregátumok nehezen számszerűsíthetők. Abból indult ki azonban a pénzügytan, hogy „*money matters*”, a pénz számít. A növekedés és a pénzmennyiség változása között mindenképpen kapcsolat van.

Következő kérdésünk ezért az, milyen eszközei vannak általában egy jegybanknak a pénzmennyiség befolyásolására?

A jegybanki szabályozás változatos eszközökkel hat a kereskedelmi bankok által teremtett és teremthető pénzmennyiségre. Régebben még keretrendszerrel, direkt mennyiségi korlátozásokkal is éltek. A piacgazdaságban azonban általában piacokonform normatív megoldásokkal igyekezett a jegybank hatni.

## A MONETÁRIS POLITIKA ESZKÖZTÁRA

A tankönyvek három fő eszközt idéztek: tartalékráta, kamatpolitika és a nyíltpiaci műveletek.

A tartalékráta az egyik, de ma már messze nem a legjelentősebb eszköz a monetáris szabályozás számára. A kereskedelmi bank kötelezett a jegybanknál tartalék képzésére, a számlatulajdonosok egyenlegei és betétei után. Ez az adott kereskedelmi bank tulajdonát képezi a jegybanknál, amire korábban nem is fizetett a jegybank kamatot. (Az MNB-ben is hosszú időn át ez volt a helyzet.) Az EU-ban általá-

ban piaci kamatot számolnak fel a jegybankok a betevő bank javára. (Az MNB is.) Ehhez az ideológia az, hogy a bank, ha a tartalékok után nem kap kamatot, akkor a maradék betétekből nyújtott(!) hitelek után magasabb kamatot kér, azért, hogy a betétesek elvárt kamatát ki tudja fizetni (Vagyis ez az érvelés a „betétekből hitelezünk” elvét alkalmazza.)

A tartalékráta mértékét egyébként az idők folyamán egyre csökkentették. *Samuelson* Közgazdaságtana a 1970-es években még 10 százalékot használt a sematikus tananyag példájában, s erre alapozta a pénzmultiplikátor-elmélet bemutatását. (Nem csoda, hiszen jelenleg is 10 százalék a tranzakciós egyenlegek utáni tartalékolási kötelezettség az USA-ban.) A Saldo-tankönyv 20 százalékos rátát használt példaként. Az eurórendszerben azonban mára már 1 százalékra is lecsökkent a ráta. (Ténylegesen 1 százalékot tesz ki. A nemzeti jegybankoknál tartandó és pénzpiaci kamatot fizetnek utána.) Tehát az európai bankrendszer a Központi Bank egy eurójának akár a 100-szorosát is megteremtheti! A jegybanki tartalék, ha nem fizetnek utána kamatot, mint láttuk, az érvelés szerint, a hiteladósok felé emeli a kamatlábat. Hiszen a bankok – úgymond – meg akarják keresni a nem kamatozó részek (tartalékok) után is a betéteseknek fizetendő kamatot, ami viszont általában az inflációhoz igazodik. (Senki se tenné be a pénzt bankba, ha az nem őrzi meg legalább a vásárlóértékét... Ámbár ma már létezik negatív kamat.) Kamatot minden betétre fizetni kell, különben másik bankhoz vinnék a pénzt, ha ott többet adnak. Ezért a tartalékok után fizetett kamat – a hivatalos érvelés szerint – egyfajta támogatása a hitelkamatok mérséklésének. (Fogalmazzunk azonban inkább úgy, a tartalékokra történő kamatfizetés a bankok eredményének növelését jelenti.)

A tartalékráta valamivel alkalmasabb restrikcióra, mint fordítva, a pénzmennyiség növelésére. Ám durva eszköz, hiszen emelésének

hatása kétes, ha a bankrendszerben jelentős szabad likviditás – jegybankpénz vagy jegybankképes értékpapír – van. (Tarafás, 2002) Aligha lehet a ráta csökkentésével a pénzmenyiséget növelni, mivel már ma is nagyon alacsony. Ha 0-ra csökken, akkor meg végképp nincs jelentősége. Nem korlátozza a pénzteremtést.

Napjainkban felerősödtek olyan gondolatok hogy magasabb, netán 100 százalékos tartalék előírásával kellene a bankok jelenleg korlátlannak tűnő pénzteremtési lehetőségének korlátot szabni. (Lásd az IMF Staff Paperében megjelent cikket az úgynevezett Chicago-terv újragondolásáról.) (Benes – Kumhof, 2012) Az indok, hogy a mai pénzügyi rendszer válságkeltő. Gyakran spekulatív tevékenységeket finanszíroznak a teremtett pénzzel a bankok. Ez a javaslat valóban radikálisan beszűkítené a banki tevékenységet. Valószínűleg a spekulatív akciókat is. Sajnálatos módon azonban, a GDP növekedését is. Ezért megvalósításának valószínűsége mindenképpen kicsi. Igazság szerint az úgynevezett „Chicago terv”, a 100 százalékgig tartalékkal fedezett pénzteremtés (hitelezés) egyfajta visszatérés lenne a szocialista monobanki kísérlethez. Központilag vezérelt pénzteremtési rendszert jelentene. Láttuk azonban, hogy ez a tervgazdálkodás bukásával kudarcot vallott. De úgy tűnik, hogy egyébként sem lehetne a modern világban egy ekkora változtatást a szabályozásban a törvényhozásokon keresztül vinni. Hatalmas ellenérdekek feszülnek vele szembe. A „részlegesen fedezett pénzteremtés” – ahogy a „Chicago-terv” fogalmazott – és ilyen a jelen rendszer, nagy haszon forrása a bankrendszer minden szereplőjének.)

