

Lehet-e olcsóbb és kisebb kockázatú a pénzrendszerünk?

Beszámoló 8. Budapest Public Finance Seminar konferenciáról

Dr. Kolozsi Pál Péter¹

DOI: https://doi.org/10.35551/PFQ_2026_2_9

A Nemzeti Közszoigálati Egyetem (NKE) a Magyar Közgazdasági Társaság (MKT) Pénzügyi és Államháztartási Szakosztályaival közösen, a Konrad Adenauer Stiftung társszervezésében rendezte meg 2026. május 13-án a 8. Budapest Public Finance Seminar konferenciát, amelynek kiemelt témája a pénzelmélet egyéb újdonságai mellett a szuverén pénz (Sovereign Money) volt. A téma aktualitását az adta, hogy az elmúlt évtized mind technológiai, mind pénzelméleti szempontból átértelmezte a jegybanki pénz adta gazdaságpolitikai lehetőségeket, különös tekintettel a digitális jegybankpénzben (CBDC) rejlő potenciálra, miközben újra és újra átélhettünk a hitelpénzen alapuló pénzügyi válságokat, ami felveti a kérdést, hogy miképp lehetne elmozdulni egy kisebb kockázatú és kisebb kamatköltségű pénzrendszer működtetése irányába. A Kutasi Gábor (NKE, Gazdaság és Versenyképesség Kutatóintézet) által levezetett, angol nyelvű nemzetközi konferencia amerikai, német, brit, cseh és magyar meghívott előadók segítségével járta körbe a fenti kérdéseket fintech, modern pénzelméleti (MMT), illetve banki és gazdaságpolitikai megközelítésből.

A Kemény Gábor rektorhelyettes (NKE) és Bartóki-Gönczy Balázs dékánhelyettes (NKE) által megnyitott konferencia kiemelt előadását Michael Kumhof (CEPR; NIESR) tartotta „The Chicago Plan Revisited: Debt-free Money, Growth, and Stability” címmel. A Nemzetközi Valutaalapnál (IMF) és a Bank of Englandnél több évtizedes szakmai tapasztalatot szerzett kutató bevezetőjében ismertette, hogy a Chicago-terv az 1930-as években született meg, és arra kereste a választ, hogy miképp lehetne biztonságosabbá tenni a pénzügyi rendszert a nagy gazdasági világválság után. Olyan neves közgazdászok álltak ki a tervhez mellett, mint Irving Fisher, Henry Simons, Frank Knight, illetve később Milton Friedman. A chicagói iskola néven ismertté vált közgazdasági

1 Az NKE és MKT Pénzügyi szakosztályának elnöke.

áramlat képviselői úgy látták, hogy a pénzügyek ellenőrzése előfeltétele az ipar laissez-faire működésének. Koncepciójuk szerint az egészséges pénzügyi rendszer alapjai az alábbiak: (1) a banki pénz- és hitelfunkciók szétválasztása, (2) pénzbankokban (money banks) a betéteket 100 százalékbán közpénznek kell fedeznie, (3) a hitelbankoknak (credit banks) a feladata pedig a hitelek finanszírozása, de nem a magánpénz „ex nihilo” teremtésén keresztül, hanem csak közpénz (államilag teremtett pénz) tovább hitelezésével.

