

Pénzelméleti kihívások a modern gazdaságban

Botos Katalin

A tanulmány összefoglalja néhány hagyományos tételt megkérdőjelezését a pénzelméletben. A pénzteremtés nem a betétek, a „loanable funds” rendelkezésre állásától függ, vagyis a bankok nem pénzt közvetítenek, hanem teremtenek. A kereskedelmi bankok pénzteremtését nem szabályozza a jegybank, hanem utána megy annak, a szükséges mértékig. A kereskedelmi bankok egyre kevésbé a reálgazdasági termelést finanszírozzák, hanem az ingatlanpiacot és a befektetéseket. Beruházás helyett a fogyasztást. Nemcsak az állam deficitje és eladósodása, de a túlzott magán eladósodás is válságot okozhat. Nem az infláció a jelen időszak a fő problémája, hanem a defláció. Napjainkban a FED is, a ECB is, a kormányzat kötvényeinek szinte vásárlásával monetizálja a deficiteket. A központi bankok felhagytak korábbi tétéleikkel, és a bankokon kívül, a magánszektor is közvetlenül is finanszírozzák. Megjelentek a kriptovaluták, és szabályozásuk nem megoldott. Felmerült az elektronikus jegybankpénz gondolata. A MMT, a modern monetáris teória, a Positive Money mozgalom és a szuverén pénz elmélete igyekszik választ keresni a fenti jelenségekre.

Kulcsszavak: pénzteremtés, kriptovaluták, Modern Monetáris Teória, Positive Money, szuverén pénz

1. Bevezetés

Jelentős pénzügyi szakirodalmi háttéren alapul a jelen tanulmány. Az elmúlt 10 évben figyelemmel kísértem Raghuram Rajan és Zingales, Adair Turner, Joseph Huber, Kenneth Rogoff, Ann Pettifor munkáit, s számos, a modern pénzügyi infrastruktúra megreformálásával kapcsolatos mozgalom honlapjait.

A nagy pénzügyi válság, amely kitört 2008-ban, igen sok mindent megváltoztatott. Új, unortodox elemeket hozott be az elméletbe éppúgy, mint a gyakorlatba. Nemcsak a pénzügyekbe, közgazdasági gondolkodásunk egészébe. J. Stiglitz, D. Rodrik, T. Piketty, B. Milanovits, R. Reich, J. Galbraith számos áttanulmányozott munkájában mutat rá a jövedelem-differenciák fokozódására, annak okaira, és ebben a pénzügyi rendszer szerepére is. Ugyanakkor, az intézményrendszer lényegében változatlan maradt. Megváltozott viszont, valóban, az állam szerepe. Kissé ironikusan fogalmazva, amikor a magán-pénzügyi intézmények megmentéséről volt szó, az állam „engedélyt kapott” az aktivitásra. Mindemellett és mindettől függetlenül, olyan rohamosan fejlődött a technika is, hogy az már önmagában felrobbantotta a hagyományos merev formákat. A pénzügyi innovációk nemcsak 2008 előtt járultak hozzá a válsághoz, de azóta is forradalmi hatásúak. Különösen a fizetési forgalom terén.

Azt tűztem célul e tanulmányban, hogy bemutassam a legfontosabb kérdésköröket, amelyek a pénzügyi elmélet megújításához vezetnek, illetve, amelyek ezt igénylik. Nem megválaszolva a kérdéseket – csak felvetve, megfogalmazva azokat. A teljesség igénye nélkül. Csak a számomra legfontosabbnak tűnő megállapításokra fókuszáltam. Bemutatok továbbá néhány jelentős mozgalmat, amely a pénzelmélet – és főképp a gyakorlat – megújítására irányul.

2. Új tételek a pénzügy-elméletben

1. Azt tanultuk, – és azt is tanítottuk –, hogy a Központi Bankok *irányítják* a pénzteremtést, Az a feltételezés, hogy a kereskedelmi bankok pénzteremtése a jegybanktól függ. A jegybank *szabályozza a pénzmennyiséget*, a monetáris eszköztár, a tartalékráta, a kamatláb és a nyílt piaci műveletek segítségével. Ma is még sokan, szerte a világban, így tanulják a pénzügy-elméletet, a monetáris politika gyakorlatát. Milyen pénz-multiplikációs hatása van a tartalékrátáknak... holott Európában már a legtöbb helyen már 0 a ráta mértéke. (Igaz, az USA-ban még valóban 10%- amivel a Samuelson közgazdaságtan könyvének pénzügyi fejezete 1975-ben számolt).