Akkor mi a legáltalánosabb pénzteremtést befolyásoló eszköz? Napjainkban ez a jegybanki kamatráta-politika .

Az ügyfelek számláján a jóváírt pénz nem sokáig marad ott. Nyilván felhasználják a kapott pénzt vásárlásra a hiteladósok, s a klíringet bonyolító elszámolási rendszeren keresztül az a

szállító (egy másik) bankjánál kerül jóváírásra. A partner bankja meghitelezheti ezt a műveletet, napi hitellel a vevő bankjának, (annak, amely hitellel teremtett vásárlási lehetőséget ügyfelének. Ilyenkor a bankok osztoznak a pénzteremtés hasznán, hiszen a partnerbank a napon belüli hiteleire napi kamatot számít fel.) Mint idéztük azonban, a napi egyenlegek fedezéséhez szükség van effektív jegybankpénzre. Jegybankpénzhez – több formában – ugyancsak kamat fejében jut a bank, ami számára szintén költség. A bankközi piacról szerezhető, de ennek a piacnak a likviditása függ a körülményektől. Ezért mindenképpen bizonyos kockázatot jelenthet a bankközi piacra való hagyatkozás. (A 2008-as válság idején ez kristálytisztán látszott.) A bankok ezért általában igyekeznek a bankközi likviditás kockázatától függetleníteni magukat. Ezt szolgálja betéti politikájuk. A látra szóló számlákból hosszabb lejáratra lekötött betétszámlák kreálására ösztönzik folyószámla-tulajdonosaikat. A lekötött betétek mellett kevésbé kell attól tartaniuk, hogy egy másik bank nem vagy csak nagy kockázati felárral hajlandó őket jegybankpénzzel meghitelezni. (Vagyis, igyekeznek csökkenteni a likviditási kockázatot). Természetesen a betétek gyűjtésekor is osztozik a bank a pénzteremtés hasznán: ezúttal nem egy másik bankkal, hanem a betétessel, aki lekötött betétje után megkapja a kamatot. De ekkor sem a mi betett pénzünket adja kölcsön a bank. Betétünk csak biztosíték számára, hogy jegybankpénzhez juthat, ha ügyleteihez szükséges.

Végső soron a pénzteremtés „költségét” – s vele a bank hasznát is – a hiteladós fizeti meg, az, aki a megteremtett pénzt hitel formájában felhasználja és hitelkamatot fizet érte. Ennek nagysága befolyásolja a hitel iránti igényt.

A bankrendszer által teremtett pénz mindenképpen óriási üzlet a bankoknak. Mivel kamattal terhelt, ezért a felvevőnek meglehetősen drága. A hitelkamatban benne van a bank haszna, kockázatainak fedezése és a

finanszírozásban esetleg résztvevőkkel megosztott kamatrészek is. Ezért jelentek meg újra és újra olyan felvetések, hogy mennyivel olcsóbb lenne, ha az állam saját maga által nyomott kamatmentes fizetőeszközt teremtene az állampénzelmélet értelmében. (Ahogy ezt egyébként teszi a váltópénzermék nyomásakor, amely sok helyütt kincstári monopólium.) (Huber, 2014)

De térjünk vissza a „tankönyvi” eszköztár harmadik elemére, amellyel a jegybank a pénzmenyiségre hat: a nyíltpiaci műveletekre. Ez állampapírok vásárlását és eladását jelentette a jegybank által.

A kereskedelmi bankok portfóliójában értelemszerűen van állampapír, hiszen az állampapír-aukciókon – a jegybanki közvetlen költségvetés-finanszírozás tilalma miatt – a kereskedelmi bankok voltak a partnerek. Ha szüksége van egy banknak likviditásra, a jegybankhoz fordulhat, s a tárcájában lévő állampapírok fedezete mellett jegybankpénzt kaphat, a jegybanki rendelkezésre állás keretében. Ha viszont sok a kereskedelmi bank likvid eszköze és nem tudja azokat megfelelően kihelyezni a gazdasági szférába, elhelyezheti a pénzét – a kötelező tartalékon túlmenően – betétként a jegybankban, szerény kamat fejében. (Ezeket a betéteket természetesen nem lehet közvetlenül kihelyezni a vállalati szférának, hiszen a vállalatoknak nincs a jegybanknál számlájuk.) A jegybank a bankok bankja...

A kereskedelmi bank adott esetben jegybanki értékpapírt is vásárolhat. A jegybanknak természetesen nincs szüksége e mesterséges befektetési eszközzel szerzett pénzre, ez kimondottan likviditásszűkítési céllal kreált instrumentum. (Az MNB gyakorlata alkalmazta is.) A forgalomban lévő pénz mennyisége ilyenkor értelemszerűen csökken, így nem monetizálhat keresletet, tehát antiinflációs hatás érvényesülhet.

Ezekkel a műveletekkel a jegybank valójában „beállítja” a bankok jövedelmezőségét,

hiszen az általa a betétekre (vagy kreált értékpapírok után) fizetett kamat növeli a bank profitját. Hogy miből fizeti ezeket a kamatokot a jegybank? Eredménye terhére teszi, vagyis végső soron a tulajdonos, (nálunk a költségvetés) számlájára. A jegybanki egyenleggel a központi banknak az év végén el kell számolnia a költségvetéssel. Itt figyelembe kell venni természetesen a jegybanki tartalékállomány alakulását is, s azt, hogy az adott ország jegybanktörvénye mire engedi fordítani a jegybank „eredményét”. Mindenesetre pozitív egyenlegét, ha van, befizeti az államnak, mint tulajdonosnak, ha viszont mínuszba csúszna, a költségvetés kipótolja a hiányt. Hogy kimondottan a monetáris politikája érdekében milyen költségekkel járó eszközöket alkalmaz, abba a jegybanki függetlenség jegyében nincs beleszólása a kormánynak. Akkor se, ha a kamatok a jegybanki nyereséget csökkentik. Amennyiben a jegybank állami tulajdonban van, mindenesetre az adófizetők pénze bánja, ha túl sok jövedelmet csurgat át a bankszektorba.