Kumhof aláhúzta, hogy a tervezete nemzeti szintű gazdasági reformról szól, nem a nemzetközi pénzügyi rendszer átalakításáról. A csaknem egy évszázaddal ezelőtt megfogalmazott Chicago-terv mai relevanciájára 2007-2008-as globális pénzügyi válság világított rá, ami komoly károkat okozott mind a pénzügyi rendszerben, mind a reálgazdaságban. Kumhof Fisherre hivatkozva azt emelte ki, hogy a pénzügyi rendszer működéséből adódóan időről-időre időszakos és akár nagyon heves pénzügyi válságok alakulhatnak ki – ami nagy mértékben arra vezethető vissza, hogy a bankok pénzt tudnak teremteni, amikor hiteleznek. Mégpedig egy könyvelési művelettel, lényegében a semmiből teremtik a pénz (ex nihilo), ami egyrésztől lehetővé teszi számukra, hogy felpörgessék a hitelezést, ami ugyanakkor egyben adósságteremtéssel is jár, ami már jóval kevésbé pozitív fejlemény. „A jelenlegi rendszer a hitelezők érdekeit szolgálja, hiszen a bankok jelentős hasznot húznak a pénzteremtésből” – fejtette ki Kumhof, rámutatva, hogy ebben nagy szerepe van annak is, hogy a bankok világszerte magas kamatot számítanak fel a hitelekre és nagyon alacsony vagy nulla kamatot fizetnek a betétekre. Fisher arra a kérdésre kereste a választ, hogy lehet-e pénzt teremteni adósság nélkül, a Chicago-terv pedig maga a válasz. A Chicago-tervben megfogalmazott javaslat lényege a pénzteremtés és a hitelezői tevékenység szétválasztása. Ebben az esetben a pénzteremtés haszna az államnál maradna, amit a közjó érdekében lehet használni. A látra szóló betéteket pénzbankok (money bankok) kezelnék, amelyek a betéteket jegybankpénzzel fedeznék. A hitelező bankok befektetési cégek formájában működnének, azaz tevékenységük a hitelnyújtás maradna, ahol a finanszírozás elsősorban a megtakarítók közpénzből származó betéteiből, valamint – szükség esetén – jegybanki hitelből adódna. Kumhof szerint az új rendszer nem okozna inflációt, hiszen nem a pénz mennyiségét, hanem csupán annak jellegét változtatná meg. A szuverén pénzrendszer pozitív hozadéka az alábbiak lennének: (1) a magánadósság jelentős csökkenése, (2) nettó államadósság jelentős csökkenése, (3) a bankrohamok lehetőségének eliminálása, (4) a hitelciklusok feletti kontroll erősödése, (5) érdemi reálgazdasági többlet keletkezése, alacsonyabb kamatok és adók. „Mik azok a reformlehetőségek, amelyek az 1930-as években még nem léteztek?” – tette fel előadása zárásaként Kumhof, és válaszában rámutatott, hogy a megjelent új, digitális technológiák sokkal megvalósíthatóbbá teszik a szuverén pénzt, mint korábban, különös tekintettel a digitális jegybankpénzre (CBDC).

Josh Ryan-Collins (University College London) „The Fiscal Dominance Taboo” címmel tartott előadást. Bevezetésként rögzítette, hogy monetáris

dominancia alatt azt érti, hogy a fiskális politikának alkalmazkodnia kell a független monetáris hatóság alacsony inflációt célzó intézkedéseéhez, és a központi bank nem támogathatja a fiskális politikai célokat; fiskális dominancia alatt pedig azt, hogy a központi banknak adott esetben ki kell igazítania a monetáris politikát, hogy a kormány elérhesse kiadási céljait, különös tekintettel az államadósság költségeinek alacsonyan tartása tekintetében. Az utóbbi években felerősödtek azok a hangok, amelyek fiskális dominanciát érzékelnek, amit nagy részben az okoz, hogy az utóbbi másfél évtizedben jelentősen megemelkedtek az államadósságok, illetve szignifikánsan nőtt a vezető gazdaságokban a jegybanki mérlegekben levő állampapírok állománya és aránya is. A mainstream álláspont szerint az infláció mögött jellemzően a monetáris finanszírozás felfutása látható, ami összességében nem is képes a gazdaság élénkítésére, hiszen azt a kínálati oldal (technológia és emberi erőforrások) határozza meg. A neo-keynesiánus szintézis ezt azzal pontosította, hogy különbséget tett rövid és hosszú távú hatások között, rámutatva, hogy a monetáris politika esetenként hatékonyabb lehet a piaci súrlódások kezelésében és a stabilitás helyreállításában. Ryan-Collins három fiskális dominancia mítoszt emelt ki. Az első mítosz szerint kapcsolat van a jegybanki függetlenség és az alacsony infláció között, miközben az előadó szerint ezekkel az empirikus tanulmányokkal kapcsolatban számos kritika megfogalmazható (kiválasztási torzítás, az okság és a korreláció összekeverése, nincs bizonyíték a horgonyzott inflációs várakozásokkal kapcsolatban stb). „A történelmi tapasztalat ezzel szemben az, hogy a fiskális dominancia/monetáris finanszírozás képes lehet támogatni képes a hosszú távú növekedést és az adósságráta csökkenését, azaz nem eredendően és elkerülhetetlenül inflatorikus” – fejtette ki a professzor, aki szerint ezt jól példázza Kanada 1935 és 1970 közötti gazdaságtörténete. A második mítosz a kiszorítási hatás (crowding out), ami szerint a költségvetési hiány finanszírozása kiszorítja a magánberuházásokat. Ennek az alapja a „kihitelezhető források” elmélete (loanable funds), ami ugyanakkor nincs összhangban azzal, ahogy a bankrendszer valójában működik, azaz saját pénzteremtésén keresztül nyújt hiteleket. „A hiány finanszírozása új eszközöket hoz létre a magánszektorban, ami ellentétes a kiszorítási hatás elméletével” – mutatott rá a kutató. A harmadik mítosz Ryan-Collins szerint a ricardói ekvivalencia tana, ami három alapvetően nyugszik: (1) az emberek törődnek a jövő generációival, (2) nincsenek hitelfelvételi korlátok, (3) az adóknak nincsenek torzító hatásai. Ezt az elméletet ugyanakkor az empirikus tapasztalatok nem támasztják alá, a fiskális multiplikátor így lehet 1-nél magasabb – azaz a fiskális politika alkalmas lehet a növekedés ösztönzésére. Az előadó szerint 1940 és 1970 között a fiskális dominancia volt jellemző, az 1980-as évektől 2020-ig pedig a monetáris dominancia – bár ennek utolsó tíz évét már egyfajta „árnyék monetáris finanszírozás” (shadow monetary financing) jellemezte, amikor a monetáris és a fiskális politika között, makropénzügyi okokból kifolyólag erős volt a koordináció. A Covid-járvány gazdaságpolitikai kezelése jelentős változást hozott: nagymértékű kamatcsökkentések, jegybanki eszköz-