A valóság azonban *fordítva van*. (Naser 2018), (McLeay et al. 2014, Botos 2016) A központi bankok nem meghatározták a pénzmennyiséget, csak *utána mennek* a szuperpénz teremtésével a bankpénznek, amelyet a kereskedelmi bankok teremtettek meg¹. Megváltozott a bankszektor hagyományos működése. Nem arról van tehát szó, hogy a bankszektor feladata a megtakarítások termelésre való átcsoportosítása! Ez az un loanable fund elmélete. A Bank of England egyik Working Paperében kifejtette: A „loanable fund”, vagyis a pénzközvetítés hagyományos elmélete a valóságban nem létezik. „A való világban a megtakarítás ... a hitelezésnek *következménye*, és nem oka. A megtakarítás nem finanszíroz beruházásokat, a finanszírozás (hitelezés) azonban igen.” (Jakab–Kumhof).

A szektor napjainkban *arra teremt (bank)pénzt, amire akar*, s a szuperpénz teremtője, a központi bank – mint mondtuk –, csak *utána megy* a kereskedelmi bankok döntéseinek. Vagyis, élesen elkülönül a bankpénz és a jegybankpénz. Ezt eddig is tudtuk, de az volt a feltételezés, hogy az utóbbi az előbbit meghatározza. Ez azonban éppen ellentétesen történik. A vezérlés áttevődik a közérdek felől a magánérdek felé. Bizony, ez alapvető felfogásbeli változás! Annyi pénz lesz, amennyit a kereskedelmi bankok szeretnének. Nem annyi, amennyit- esetleg- a jegybank...

Számos más országbeli jegybanki munkatárs publikált hasonló cikkeket a központi bankok folyóirataiban. (Óhatatlanul eszünkbe jut erről a Keynesnek tulajdonított mondás: *'I know of only three people who really understand money. A professor at another university; one of my students; and a rather junior clerk at the Bank of England.'* Azaz: „Csak három embert ismerek, aki igazán érti, hogy mi is a pénz: Egy professzor egy *másik* egyetemen, *egyik diákom*, és egy meglehetősen *fiatal tisztviselő* a Bank of Englandban.” (Kiemelés: BK.). A Keynes idézetet egyébként *Ann Pettifortól*² kölcsönöztem, (aki a Policy Research in Macroeconomics (PRIME) alapítója és munkatársa, és kutatásai jelentős részét szenteli a pénzügyi rendszer megreformálására.)

¹A témáról tanulmány jelent meg : Botos Katalin: Pénzteremtés a modern gazdaságban. Pénzügyi Szemle, 2016

² Ann Pettifor kiemelkedő angol pénzügyi szakember, a nemzetközi eladósodás kérdéseivel és a pénzügyi rendszer szükségzerű intézményi reformjával foglalkozik. Kezdeményező és szervező szerepe volt a kétezredik jubileumi évben végrehajtott adósságcsökkentésben a legszegényebb országok számára, amiért számtalan egyházi és állami kitüntetésben részesült. 2010-ben megalapította a PRIME-ot. 2018-ban Hannah Arendt díjat kapott.

Valóban számos kutatás irányul napjainkban a pénzteremtés és a bankok szerepének vizsgálatára. Nem csoda! A pénzügyi válság fokozottan a szektorra irányította a figyelmet. Hiszen a magánérdek alapján működő bankok helyzete jelentősen megváltozott. Jól látható, hogy napjainkban sokkal kevésbé korlátozza a bukás veszélye a bankrendszert és az egyes bankokat a pénzteremtésben, mint korábban. A szereplők ugyanis számolnak azzal, hogy az állam nem hagyja magára a stratégiaiilag fontosnak tekintett pénzközvetítő szektort.