## 2008 UTÁNI MARKÁNS VÁLTOZÁSOK

Már a 2008-as pénzügyi válság előtt is, de utána különösen, erősen megváltozott a helyzet a nemzetközi pénzvilágban. A nagy pénzbőség, az olcsó hitel, amit lényegében évtizedeken át a FED politikája eredményezett, s amelyet 2008 után is alkalmazott, válságkezelési céllal, kezdetben nem volt senkinek ellenére. (Legfőképp az USA államháztartásának nem, hiszen megvették a papírjait, tudta finanszírozni a hiányt s könnyen és olcsón refinanszírozni az adósságállományát.) Infláció – a fogyasztói kosárban mérve – nem volt számottevő, így nem tűnt aggályosnak a pénzbőség. Az ingatlanpiacon azonban a nagy kereslet, – mint közismert – áremelkedéshez, buborékképződéshez, majd válsághoz vezetett. (Az eszköz-

árak nem szerepeltek ugyanis az infláció mérésében.) A magánpiacon beszűkült a bankok között a likviditás. Elveszett a bizalom. Senki nem tudta, milyen helyzetben van a másik bank, nem fog-e csődöt jelenteni... Nem a túlzott pénzbőség miatti infláció, hanem a likviditáshiány lett hirtelen a fő gond. Pénz ugyan volt, (s ma is van) a bankokban, de a bizalom hiánya miatt a válság idején megmerevedett, nem forgott. Likviditásszűke állt be, ami súlyos gazdasági válsággal fenyegetett. Amerikában a FED azért igyekezett mindenképpen likviditást pumpálni a piac intézményeibe, mert a magánüzletfelek hirtelen visszavonultak a bankközi hitelezéstől.

A rossz portfóliók nagy részét aztán kitarították az állami mentőcsomagok, lassan helyreállt a bankrendszerben a bizalom. Mégis azóta is gond van a világgazdaságban. Nehezen lendül meg a konjunktúra. Még mindig a defláció veszélye lebeg a nemzetközi gazdaságban. Az pedig a piacgazdaságban éppúgy nem kívánatos, mint az infláció. A jelentős munkanélküliség miatt továbbra is az foglalkoztatja a kormányzatokat, hogyan lehetne ösztönözni a gazdaságot. Vajon lehet-e, mint eddig, monetáris politikával?

A jegybankoknak elsődleges feladatuk, hogy fő funkciójuk, a pénzügyi óvása mellett, támogassák a kormányzatok gazdaságpolitikáját.

A hitelek után felszámítható kamatok színvonalát alapvetően a jegybanki alapkamat határozza meg.<sup>1</sup> Azt az amerikai FED három évtizeden át nagyon alacsonyan tartotta, hogy a hitelezési kedvet élénkítse. Vagyis a kamatpolitika folyamatosan módot adott a bőséges pénzteremtésre.<sup>2</sup> Ahogy a korábbi időszakban, most is szeretnék megtalálni a módját, miként serkentsék a gazdaságot. De hogyan lehet 0 közeli kamatpolitikával a gazdaságot tovább élénkíteni? A nullánál alig magasabb jegybanki alapkamatot nincs már hová tovább csökkenteni. Az a tény, hogy az alacsony inflá-

ció miatt a betéti kamatok is alacsonyak, nem ösztönöz megtakarításra. Pedig nem lehet a társadalom érdeke, hogy a jelenbeli költekezés miatt a jövőjükéről a polgárok ne gondoskodjanak. Ahhoz, hogy a monetáris politika a normalizálódás útjára lépjen, lassan: emelni kellene az alapkamatot. Korlátozottá vált tehát a jegybankok monetáris politikájában a kamatpolitika, mint eszköz.

De nem csak a kamatpolitika problematikus.

A csupán az állampapírokra korlátozódo nyíltpiaci műveletek nem tűntek a válság idején elegendőnek. Céltzottabb akciókra volt szükség. Ez vezetett a bankoktól és nem banki pénzügyektől való közvetlen értékpapír-vásárlásra. A korábbi tankönyvi szabályokon túllépve, vállalati papírok (!) megvásárlására is! Ezek a lépések valóban szokatlan, unortodox intézkedések voltak. Hiszen a pénzügyi tankönyvek évtizedeken át azt írták, hogy piaccgazdaságban a jegybank a bankok bankja, nem lép közvetlen kapcsolatba a vállalatokkal, (Ilyen csak a szocialista tervgazdaságban történt...) És mégis! A FED megvásárolta General Motors, a General Electric és más nagy cégek papírjait a piacon, megakadályozandó a commercial paperek, a vállalati kötvények (értékpapírok) piacának összezuhanását. Vagyis, a vállalatok közvetlen finanszírozásába szállt be... (Anderson – Gascon, 2009)

Új idők, új eszközök....

De egyéb gond is van. Ez pedig a monetáris politikák, a *Quantitativ Easing* (QE) országhatáron átnyúló hatása.