vásárlási programok, érdemi hiány- és adósságemelkedés történt, ami felvetette a kérdést, hogy visszatérőben van-e a fiskális dominancia. Ryan-Collins összegzése szerint a fiskális dominancia ellen szóló érvek hibás elméleten alapulnak és hiányzik hozzájuk az empirikus alátámasztás is. „Tekintettel a világot sújtó polikrizisre, erős érvek szólnak a monetáris és fiskális koordináció mellett a kormányzati célok támogatása érdekében, beleértve azt is, hogy a kamatokat a gazdasági növekedési ütem alatt sikerüljön tartani, amihez aktív hitelpolitika szükséges. A kínálati oldalról érkező inflációs sokkokat a fiskális politikának kell kezelnie a kamatemelés helyett” – összegezte a kutató.

Richard Werner (University of Southampton, Corvinus University of Budapest) „How Money Is Created: Competing Theories on the Role of Banks” című előadását azzal kezdte, hogy ismertette a legfontosabb pénzteremtési modelleket, azaz a pénzügyi közvetítői modellt (financial intermediation theory), a résztartalékolási modellt (fractional reserve theory), illetve a hitelpénz modellt (credit creation theory). „A különbség az ezek között, hogy honnan jön az a pénz, amit a bankok kihiteleznek?” – mutatott rá a kutató, aki szerint az akadémiai és a jegybanki körökben továbbra is sok esetben téves narratívák élnek tovább a pénzteremtéssel kapcsolatban. Werner szerint a jegybankok hozzáállása különösen releváns, amikor a központi bankok épp egy nehezen ellenőrizhető eszközt készülnék bevetni, a digitális jegybankpénzt (CBDC).

Werner szerint a hitelpénz-rendszerben három lehetőség adódik: (1) a hitelezés eszközár-buborékokat táplál, ami bankválságokhoz vezet; (2) a fogyasztásra költött hitelek futnak fel, ami inflációt okoz; illetve (3) ha a hitelek produktív-zöld beruházásokat finanszíroznak, annak magas növekedés és munkahelyteremtés lehet a következménye. A gazdaságpolitika céljának természetesen ez utóbbi lehetőség elősegítésének, támogatásának kell lennie. „Közkeletű félreértés, hogy a növekedésnek fizikai korlátai vannak. Egyrészt a fizikai térben nincs növekedés, a gazdasági növekedés és statisztikai fikció, ahol a fenntarthatóság és a növekedés között nincs olyan összefüggés, amit sokan hisznek. Ezt jól mutatja, hogy zero növekedés mellett is pusztíthatja a gazdaság a környezetet – amire az utóbbi évek Németországa is példát ad -, illetve van olyan magas növekedési ütem, ami környezeti értelemben fenntartható. A gazdasági növekedés egyetlen korlátja nem a fizikai valóság, hanem az emberi találékonyság” – fejtette ki a professzor.