Korábban az volt az elméleti feltételezés, hogy a *kereskedelmi bankok tudják, mire adják a pénzt*, jobban, mint bármilyen központi szerv vagy hatóság. Hiszen, úgymond, a saját érdekük függ tőle. Ez azonban nem feltétlenül igaz! Mármint, hogy valóban jobban tudják. Természetesen, *érdekük az van* abban, kétségtelenül, hogy *minél több hitelt nyújtsanak*, hisz a *pénzteremtés haszna*, a *seniorage*, az övék. De messze nem arról van szó, hogy ezzel mindig a közösség érdekét szolgáló realgazdasági akciókat szolgálnak! Spekulációs jellegű ügyleteket is finanszíroznak, s egyre nagyobb arányban. Ezeket, ha a spekulációs hullám véget ér, és netán kirobban egy válság, az állami beavatkozás segítségével rendezik. Azzal a felkiáltással, hogy ha bedől a bankrendszer, összeomlik a gazdaság. Vagyis: *magánhasznok, közöltségek...* Azért van így, mert többfajta tevékenység fonódik össze a bankrendszerben. Van, ami valóban közérdek, de vannak teljesen önös érdeket megtestesítő üzletágak is.

Ne higgyük például, hogy a vállalatfelvásárlásokra szolgáló hitelek olyan termelési szerkezetváltozást jelentenek, amelyek a stakeholderek széles körének jót jelentenek. Hogy egy ilyen akció révén *hatékonyabb működés* jön létre. Ez egyáltalán nem garantált. A cél, a tulajdonosi szerkezet megváltoztatása, a vagyon koncentrációja minden bizonnyal megvalósul. A monopolisztikusabbá váló termelés azonban valószínűleg lehetővé teszi a banki hitel törlesztésének beépítését az árakba. (Aligha lesz ugyanis elég erre – mondjuk – a vezetési struktúra kettőződésének felszámolása révén elérhető költségcsökkentés...) Sokszor ugyanis olyan célt szolgálhatnak az ilyen hitelek, hogy a felvásárolt egységek termelését megszüntetve, a saját eredeti cégük termelését növeljék, ott biztosítva ott a nagyobb értékesítési – foglalkoztatási lehetőséget. Így a hitelezés révén a termelés földrajzi allokációját meg tudják változtatni. Ha tehát nemzetközi méretekben nézve értékeljük a vállalatfelvásárlásokra adott hiteleket, vélhetjük, hogy van termelési-erő-emelkedés, hisz a szükségletek kielégítése adott esetben kevesebb összmunkaerővel történik. Csak éppen ez *két különböző ország esetében* érhető el. S gyakran úgy, hogy a munkaerő foglalkoztatása az egyik országban jelentősen csökken ... Vajon az adott ország ezt hogyan értékeli? A tőke érdeke valóban nemzetközi, különösképpen a pénztőkée. A két ország teljesítménye azonban külön-külön kerül értékelésre! S ami az egyiknek pozitívum, az a másikon negatívumként jelentkezik. Vajon lehetséges-e teljes mértékben „földről nézve”, az egyes országoktól elszakadva vizsgálni a tevékenységek hatékonyságát?

2. Általános vélekedés volt, hogy a kormányzatok hiánya, a *deficit finanszírozása*, inflációhoz, válsághoz vezet. Messze nem igaz azonban, hogy válságot (és inflációt) *csak* a költségvetés túlköltekezése, vagyis az állam által kiprovokált pénzteremtés jelenthet.

Láttuk a 2008-as válságnál, hogy a *túlzott magánhitelezés* komoly *eszköz-áremelkedést* eredményezhet. Nevezhetnénk ezt inflációnak is, ha technikailag így vennék számításba. Sajnos, a hagyományos fogyasztási árak változásán alapuló inflációs mérőszám ezt nem mutatja! A közelmúlt azt mutatta, hogy ez az „infláció” bizalomhiányba, majd deflációba csapott át, s majdnem akkora válságot váltott ki, mint amekkora a Nagy Válság volt 1929-ben! ...Amit annak idején is csak az állam beavatkozása tudott megoldani...

De ezek szerint milyen kótáblára van felírva, hogy pénzt csak a magán-bankrendszer teremthet? S az, hogy ez a pénzteremtés veszélytelen, míg az állam általi hitelfelvétel-és pénzteremtés- feltétlenül az? Ha a gazdaság segítésének céljából az államnak be kell avatkoznia, akkor ezt miért csak a *kereskedelmi bankokon keresztül pénzteremtéssel* teheti meg, miért nem egyenesen a kormányzat által teremtett pénzzel? *Ha általában* szükséges növelni a pénzmennyiséget, akkor miért kell azt a bankokat jutalmazó kamatokkal megterhelni, akiknek feladata a konkrét hitelkérelmek kiválasztása és megfinanszírozása lenne?