## QEE – QUANTITATIV EXTERNAL EASING

Valójában elgondolkodtató, hogy mennyiben volt az úgynevezett mennyiségi könnyítés, az állampapír-vásárlással megnövelt pénzmenyiség és annak hatása ténylegesen a FED monetáris politikájának tulajdonítható. Az elmúlt

másfél évtizedben ugyanis más, nagyban játszó szereplők is megjelentek az amerikai piacon. A külföldi (jegy)bankok már az úgynevezett QE bevezetése előtt nagy tömegben vásároltak amerikai állampapírokat. Ezzel pedig nyilván erőteljesen befolyásolták a pénzmennyiséget (likviditást) az amerikai gazdaságban. „Hazavitték” azokat a dollárokat, amelyeket az amerikai rendszer korábban teremtett, és amivel nemzetközi fizetéseket (például az amerikai importőrök) teljesítettek. 2003-ban már jelentős részét tették ki az állampapír-állomány-nak a külföldi jegybankok által kézben tartott államkötvények. 2006-ra a külföldi kézben lévő amerikai papírok egyharmadot értek el, kétszer annyit, mint amennyi a FED birtokában volt. Mondhatjuk, ez volt a „QE 0” fázis függetlenül a FED lazításától... Amikor a FED 2008-ban megindította a mennyiségi lazítás (Quantitativ Easing: „QE 1”) programját, a külföldi intézményi tulajdonosok – főképp Kína Jegybankja – már az állampapíroknak mintegy 40 százalékát (!) birtokolták. A dollárpenzmenyiség tehát nem csupán a FED, hanem más jegybankok politikájától függött! 2015-ben a külföldi központi bankok kezében másfélszer annyi amerikai állampapír volt, mint a FED-nél! Vagyis az amerikai monetáris politikát nem teljes szuverenitással alakította a FED. (C. Reinhart, 2016). A FED második és harmadik „QE csomagja”, a QE2 és a QE3 éppen ezért már kevésbé volt eredményes, mint az első, mint ezt az elemzők meg is állapították.

Miért? Azért, mert – szemben az első csomaggal – ekkorra már a nemzetközi fejlemények nem támogatták a FED bőséges likviditást teremtő politikáját. Míg korábban a likviditásbővüléshez a külföldiek is hozzájárultak az amerikai állampapírok masszív vételeivel, 2013 után már nem. A fejlődő országok ugyanis a változó olaj- és nyersanyagpiaci dekonjunktúra miatt kezdték nem venni, hanem eladni az amerikai állampapírjaikat. (Ezekben



a döntésekben a FED bejelentésének a hatása is benne volt, ti. hogy szándékában áll normalizálni monetáris politikáját, s lassan emelni fogja az alapkamatot.) (C. Reinhart, 2016) (Nem biztos, hogy a külföldi tulajdonlás volumene csökkenni fog, csak kérdés, hogy magán vagy állami lesz-e. A magántőke számára az amerikai állampapír még mindig „biztos kikötő” a viharos időkben, de a magánkézben lévő papírok mozgása sokkal több bizonytalanságot visz a folyamatokba, mint a jegybankok jobban becsülhető magatartása.)

Ebből számunkra az a leszűrendő tanulság, hogy a globalizált világban egyetlen jegybank sem, még a FED sem teljhatalmú ura a pénzteremtés befolyásolásának.

De vessünk egy pillantást arra a kérdésre, hogy mitől is volt a külföldi országok jegybankjainak akkora tartaléka, amit olyan óriás mennyiségekben amerikai állampapírokba fektettek be?

Az amerikai olcsó pénz politikájával párhuzamosan az ázsiai országok, így Kína, rohamosan növekvő exporttal tett szert jelentős dollárbevételekre. (Ez a folyamat jelentős, részben éppen az amerikai tőkebefektetések következménye volt, de számos más fejlett ország is élt a tőkeimport-korlátozásokat feloldó kommunista Kína által ajánlott lehetőséggel.) Az így keletkező exporttöbblet megnövelte a *renminbi* (jüan)<sup>3</sup> iránti keresletet, ami a kínai valuta felértékeléséhez vezetett – volna. Minden tartós exporttöbbletnek ilyen hatása lehet. Mivel a kínaiaknak a felértékelődő valutaexport-mérséklő hatása kedvezőtlen lett volna, ezért a jegybank beavatkozott a devizapiacra, és felvásárolta – teremtett hazai valutáért – a dollártúlkínálatot. Fenntartva így a *renminbi* alulértékelttségét, s ennek exportösztönző hatását. Az elmúlt 15 évben mintegy 4000 milliárd dollár halmozódott fel a Kínai Központi Bankban. Minden jegybank alapvetően hitelműveletekkel teremt pénzt, de devizavásárlással is teremthet saját valutát. S itt ez történt.

A kínai jegybank így hatalmas devizatartalékokat halmozott fel.

A modern bankrendszerben jegybankpénz teremtésével a központi bank azt a kötelezettséget vállalja magára, hogy az adott (nemzeti) pénz bármikor átváltható lesz más valutára. Hiszen konvertibilisek a valuták, s ezt végső soron a jegybankoknak kell garantálniuk.

Ennek a garanciának a biztosítéka a jegybanki devizatartalék. Ma már, amikor a valutának nincs kötelező átváltási árfolyama, a pénzpiacra tulajdonképpen bárki, bármikor megkísérelheti a nemzeti pénzt más valutára átváltani. Csak az a kérdés, hogy ez milyen árfolyamon sikerül. Ha valaki ki akarja vinni a valutát az országból, át akarja váltani, akkor eladásra kínálja. A jegybank feladata azonban a valuta belső értéke mellett a külső értékének is az őrzése. Ha a dollárra való visszaváltás igénye tömeges, akkor az árfolyam csökkenne. Az árfolyam esése a külső érték csökkenését jelentené, ami aztán a belföldön gerjesztett infláció miatt a hazai valuta vásárlóerejét is rontja, azaz előbb-utóbb a belső érték is csökkenni fog. Ilyen esetekben a pénz külső és belső értékéért egyaránt vállalt felelőssége miatt kerülhet cselekvési kényszerbe a jegybank. Ha túlkínálat van saját valutájából, be kell avatkoznia, amennyiben az árfolyamszintet őrizni akarja. Hogy tehát ne legyen inflációt okozó leértékelődés, vásárolni fogja saját valutáját. Ehhez kell a devizatartalék.