Pénzügyi szempontból az a kérdés, hogy miképp lehet a hitelpénz-teremtést arra használni, hogy magas dinamikájú, fenntartható, igazságos és méltányos legyen a gazdasági növekedés, hiszen a hitelezés a közjó érdekében is mobilizálható. Werner szerint pénzügyi oldalról ennek egyik alkotóeleme a decentralizált pénzügyi rendszer, azaz a professzor azzal a trenddel szemben szólalt fel, hogy a bankok számát csökkenteni, a méretét pedig növelni kellene, illetve hogy a pénzteremtés központosítani kellene. „Kevesebb bank kisebb növekedést és jólétet jelent, különösen a középrétegek számára, a kisebb cégeknek ugyanis jellemzően a kisebb bankok hiteleznek” – fogalmazott rámutatva, hogy a német gazdaság megmaradt sikereinek épp ez az egyik alkotóeleme.

A digitális jegybankpénz igazi újdonsága Werner szerint nem a digitális jelleg, hiszen a fizetések nagy része most is digitális, hanem az, hogy a jegybank áll mögötte. „A CBDC révén a pénzügyi világ a decentralizálttól a centralizált felé mozdul el. Felmerül, hogy miért nincs még bevezetve a digitális jegybankpénz? Ennek három oka van: a technikai akadályok, az, hogy nem evidens, mi a CBDC hozzáadott értéke, illetve, hogy állami projektről lévén szó, kérdéses a bizalom megléte” – fogalmazott. Werner szerint a CBDC jelentős mértékben növeli a „központi tervezők” kezében összpontosuló hatalmat, és egyelőre nem egyértelmű, miért hihetjük, hogy ezzel a hatalommal nem élnek majd vissza. A CBDC megjelenését a bankokkal kötött egyfajta jegybanki konkordátumnak nevezte az előadó, kifejtve, hogy egy következő pénzügyi válság alkalmas lehet a digitális jegybankpénz bevezetésére, amit a neobankok teríthetnek majd a felhasználók körében. „A CBDC egy erős hatalmi eszköz, így érdemes megfontolni Lord Acton figyelmeztetését: a hatalom korrumpál, az abszolút hatalom abszolút mértékben korrumpál” – zárta előadását a professzor.

Szabó Gergely, a Nemzeti pénz című könyv szerzője a „Defining Sovereign Money – Distinguishing It from Other Financial Systems and Schools of Thought” címmel tartott előadást. Az előadó összegezte a pénzreform előnyeit, kifejtve, hogy becslése szerint akár a GDP 4–6 százalékának megfelelő gazdasági nyereséget is hozhat a szuverén pénz bevezetése, amivel együtt járna a pénzügyi rendszer biztonságosabbá tétele is. „A pénzreform megvalósítása, illetve a javaslat különböző vitákban való megvédése érdekében ugyanakkor több alapvető kérdést érdemes tisztázni” – fogalmazott az előadó. Egyrészt szükséges az új pénzügyi rendszer világos elkülönítése más pénzügyi rendszerektől. Ezt leg egyszerűbben úgy tehetjük meg Szabó szerint, ha a pénzügyi rendszereket két szempont alapján csoportosítjuk: ki teremti a pénzt (állam vagy magánszektor), illetve összekapcsolódik-e a pénzteremtés és a hitelezés (igen vagy nem). A szuverén pénzrendszer sajátossága, hogy a pénzteremtés államivá válik, a pénzteremtés és a hitelezés pedig szétkapcsolódik.

Ez a csoportosítás rámutat arra is, hogy Ricardo egykori javaslata – miszerint a Bank of England kétféle tevékenységét, azaz a pénzteremtést és hitelezést ketté kell választani, és a pénzteremtés államosítani szükséges -, a Chicago-terv, a szuverén pénz és a nemzeti pénz javaslat ugyanabba a kategóriába tartoznak. Bár motivációjukban, illetve – a banki mérlegek változását érintő – formai megvalósításban eltérnek, megfelelő kalibráció mellett azonos tartalmú pénzrendszerhez vezetnek. A különböző javaslatok emellett eltérnek egyes részbeállításokban és az átmenet mikéntjében is. Hasznos lehet ezek harmonizációja, hogy egységes javaslatként jelenhessenek meg. Szabó szerint a pontos meghatározás emellett azért is fontos, mert a pénzreformmal kapcsolatban számos félretársítás merül fel, például az egyszintű bankrendszerrel, az árupénzekkel vagy akár a modern pénzelmélettel (MMT) összefüggésben. Az előadó szerint ezek tisztázhatók a hasonlóságok és különbségek rendszerezésével.