AdairTurner³ nagy hatású könyvében: *Between Debt and the Devil* (Adósság és az ördög között), megkérdőjelezte, hogy a hitel folytonos növekedése szükséges a gazdaság növekedéséhez. Mondják sokan, hogy az egyre emelkedő eladósodottság mit se számít, amíg az infláció alacsony...Turner bizonyította, hogy a hitelek nagy része nem a gazdaság növekedéséhez, hanem csupán az ingatlan-boomhoz járult hozzá, ami a pénzügyi krízist okozta. Tehát nemcsak általában kell hitel a növekedéshez: messze nem mindegy, hogy mire adják. Szerinte a közpolitikának kell menedzselnie a növekedést és a hitel-allokációt, nem a bankok *pillanatnyi* üzleti érdekének. (Ez a pillanatnyi érdek szorosabb kapcsolatban lenne a közösség hosszú távú érdekeivel, ha a bankok-rossz döntéseik következtében- tönkremennének. De ha mindig kimentik őket?) Szerinte a túlzott adósság bizonyos értelemben „gazdasági környezetszennyezés”, amit meg kell adóztatni! Számos más javaslattal is élt. A bankoknak sokkal nagyobb tőkeerővel kellene rendelkezniük, korlátozni kellene az ingatlanfinanszírozást, és visszafogni a nyakló nélküli ingatlanár-emelkedést. Nem igaz semmiképpen, hogy az állami pénzteremtés mindig káros inflációt eredményez. Olykor igenis, indokolt monetizálni a kormányzati deficiteket, a jegybank által teremtett pénzzel, ha a hitel célja egyértelműen közérdek. Márpedig pl. a környezetvédelem az! (Turner 2015)

Valóban: kinek áll érdekében minden esetben a kereskedelmi bankszektor bevonása a pénzteremtésbe – magukon a bankokon kívül? Hiszen ilyenkor a bankok allokációs mérlegelése gyakorlatilag semmit se számít. (A magyar jegybanktörvény is úgy rendelkezett 1991-ben, hogy a Jegybank csak a másodlagos piacon vásárolhat

³ Adair Turner üzletemberi karriert kombinált közszerepléssel. Ugyanakkor, elméleti megállapításokat is tett. A Merrill Lynch egyik vezetője, az Iparkamara elnöke, majd 2009-től a Bank of England bankfelügyeletért felelős vezetője volt. A LSE és a pekingi Tsinhua Egyetem vendégprofesszora lett. 2005 óta bárói címet kapott munkásságáért, s a Lordok Házában függetlenként foglal helyet. Az Institute for New Economic Thinking (INET) tagja. Igen aktív a környezetvédelem és a pénzügyi rendszer reformja terén.2015-ben publikálta könyvét: *Between Debt and the Devil*. 2016-ban a Royal Society tiszteletbeli tagjává választották.

– és oda adhat el birtokában lévő – államkötvényeket...) A kamatok jelentős részben a hitelezés kockázatait lennének hivatottak fedezni. A bankok a pénzt a hitellel *teremtik*. S bár elvileg a hitelallokáció mérlegelése, a kockázat felmérése lenne a funkciójuk, erre nemigen van szükség, ha fejlett, nagy ország államadósságának finanszírozásáról van szó. Biztosabb adóst aligha találnak. (A magyar bankfelügyelet is 0 kockázatúnak tekintette 1992-ben az állampapírokat.) A hitelről a döntést a költségvetéseket mérlegelő politika hozta meg, nem a bankok. A hitelkockázatot tehát nem feltétlenül kell a kamatokkal honorálni... Az aukciókkal a költségvetés csak csökkenteni próbálja a hitel felvét költséget, de a kamatokat mindenképpen a bankok kapják. Ez csak az adófizetők fölösleges megterhelése. (Ámbár, azért a görög államadósságnál már felmerültek a visszafizethetőséggel kapcsolatosan kétségek...Főleg azért, mert a kormányzatok eleve nem feltétlenül döntöttek körültekintően a deficit-finanszírozásról. Ez a kockázat benne van az állam által kezdeményezett finanszírozásban.)