Kínában azonban ezzel ellentétes gazdaságpolitikai cél volt a jegybanki beavatkozások hátterében. A jegybank nem akarta, hogy valutája iránti kereslet felszórólja valutája árfolyamát, mert az versenyképtelenné tenné a nemzetközi kereskedelemben az ország gazdaságát. Ilyenkor – ez a számára a könnyebb feladat – saját valutát ad el, hiszen azt teremteni is tud. (A pénzteremtésnek – ugyebár – a devizavásárlás a másik forrása.)

A kínai gazdaságpolitika kapott is ezért bírálatot, bőven az amerikai agytrösztöktől.

A PIIE (Peterson Institute for International Economics) szakértői már évek óta cikkeztek arról, hogy jót tene a nemzetközi egyensúlyhiányok csökkenésének, ha Kína hagyná valutáját felértékelődni. Így lefékeződne a növekedése, s ilyen módon kiigazodnának a jelenleg túlzott nemzetközi egyensúlytalanságok. A piac működése az egyensúly irányába hatna. (Volt is ilyen irányú határozott politikai nyomás amerikai részről. Ennek Kína sokáig ellenállt, s csak szerény mértékben tett eleget neki.)

Kétségtelenül piactorzító szerepe van az ilyen jegybanki beavatkozásnak. Nemigen bírálhatják azonban a nemzetközi szervezetek az effajta politikát – pedig elveikkel ütközik a piaci ügyletekbe való egyértelmű állami beavatkozás –, hiszen azt meg nem tudták elérni, hogy a jelentős befolyást gyakoroló központi bankok (FED) a saját monetáris politikájuk alakításánál figyelemmel legyenek annak a külső országokra gyakorolt hatására. Gyakorlatilag az IMF-nek szinte semmi ráhatása nincs rendszeres konzultációi alkalmával az USA pénzügypolitikájára. (Írott malaszt volt minden megállapítás, amely például a deficit csökkentésére vonatkozott.) Mondhatjuk, évtizedeken át egyenesen fordított volt a kapcsolat. Az USA mozgatta az IMF mechanizmusát. A belső gazdasági, foglalkoztatási gondok mindig fontosabb szerepet játszanak a monetáris politika formálásában, mint a határon átcsorduló (*spillover*) hatások.

Egy nagy ország monetáris politikája pedig spillover hatást vált ki másoknál. A jelenlegi nemzetközi valutáris rendszertelenségben – „non-system”-ben, (ahogy Rajan fogalmazott egy beszédében) –, a nemzetközi gazdaság bajaira alkalmazott orvosságok több kárt okoznak, mint amennyi hasznot hajtanak eredetileg otthon. A fejlett országok QE-jére adott válaszreakciókat *Raghuram Rajan* szemléletes kifejezéssel Quantitative External Easingnek, külső mennyiségi könnyítésnek (QEE) nevezte el. (Rajan, 2014)

Ily módon egyfajta közvetett pénzhígtási verseny folyik a nemzetközi piacon. Az országok minden eszközzel küzdenek a nemzetközi keresletből való részesedésért. Kissé hasonlít a helyzet az 1930-as évek leértékelési versenyéhez, amikor egymás után értékelték le valutáikat az országok, hogy pillanatnyi előnyhöz jussanak a külkereskedelemben. A fejlődő országok a közelmúltban a '90-es években szerzett keserves tapasztalataik miatt – amit a hektikusan kivonuló és válságot okozó forró tőke drasztikus leértékelő hatása jelentett – mindenképpen exporttöbbletekre törekszenek, hogy kellő tartalékokat halmozzanak fel a nemzetközi gazdasági sokkok kivédésére. Ez a versengés semmiképpen nem lehet a célja a fejlett országok – elsősorban az USA – monetáris politikájának, hiszen így is nagy az ázsiai országokkal a deficitjük. Pedig pénzteremtési gyakorlatuk éppen ehhez vezet.

Amennyiben el lehetne érni, hogy a jegybankok a külső következményeket, annak esetleges visszahatását saját gazdaságukra mérlegeljék, akkor elképzelhető lenne valamivel ésszerűbb magatartás a monetáris politika irányítóinál, világszerte. (Hiszen, amikor a FED kijelentette, hogy az unortodox politikákból a normalizálás felé lassú lépéseket tenne, a tőke mozgás most is gyorsan változott – s nem feltétlenül a fejlett országok által kívánt módon és irányban – a periféria részéről.)

## PÉNZTEREMTÉS ÉS GLOBALIZÁCIÓ

De vessünk egy pillantást mindezen jelenségek mélyen fekvő okaira! Mi a magyarázata annak, hogy a pénzteremtés ilyen nagy hatással van más országok monetáris politikájára? Mitől vannak ilyen volumenben hektikus, hirtelen, árfolyamokat megrengető tőkeáramlások a globalizált világban?

Alapvetően két oka van. Egyik, hogy (a fejlett) országokban rengeteg a fölös tőke, a

másik, hogy az túlzottan szabadon áramlik a világgazdaságban. (Lámfalussy, 2008)

Rengeteg szabad tőke halmozódott fel a világgazdaságban, amely nem talál jó lehetőségeket a reálgazdaságban. Ahogy *Raghuram Rajan* megfogalmazta: nem megtakarításbőség van, hanem befektetészüke. Ezek a fölös tőkék pedig az utóbbi évtizedekben világméretben szabadon áramlanak az egyes gazdaságok között, gyakorlatilag rövid távú profitmotivációtól vezetettve.