Czeczei Vivien (NKE) „Money Creation in Hungary: Trends and Implications for Monetary Reform” című előadása szervesen kapcsolódott Szabó Ger-

gely elméletéhez. Az előadó bemutatta, hogy melyek voltak Magyarországon a legfőbb pénzteremtési csatornák az elmúlt három évtizedben. Az előzetes eredmények azt igazolják, hogy – az általános vélekedéssel ellentétben – nem a kereskedelmi banki hitelezés tekinthető az elsődleges pénzteremtési csatornának az elmúlt évtizedekben. Sokkal hangsúlyosabb szerepet játszott ugyanis az államadósság, azon belül is kifejezetten az államadósság kamatterhe, és kevésbé a közvetlen állami túlköltekezés. Ez a mérlegszemlélet egyúttal rávilágít a jelenlegi pénzrendszer néhány strukturális problémájára is. Itt említhető meg az elmúlt években tapasztalható 6-7%-os kamatszpred, amely révén a kereskedelmi bankok közel 1500 milliárd forintnyi járadékjellegű profithoz jutnak. „Mindezek fényében felmerül kérdés: mi történne, ha a pénzteremtés közjósággá válna, és ezek az összegek az állam, illetve a társadalom számára lennének megnyerhetőek?” – vetette fel Czeczeli.

Az előadás második részében a szuverén pénzreform mérlegszemléletű bemutatása következett. Az elgondolás alapján a kereskedelmi banki pénzek fokozatosan jegybankpénzre (CBDC) cserélődnek, és megszűnik a bankok semmiből történő pénzteremtési képessége. Ahhoz, hogy ez meg tudjon valósulni, a folyamat első fázisában a jegybank likviditást biztosít a kereskedelmi bankok számára. Ez elsődlegesen a bankok által tartott kormányzati kötvények jegybanki megvásárlásán keresztül történik, de szükség lehet ezen felül célzott hitelek nyújtására is. Az átmeneti szakaszban történik meg a korábbi látra szóló betétek digitális jegybankpénzzé való átalakulása. Az ügyfelek választhatnak, hogy pénzüket közvetlenül a jegybanknál vezetett, kockázatmentes számlákon hagyják, vagy a magasabb hozam reményében lekötött betétként elhelyezik, azaz befektetik a kereskedelmi bankoknál. A folyamat eredményeképpen a kereskedelmi bankok mérlege szűkül, illetve a létrejövő új pénzrendszerben a kormányzatnak már nem keletkezik új, a hagyományos értelemben vett államadóssága. A forgalomban maradt állampapír-állomány a következő években pedig fokozatosan és folyamatosan jegybankpénzre váltható, ami biztosítja a gazdaság növekedéséhez szükséges többletlikviditást.

Eric Tymoigne (Lewis & Clark College) „Chartalism and Money Theory: State Money and Beyond” című előadásában kifejtette, hogy a kartalizmus a közvélekedéssel ellentétben nem egy olyan elmélet, amely csak az állam által kibocsátott pénzügyi eszközökre összpontosít, hanem a pénzügyi rendszerek egészének elemzési keretrendszere. Meghatározott kritériumokat állít fel a pénzügyi rendszerek felismerésére, kérdéseket vet fel a pénzügyi rendszerek elemzésével kapcsolatban, legyenek azok múltbeli vagy jelenlegi rendszerek, illetve eszközöket kínál a pénzügyi rendszerek működésének megértéséhez. „A funkcionális-árupénz megközelítés szerint a pénz leglényegesebb jellemzője, hogy pénzként használják. Alapesetben a pénz árucikk. Ennek tökéletes megtestesítője az arany, ami egy tiszta eszköz, minden egyéb pénz származékos az aranyhoz képest. A kartalizmus szerint ugyanakkor a monetáris eszközök követelések, tokenek. Ebben a megközelítésben a pénzügyi eszköz „valódi” lényege nem az anyagi összetétel, hanem az a „pénzügyi kötelék”, amelyet a kibocsátója és a