Természetesen, igaz, hogy a politikai hatalom hajlamos a pénzhígitás eszközához nyúlni, finanszírozási gondjai esetén. Korunkban azonban nem a deficit miatti infláció a probléma. A gazdasági növekedés érdekében, éppen ellenkezőleg, a kormányok készítették a jegybankokat nagymennyiségű pénz teremtésére. A pénzügyi válság során *nem az infláció*, hanem (a bizalomhiány miatt jelentkezett) pénzszűke vált első számú problémává. Vagyis a *defláció*. (A pénz alapja a bizalom. *A pénz nem egy áru*, az áruvilágból kiemelkedve, hanem *legal tender*, amelynek alapja ténylegesen a bizalom, amit az állam garantál. Amikor a FED illetve az ECB kinyilvánította, hogy mindenképpen ott áll a bankrendszer mögött – s így az általa teremtett pénz mögött –, a bizalom visszatért.) A jegybankok biztosították a „helicopter money” révén a rendszer kellő likviditással való ellátását, s ezáltal a válság – legalább is átmenetileg – megoldódott. Igaz, a jegybankok mérlegfőösszege többszörösére nőtt.

A jegybankok alapvető feladata napjainkban nem a likviditás szűkítése, hanem a bővítése lett. A jegybankoknak napjainkban azon kell erőlködniük, hogy az *inflációt egy kívánatos szintig megemeljék!*

Lényeges változás ez! Alapvető módosulás a jegybanki feladatok terén. Természetesen, mondhatjuk, hogy mindez belefér abba a megfogalmazásba, hogy a jegybank feladata a *pénz értékállandóságának* az őrzése, hiszen nemcsak a leértékelődés, de a felértékelődés sem jelentene értékállandóságot...

Infláció, defláció, pénzérték-stabilitás... Nem pusztá szemantikáról van szó. Az infláció elleni harc azért fontos, hogy a gazdaság növekedésének feltételét jelentő stabil pénzügyi rendszer biztosítva legyen. Hogy a magánvállalkozás biztonsággal tudjon kalkulálni, és a bérből élők életszínvonala ne zuhanjon. A monetáris politikának a gazdaság növekedését kell elősegítenie, s ehhez nemcsak a valutastabilitást kell biztosítania. A pénzügyi rendszer stabilitását is biztosítania kell! Más szóval, nemcsak a kormányoknak, hanem a jegybankoknak is vannak bizonyos gazdaságpolitikai feladataik.

Vessünk egy pillantást az elméletben és a gyakorlatban is oly sokszor például szolgáló *amerikai jegybanki politikára!*

FED létrehozásáról szóló törvény 1913-ban került elfogadásra. Ezt 1977-ben módosították, az akkori súlyos stagfláció miatt. Ez a kiegészítés hozta létre az ún. *kettős mandátumát*, amely az árstabilitás mellett a foglalkoztatottság emelését is célul tűzi. A FED-nek tehát segítenie kell a gazdaságpolitikát, annak *foglalkoztatási* célját.

A 2008-a válság után a FED két évente rendezett konferenciáin vizsgálja meg a rendszerben lévő kockázatokat, és azok kezelését. A sebezhetőséget legutóbb négy csoportban foglalták össze: az eszközök túlértékelése, a túlzott hitelfelvétel az üzleti élet és a háztartások részéről (amire nyilván a túl alacsony kamatok ösztönöznek), a pénzügyi rendszer túlzott áttétele, és a rövidlejáratú forrászerzés kockázata.

Egyértelmű az elemzésekből, hogy – amint említettük – nemcsak az árstabilitás, de a pénzügyi rendszer stabilitása is a jegybank felelősségébe kellene, hogy tartozzék. Formailag, (jogilag) azonban az USA-ban ez a Financial Stability Oversight Council feladata. Csakhogy az utóbbinak nincsenek hathatós eszközök a kezében; a FED-nek meg nincs jogilag a feladatkörébe utalva a kérdés... Itt az intézmények közötti összehangolás problémája jelentkezik, mint az USA-ban másutt is, így a bankfelügyelet kérdésében. (Túl sok az ellenőrzést végző intézmény. A FED mellett említenünk kell a Comptroller of the Currency kormány-intézményét, és a FDIC-t, a betétbiztosítási alapot, amely szintén végez bankellenőrzéseket. Mégis kitört a nagy pénzügyi válság 2008-ban!...) Ami mindenki feladata, az végül senkié.. Ezt állapította meg a 2019 nyarán tartott FED konferencia egyik tanulmánya is, amely felhívta a figyelmet arra, hogy kevés a FED eszköztára a rendszer-stabilitási kockázatok kezeléséhez. (Kashyap–Siebert 2019)