Ha ennyi a szabad tőke, akkor teljességgel érthető, hogy a hagyományos, a „semmitől egy új világot” teremtő pénzteremtési mechanizmus, mint amilyen a II. világháború után működött, teljesen fölöslegessé vált. Pénz van, különböző pénzügyi aktívákban, (ha kicsapódott formában is). Valakinél. Csak meg kell találni, és visszaváltoztatni likvid eszközzé.

Azonban, hogy jobban megértsük a helyzetet, tisztázni kellene azt is, hogy mitől is van ennyi fölös, pénzügyi aktíva formájában „kijegesedett” pénz. Talán marxista tanok rémlenek föl az idősebb korosztálynak, ha azt mondom, a kizsákmányolás ténye miatt. De fogalmazhatunk a polgári gazdaságtan nyelvén is. Az elmúlt negyedszázadban a bér és a profit közötti osztozkodási arányok egyértelműen a profit javára tolódtak el (Stiglitz, 2013). Ha nem bővül a vásárlóerő a fogyasztási cikkek fogyasztó rétegeknél, előbb-utóbb feltorlódik a befektetést kereső pénztömeg, hisz nincs mire beruházni. Ezek a pénzek (jövedelmek) pénzügyi befektetéseket kerestek. Egyre nagyobb üzlet lesz ezért a megtakarított pénzek, az ezekből képzett értékpapírok kezelése, forgatása. Tény és való, hogy azokban az időszakokban, amikor a jövedelmi és vagyoni különbségek nagyon erőteljesen fokozódnak, s a realizált profitok, megtakarítások nem találhatnak a reálgazdaságban közvetlen befektetési, elköltési lehetőséget. Így pénzügyi aktívák formájában várnak az esetleges reálbefektetési alkalomra. S addig: forognak.

A pénzteremtést illetően bennünket az érdekel főképpen, hogy a két szektor: a pénz- és a tőkepiaci intézmények szoros kapcsolata hogyan vált ilyen szorossá, intézményessé, s ez hogyan adott lökést a pénzmennyiség (likviditás) növekedésének?

Mi is történt az elmúlt időben az értékpiacon?

Azzal, hogy az új befektetési eszközök kedvező hozamokat kínálva a hagyományos megtakarítási formákból kicsalogatták a pénzt, azt a bankintézményekhez tovább csatornázták, likvidtá tették. A bankok újra nyújthattak friss hiteleket, hiszen az eladott hitelfortfólió friss pénzt pumpált a bankrendszerbe. A bankok hitelnyújtási lehetőségei a tőkepiaccal kiépült kapcsolat következtében bővültek. A modern pénzelmélet – mint utaltunk rá – ezért beszél ma már arról, hogy nem a teremtett pénzmennyiség, hanem az úgynevezett likviditás van összefüggésben a reálgazdaság alakulásával. (O. Issing, 2007; Ács A. 2014; Botos, 2015) (S itt most a likviditásnak azt a fogalmát vizsgáljuk, amely egy pénzösszeget jelent.) A likviditás fogalmában – láttuk, a hagyományos pénzmennyiség(ek)en túl – benne van a gyorsan pénzzé tehető pénzügyi aktívák volumene is. (O. Issing: 2007; Botos, 2015) Ha kínálkozik reálgazdasági üzlet, a „megfagyott” pénz gyorsan életre kel, s belép a szükséges pénzfunkcióba, fizetőeszközzé válik. A fedezettel nyújtott hiteleknél is ez a helyzet.

Nem csak áru vagy ingatlan lehet fedezet. Pénzügyi befektetés, vagyoni értékű követelés is. Értéket testesítenek meg: kötvények, kincstárjegyek, egyéb forgatható értékpapírok. Ezekben valakinek a kicsapódott pénze van, amit, ha kell, vissza lehet alakítani banki hitelmechanizmuson át fizetőeszközzé, pénzzé. Jelzálogfedezetnél a tartós használati érték, vagyontárgy meghatározott értéket képvisel, ami visszaaktiválódik a forgalomba, áruvá, amikor a fedezetet pénzzé teszik. Mivel azonban már átalakult a pénzből terméké, nem tudni pon-

tosan, hogy a termék mit ér. Csak az eladásakor derül ki. Éppen ezért kérnek magasabb nominális értékű jelzálogfedezetet a bankok, mint maga a hitel értéke. Hogy biztonsággal kikerüljön az esetleges eladásból a tartozás összege.

A bankok nyújtották az ingatlanvásárlási vagy -építési hiteleket. Majd azokat értékpapírosítva, eladták. Nem kellett tehát várni a hosszú lejáratú hitelek térülésére, nyomban lehetett újabb ügyfeleket toborozni, hiszen ismét volt elegendő likvid eszköz a bankban. A gazdaság az építőipar húzóerejének köszönhetően gyorsan növekedett. Az olcsó pénz politikája, mint láttuk, olyan hitelezési boomot indított el, amely felverte az ingatlanárakat. (Ezt azonban nem tekintették inflációnak, s így nem reagált rá a pénzügyi politika sem, mert az ingatlanárak, eszközárak nincsenek benne a fogyasztói kosárban.) A bonyolult pénzügyi innovációk, értékpapírosítási technikák és a hitelminősítő intézetek felelőtlensége következtében, mint ismeretes, hatalmas ingatlanbuborék alakult ki 2007-re. A mesterségesen „felfúj” gazdaság hirtelen összeomlott, amikor kiderült, hogy számos hitelfeltevő nem tud törleszteni. Az amerikai kormány is mentőcsomagokat dolgozott ki. A FED eszközvásárlással, forrásjuttatással avatkozott be. Olyan pénzügyi cégek érdekében, amelyek valójában nem gyakorolnak feltétlenül tovaryűrűző hatást a gazdaságra. (Ha a befektetési intézmények nem foglalkoznak fizetési forgalom bonyolításával, nem gyűrűzik gyorsan tova a dominóhatás. Azoknak az intézményeknek a megingása az igazán veszélyes, amelyek a fizetési forgalmat végzik. Vagyis a kereskedelmi bankoké. Azokat valóban meg kell védeni.)<sup>5</sup> Tény, hogy a legutóbbi válság alkalmával nemcsak bankok, de befektetési intézmények megmentéséért a pénzügyi szektorért hegyeket mozgatott meg a FED. A Wall Street talán még fontosabb, mint a Main Street...