jelenlegi, illetve lehetséges birtokosai között létrehoz” – fogalmazott az előadó. Tymoigne rámutatott, hogy a kartalizmus már a római gondolkodást is áthátolta, majd a 11.-14. században újra fókuszba került, amikor a nemesfémek szerepe az lett, hogy fedezetként szolgáljon a fizetéseképtelenség ellen, megakadályozza a hamisítást, és elősegítse a nemzetközi kereskedelmet. Az előadó számos idézettel bizonyította, hogy már a középkorban eljutottak arra a következtetésre, hogy a pénz visszafizetési ígérvény, így az értéke nem az anyagából következik, illetve hogy a pénz nem más mint egy „absztrakt hitel megtestesítője” (tokens of abstract credit). A kartalizmus szerint pénz minden olyan jel (token), amit monetáris eszközként ismer el a törvény – vagy ahogy Minsky fogalmazott: mindenki képes pénzt teremteni, a nehézség abból adódik, hogy el is fogadják.

A monetáris eszközök pénzügyi eszközök, azaz az értékelésük a pénzügyi logikát követi, nem a termelés (árak) logikáját: (1) hitelkockázatot tartalmaznak, amelyet kezelni kell, hiszen a kibocsátó ígéretet tesz, és előfordulhat, hogy nem teljesíti azt; (2) a kibocsátásnak és visszaváltásnak összhangban kell lennie a kibocsátó által tett ígérettel; (3) a pénzügyi eszközök értékelése előretekintő (alapja a jogosultak várakozása a kibocsátó ígéretének teljesítésével kapcsolatban), nem pedig visszatekintő jellegű (azaz nem az előállítási költség). A fentieknek megfelelően Tymoigne szerint a pénzügyi rendszerek elemzésének alapesetben a következőkről kell szólnia: a kibocsátó azonosítása, a kibocsátó által tett ígérek azonosítása, a kibocsátó hitelképességének értékelése, a forgalomképesség értékelése, a pénz létrehozásának és a beváltásának értékelése, különös tekintettel a névértéken (hivatalos értéken) történő forgalom fenntartására. „Mindez magában foglalja a kibocsátók gazdasági és politikai hatalmának elemzését: a pénzügyi kapcsolatok ugyanis hatalmi kapcsolatok, nem csupán tranzakciók” – zárta előadását a professzor.

Svatopluk Kapounek (Mendel University) „Foreign Bank Ownership and Lending Dynamics in Post-Transition Economies” címmel tartott előadást. Kutatásának motivációját az adta, hogy a posztszocialista átmenet nagyszabású bankszektor-reformokat hozott Kelet-Közép-Európában, az állami tulajdonú bankokat privatizált bankok váltották az 1990-es években, beléptek a helyi piacokra külföldi stratégiai befektetők, akik stabilizálták, illetve az EU-normákhoz igazították a bankszektorokat. A külföldi bankcsoportok dominanciája átalakította a hitelpiacokat. A külföldi tulajdon térnyerése eleinte számos pozitív hatással járt: (1) hatékonyabb irányítás és kockázatkezelés, (2) jobb tőkeellátottság, jobb hitelportfóliók, (3) hatékonyabb pénzügyi közvetítés és makrofinanszírozási hitelesség, (4) javuló hitelfegyelem, kisebb politikai befolyás, (5) diversifikált pénzügyi termékek a kvv-szektor részére, (6) erősebb jövedelmezőség, stabilitás. A 2008-as pénzügyi válság ugyanakkor egyéb hatásokra is rámutatott, kiemelten a külső sokkokkal szembeni kitettség tekintetében. Kapounek ide sorolta, hogy az anyabankok „hátrább léptek” a válság során, hogy a belső tőkepiacok felerősítették a globális sokkok áterjedését, illetve hogy a „home bias” helyi hitelkontrakciókhoz vezetett. A régiós devizák mindeközben leér-

tékelődtek, ami számos országban gazdasági sokkot okozott – például Magyarországon is. A tulajdonosi struktúra és a hitelezési aktivitás között kapcsolat van azonosítható, ugyanis a külföldi bankok a válság után is stabilabb hitelezők maradtak, miközben a hazai bankok ciklikus hitelezést folytattak és politikai elfogultságot mutattak. „Mindeközben a gazdasági nacionalizmus teret nyert több országban: politika válaszok születtek a hazai ellenőrzés előnyben részesítésére, felerősödött az államosítás Magyarországon, miközben az eurozónához való csatlakozás megtorpant, az anyabankok felé történő osztalékkiiáramlás pedig ellenreakciót szült” – ismertette a kutató.