Európában a német Bundesbank, – és nyomán az ECB - azonban mind a mai napig, *kizárólag az infláció elkerülésére helyezte a hangsúlyt*. (Ámbár most már itt is megfogalmazódott feladatként a gazdaságpolitika támogatása – igaz, szigorúan megfogalmazva, a központi bank elsődleges célján belül.) Egy az EU parlament részére készült elemzés (EP ECON 2018) arra a következtetésre jutott, hogy egyáltalán nem világos, manapság, hogy mi is a válság utáni időszakban az új norma. Az elemzők szerint nem kell az ECB monetáris politikájának felelősséget vállalnia a pénzügyi stabilitásért. Szerintük ez az EU makroprudenciális politikája alkalmas erre a feladatra. (ECB 2019). Mindenesetre, a jegybankok feladatkörének a kibővülése feltétlenül *a monetáris politikának* az újraértékelését kívánja meg. Beleértve, hogy mennyire kell azt a kormányok hatáskörébe tartozó *fiskális politikával* összehangolni. (Jó ideje már, hogy Szapáry magyar jegybank alelnök megfogalmazta: a jó monetáris politika feltétele a jó fiskális politika.) (Orbán–Szapáry 2006)

3. A banki pénzteremtésnek az eredménye: *a társadalom fokozódó eladósodása*. (Turner 2015), (Huber⁴ 2018) Ennek mélyreható következményei vannak mind a gazdaságpolitika, mind a pénzügyelmélet számára.

Minden bankpénz hitellel teremődik meg, azzal kerül a forgalomba. A pénzügyi szektor ott van minden lépésnél! *Minden megtermelt értékből részesedik*. A vagyon egyre nagyobb része összpontosul így a kezében. A vagyon – *hatalom*. A

⁴ Joseph Huber a Halle-Wittenberg-i Martin Luther egyetem gazdasági és környezetgazdaságtani tanszékének vezetője, szerzője a 2016-ban megjelent Sovereign Money c könyvnek

gazdasági hatalom-koncentráció lehetővé teszi a politikai hatalom befolyásolását is. Még hozzá technikailag demokratikus módon! Úgy, hogy a nagy cégek a törvényhozást a legkülönbözőbb érdekeltségi mechanizmusok révén, a számukra kedvező törvények meghozására terelik. Így, „demokratikusan”, törvényesen valósul meg a gazdasági egyenlőtlenségek fokozódása. Nem azért, mert a reálgazdasági teljesítmények, a nagyobb teljesítmények ténylegesen indokolják, hanem azért, mert a szabályok lehetővé teszik, az érdekek meg kikényszerítik.

Megengedem, napjainkban is *komoly vagytonokat eredményez a reálgazdaságban megvalósuló újítás is*. Vannak találmányok, (nehezen, a multiktól megvédelmezett) szabadalmak, kitűnő ötletek a gyártásban, kereskedésben. De a pénzügyi intézményrendszer tulajdonosainak a jelenleg fennálló pénzügyi rendszer *automatikus*, a működési mechanizmusból fakadó *gazdagodást garantál*. Járadékos réteg jött így létre, amely nem teljesítményének, hanem hatalmi helyzetének köszönheti a megtermelt jövedelemből való részesedését. Adam Smith elmélete a maga idején azért jött létre, hogy a feudális járadékosokkal szemben mód legyen a szabad versenyre. S most a társadalom gazdasági berendezkedése korántsem nevezhető igazán szabad versenynek. Sőt egyenesen újratermeli a jövedelemszerzési privilégiumokat! (Hudson⁵ 2017)

A jövedelem differenciák nem önmagukban jelentenek problémát. Ha valós gazdasági alapokkal bírnának, ha tehát mögöttük ténylegesen nagyobb hatékonyság állna, nem lenne gond. Ha a gazdagok gazdagodása valóban azt jelentené, hogy ez által egyre jobb lesz a szegényebbek helyzete is, mert a jövedelmek *lecsurognak* a gazdagoktól a szegényekhez. Ha a nagyobb jövedelmek befektetéseket eredményeznének, munkahelyeket teremtenének. Ez azonban számos szerző szerint *nem így van*. (Stiglitz 2013) *Nem a reálgazdaságba forgatják vissza a profitokat, hanem spekulációs célokra használják fel*. A banki hitelek *egyre kisebb aránya* irányul a reálberuházások felé. (Turner 2015) Fogyasztói hitelek, jelzálog-hitelek, vállalatfelvásárlások, egyéb pénzügyi műveletek finanszírozására viszont szinte korlátlanul lehet hitelt kapni. Mindez erőteljesen megkérdőjelezi a banki pénzteremtés jogosságát. A bank szempontjából természetesen jövedelmező akciók finanszírozásáról van szó, de ezek társadalmi hasznossága több, mint kétséges.