A pénzügyi szektor e folyamatok eredményeként a GDP egyre nagyobb részét mond-

hatja magáénak. Egyre többen és többen foglalkoznak e pénzügyi eszközök kezelésével, forgatásával. Egyre nagyobb jövedelmeket szakítanak le ezek az intézmények a megtermelt értékből. Ezt a jelenséget nevezzük finanszírozásnak.

A pénzügyi szektor rátelepedése a gazdaságra sokak által vizsgált folyamat. (Orhangazi, 2008; Belyácz I., 2014; Botos K., 2014) Számos szerző mutatta be a közelmúltban a vagyonok fokozott koncentrációját is. (Piketty, 2015)

Ne nyugtatgassuk magunkat azzal, hogy a hatalmas tőkék világméretben korántsem fölöslegesek, hiszen a világgazdaság számos régiója igényel(ne) tőkét a fejlődéséhez. Tekintettel kell lennünk ugyanis a világ pénzügyi rendszerének szegmentáltságára. Vagyis arra, hogy az adott devizában felvett hitelt abban a valutában kell visszafizetni, amiben felvettük. S nem korlátlan az olyan hiteligények volume, amelyek eredményeként megtermelődik a törlesztéshez szükséges deviza is. Még ha a hitel – hazai valutában – megtérül is. (Száz János fogalmazta meg, hogy a pénznek idődimenziója van. Hozzátehetjük, a valuták kibocsátóinak különbsége miatt a valutáknak térbeli dimenziója is létezik.)

Jelentős irodalma alakult ki a válság után annak a gondolatnak, hogy valójában nem célszerű külső kölcsönforrásból – más által kibocsátott valutából – finanszírozni a növekedést az egyes gazdaságokban. (Rajan így véli. Eichengreen meg egyenesen „eredeti bűnnek” nevezte a külföldi devizahitel felhasználását a gazdasági növekedés finanszírozására.) (Eichengreen – Hausmann – Panizza, 2005) Ha ugyanis elsődlegesen hazai szükségletre termelő beruházást finanszíroz a külföldi forrás, akkor roppant kérdéses, hogy törlesztésére milyen áron (árfolyamon) lesz majd pénz az adott gazdaságban. A fogyasztási célú felhasználásnál meg különösen kérdéses a visszafizetés, hiszen ott nincs kapcsolat az értéktermelés

és a hitel között. Az elmúlt évtizedek valuta-válságai pedig döntően ilyen hitelakciókról szóltak. (Lásd ingatlanberuházások)

## ZÁRÓ GONDOLATOK

Idézzük fel összefoglaló jelleggel tanulmányunk gondolati ívét!

Megállapítottuk, hogy a pénzteremtés nem forrásokból történik, a bankok pénzteremtési privilégiumán alapul. A kialakult szabályok szerint nem betétből születik a hitel, hanem fordítva, a hitelből a betét.

A modern bankrendszerben a kereskedelmi bankok teremtenek pénzt, a hitel mechanizmusával. Készpénzt azonban csak a jegybankok teremhetnek. A bankoknak olyankor, ha ügyfeleik bankjegyet kívánnak felvenni, vagy ha a bankközi klíringekben az egyenlegeket rendezni kell, jegybankpénzre van szükségük. (Ahhoz is, hogy a tartalékolási kötelezettségüknek eleget tegyenek. Ez az előírás azonban a ráta csökkenésével egyre kevésbé jelentős.) A bankok és a jegybank pénzteremtése között kapcsolat van, de az első lépést a kereskedelmi bankok teszik meg, s nem pedig fordítva, azaz nem a jegybank határozza meg a teremtendő pénzmenynységet. A jegybanki szabályozás a gazdasági stabilitás érdekében igyekszik korlátot szabni a pénzteremtésnek, a bankfelügyeleti előírások, a kamatrátá és az értékpapírokkal kapcsolatos műveletek révén. (A tartalékrátá szerepe visszaszorult.) A hatalmas mennyiségű pénzügyi aktívák azonban a likviditás részei lehetnek, a banki pénzteremtés segítségével visszaalakulva fizetőeszközzé. Hogy miért van ennyi pénzügyi eszköz, erre a magyarázat a jövedelmek fokozódó összpontosulása a tőketulajdonosoknál. Aminek eredménye a növekvő finanszírozás, a pénzügyi szektor túlsúlya a gazdaságban.

A pénzügyi válság 2008 után átírt számos korábbi szabályt. A „helikopter-pénzszórás” elméletének részét képezte a drasztikus alapka-

mat-csökkentés. Mivel ez nem volt elegendő a hitelezés – és így a pénzmennyiség – növelésére, a jegybankok további unortodox eszközöket vetettek be. Nemcsak állampapírokat, de egyéb pénzügyi eszközöket is monetizáltak. Sőt, vállalati értékpapírokat is vásároltak. Ezzel megdőlt az a tétel, hogy a jegybank elvileg nem léphet kapcsolatba a reálszférával.