A Kapounek által bemutatott kutatás 461 kereskedelmi bank adatait dolgozta fel az 1994 és 2022 közötti időszak vonatkozásában. Az eredmények alapján a külföldi tulajdonban lévő bankoknál magasabb volt a költség-bevétel arány, illetve ezen bankok magasabb kamatmarzsot alkalmaztak. A külföldi banki tulajdon hitelezési tevékenységre gyakorolt hatása emelkedett a pénzügyi válság után. A külföldi bankoknál tapasztalt gyengébb költséghatékonyságot a jobb bevételszerzési képesség ellensúlyozta, miközben a hitelkamatlábak hasonló szinten voltak a különböző bankok között az erős verseny miatt. A külföldi bankok olcsóbban jutottak forráshoz az anyabankjaik közvetítésével, illetve az is releváns tényező volt, hogy a külföldi bankok stabilabbnak és megbízhatóbbnak tűnhetnek (hírnév hatás), így a háztartások hajlandók voltak megtakarításaikat alacsonyabb betéti kamatlábak mellett is külföldi bankoknál elhelyezni. „Kutatásunk rámutat, hogy a pénzügyi szektor karakterisztikája fontos a gazdaságpolitika optimális kialakítása szempontjából. A nemzetközi összeolvadások és felvásárlások pedig növelik a bankszabályozások nemzetközi összehangolásának szükségességét” – zárta előadását a kutató.

Kolozsi Pál Péter (Államadósság Kezelő Központ, illetve NKE Gazdaság és Versenyképesség Kutatóintézet) „Digitalization and Government Bonds” című előadásában azt mutatta be, hogy miképp hat a pénzügyi világot felforgató digitalizáció az állampapírpiacra. Rámutatott, hogy a pénzügyi rendszer egyre inkább egy teljesen digitális környezet felé tolódik el, ahol mind a pénz, mind az eszközök digitális formában léteznek. Egyrészt megjelenik a digitális pénz, például a kriptovaluták és a központi bankok digitális valutái. Másrészt a pénzügyi és a valós eszközök is digitalizálódnak a tokenizáció révén, beleértve a részvényeket, a valós eszközöket és a kötvényeket. A tokenizáció legkiemelkedőbb alkalmazásai a digitális kötvények. A tokenizáció után kötvények „pénztárcáról pénztárcára” válthatók, pénzügyi közvetítők igénybevétele nélkül. Ezzel szemben egy hagyományos kötvény kibocsátásakor a kibocsátóknak és a befektetőknek brókereken, közvetítőkön keresztül kell eljárniuk.

„Egyre fontosabb, hogy ezek a digitális pénz- és eszközformák interoperábilissá és kereskedhetővé váljanak egymással a globális piacokon” – mutatott rá az előadó, aki szerint ez új potenciális felhasználási eseteket nyit meg az államadósság-kezelés számára is, ahol az államok profitálhatnak a hatékonyabb kibocsátási folyamatokból és a digitális infrastruktúra révén a szélesebb körű befektetői hozzáférésekből. Ez magában foglalhat például olyan forgatókönyve-

ket, mint az államkötvények vásárlása kriptóalapú tőkével konverziós mechanizmusokon keresztül, vagy tokenizált államkötvények kibocsátása, amelyekkel digitális ökoszisztémákon belül lehet kereskedni. Olyan országok, mint Szlovénia és Hongkong, már kibocsátottak digitális kötvényeket, ahol az elszámolási idő mindössze egy munkanap volt, és a tokenizált kötvények elszámolása tokenizált jegybanki pénzzel történt.

A tokenizáció előnyei közül Kolozsi kiemelte (1) a kibocsátás hatékonyságának növekedését, a kibocsátási költségek csökkenését, (2) az alacsonyabb hozamokat, ami a nagyobb átláthatóságból, a gyorsabb elszámolási ciklusokból, a közvetítők nélküli éjjel-nappali kereskedésből és a frakcionált kötvénytulajdonlásból adódhat, (3) a javuló piaci likviditást. A kihívások között a legfontosabbak (1) a magas energiafogyasztás és negatív környezeti hatás, (2) a DLT és a tokenizáció által igényelt jelentős beruházások, (3) a jogi és szabályozási kockázatok, (4) az adatvédelmi aggályok, valamint (5) az üzleti kockázatok (bizalom és adaptáció). Kolozsi előadása végén a Hitachi 2024-es digitális zöld kötvényén keresztül mutatta be a kötvénypiac átalakulását.