Az amerikai FED tevékenységén jól látható módon mindent megmozgatott az értékpapírcsökkentésért. Ennek rendelte alá mennyiségi könnyítési (*Quantitative Easing*) politikáját. A belső gondok orvoslása azonban nemzetközi kihatással van. A megnövekedett pénzmennyiség túlsorduló (*spillover*) hatása egyfajta Quantitative External Easing-et eredményezett, azaz, pénzhígítást más országokban, valutájuk árfolyamának (alulértékelttségének) megőrzésére. Így dollárokat halmoznak fel, amelyek visszaáramlása a kibocsátó országban (főképp az USA-ban) semlegesítheti a pénzmennyiség szabályozási erőfeszítéseket. Célszerű lenne ezért a kulcsvaluta-kibocsátóknak intézkedéseik nemzetközi hatásait is figyelembe venni. Mások, de végső soron saját érdekükben is.

Mindez egyértelművé teszi, hogy a pénzteremtés kérdésének elméleti tisztázása előttünk álló hatalmas feladat. A megoldás a reálgazdaság alaposabb elemzését, a jövedelemtermelési és elosztási viszonyok, a társadalmi-gazdasági rend újragondolását igényli.

A jelenlegi pénzügyi válság láthatóan nem oldható meg pusztán monetáris eszközökkel. Szükséges a fiskális politika felülvizsgálata is. Az is világos, hogy megfelelő fizetőképes kereslet nélkül a tőke nem talál termékei számára vevőt, tehát a jövedelemelosztzkodás mechanizmusainak átgondolása is szükséges. A hitelezés, a pusztán pénzteremtés által lehetséges ösztönzés a gazdaság növekedéséhez kevés. A pénz csak szükséges, de nem elégséges feltétele a folyamatnak. Az ismert mondás szerint a vödört oda lehet vinni a lóhoz, de nem lehet kényszeríteni, hogy igyék is belőle.

## JEGYZETEK

- <sup>1</sup> Az egyre integráltabb világgazdaságban az USA vezetői alapvetően a folyamatokat. Ezért hivatkozom gyakran az amerikai példára. Mivel európai kontextusban pedig az ECB tölt be hasonló szerepet, esetenként az európai rendszert is idézem.
- <sup>2</sup> Ez volt az úgynevezett „Greenspan put”, a „nagy találmány”, csaknem elnökségének három évtizedére. Azért, hogy az alacsonyan tartott dollárkamat biztosítsa amerikai gazdaság egyenletes, 2 százalékos növekedését
- <sup>3</sup> A renminbi elnevezést a jüanra, a kínai valutában az amerikai szaknyelv használja

## IRODALOM

- ANDERSON, R. G. – GASCON, Ch. (2009): The Commercial Paper Market, the Fed, and the 2007–2009 Financial Crisis In: Federal Reserve Bank of St. Louis Review, November/December 2009, 91(6), 589–612. oldal
- ÁCS A. (2011): A likviditás dimenziói. *Hitelintézeti Szemle*. 2011/3
- BÁNFI T. et al.(1997): *Pénzügytan*. Saldo Kft. 1997
- BÉLYÁCS I. (2014): A finanszírozás szerepe a globális válság kialakulásában. *Hitelintézeti Szemle*. 2014/1
- BENES, J. – KUMHOF, M. (2012): The Chicago Plan Revisited Research Department. *IMF Working Paper* (WP 12. 202) august
- BOTOS K. (2014): Finanszírozás, avagy a globalizmus menedzsment-filozófiája. *Pénzügyi Szemle*. 2014/2
- EICHENGREEN – HAUSMAN – PANIZZA (2005): The Pain of Original Sin In: Other People’s Money. *University of Chicago Press*
- HAGELMAYER I. (1963): *Pénz a szocializmusban*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest
- HUSZTI E. (1996): *Banktan*. TAS Kiadó, Budapest
- HUBER, J. (2014): Modern Money and New Currency Theory In: real-world economics review, issue No.66 13 Jan. 2014
- ISSING, O. (2007): *Einführung in die Geldtheorie*. Vahlen, München, 15. kiadás
- GUBCSI L. – TARAFÁS I. (1977): *A láthatatlan pénz*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó. Budapest
- LÁMFALUSSY S. (2008): *Pénzügyi válságok a fejlődő országokban*. Akadémiai Kiadó. Budapest
- LEAY, M. – RADIA, A. – THOMAS, (2014): Money creation in modern economy. *Bank of England Quarterly Bulletin*. 2014/ Q1
- ÖZGÜR O. (2008): Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003 In: Cambridge Journal of Economics 32, 863–886. oldal
- PIKETTY, TH. (2015): *Tőke a 21. században*. Budapest, Kossuth Kiadó
- RAJAN, R. (2010): *Fault Lines*. Princeton University Press

RAJAN, R. (2014): Containing Monetary Easing. In: Project Syndicate 2014. 04. 28

RAJAN, R. (2016): The Global Monetary Non System. In: Project Syndicate 2016. 01. 16

RIESZ M. (1980): *Pénzforgalom és hitel*. Tankönyvkiadó. Budapest

REINHART, C. (2016): Whose QE Was it, Anyway? In: Project Syndicate, 2016. 02. 26

STIGLITZ, J. (2014): *The Price of Inequality*. Norton & Comp, New York, London,

SZÁZ J. (1991): *Hitel, pénz, tőke*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó. Budapest

TARAFÁS I. (2001): *A monetáris politika a nagy válságtól az ingatag pénzpiacokig*. Aula. Budapest

Bundesbank, <https://www.bundesbank.de>