4. Azt tanultuk – és tanítottuk –, hogy a *jegybankok alapvető feladata* a pénz értékállandóságának biztosítása, az első pontban idézett monetáris eszköztár eredményeképpen szabályozott pénzmennyiség révén.

Az vitathatatlan, hogy a termeléssel alá nem támasztott kereslet inflációt okozhat. Ha nincs elég termék a piacon, ha nincs ezek előállításához elegendő kínálat a termelési tényezők piacán sem, akkor valóban igaz lehet. Ez azonban csak zárt gazdaságban értelmezhető – hiszen a globalizált világgazdaságban melyik tényező is a szűkös? Munkaerő bővében van – legfeljebb a minősége, képzettsége lehet ideig – óráig kétséges. Tőke is bővében van. Legfeljebb a természeti erőforrások állítanak (majd) korlátot a termelés számára. Az viszont valóban kétséges, hogy elegendő lesz–

⁵ Michael Hudson (80) amerikai közgazdász, politikai tanácsadó, újságíró, kommentátor. Korábbi Wall Street elemző, a Missouri-Kansas City Egyetem professzora, és kutató a Bard College-ban.

e a vásárlóerő akkor, ha *a végső fogyasztásra kerülő javaknál beszűkül*. Ugyanis a bérek nem emelkednek arányosan a profitokkal!

Izgalmas téma ezért, hogy lehet-e vajon a fejlett országokban a vásárlóerőt emelni, például állami alapjövedelmek adásával. Az alapjövedelemre vonatkozóan számos kezdeményezés született, Svájcban több népszavazást is tartottak róla. (Eddig eredmény nélkül.) Vagy lehet a fogyasztási célú jövedelmeket emelni kötelező minimálbéremelés előírásával. Nagy kérdés ez, mert a tőke elvándorolhat olyan országokba, ahol *nem* emelik kötelezően a béreket, s így a költség alacsonyabban maradnak, a termelés versenyképesebbé válik. Átmeneti megoldás volt az elmúlt évtizedekben a lakosság számára olcsó hitellehetőségeket teremteni, állami ösztönzéssel. Így „egyenek hitelt!” – felkiáltással növelték a fogyasztást... És persze, ezáltal a lakosság eladósodását is. (Az idézett mondattöredék R. Rajan nagysikerű könyvéből származik, amelyet 2010-ben, a válság után írt.) (Rajan 2010)

A jegybankok feladatkörét illetően *számos dogma dőlt meg*, főleg a válságkezelés kapcsán. A jegybank, ha nem is *finanszírozhatja a kormányzatot közvetlenül*, az, hogy az ECB kormánykötvényeket vásárolt, gyakorlatilag a költségvetési deficitet monetizálását jelenti. (Megnövelte pl. az ECB a válság kapcsán kötött megállapodásokban a görög bankok állampapír-tartásának limitjét, s pénzellátást biztosított ehhez. Végeredményben a deficit finanszírozásának a lehetőségét teremtette meg. Hiszen éppen azért tette, mert más piaci befektetők nem voltak hajlandók a papírokat megvásárolni...)

De nemcsak a kormányzati finanszírozás tekintetében más a jegybankok gyakorlata. Az is megváltozott, hogy *a jegybank csak a bankok bankja*, csak bankokkal áll kapcsolatban, de nem a piaci szereplőkkel... Hiszen a FED is vásárolt vállalati értékpapírokat! Az ECB értékpapír-vásárlásai is túlléptek a korábbi jogi kereteken. 2016–2018 között az ECB is vásárolt vállalati papírokat, és ha e kört nem is bővíti, azok törlesztését továbbra is hasonlóan felhasználhatja. (Magyarországon ugyancsak megjelent 2019-ben a *vállalati kötvényvásárlási program*, melynek keretében az MNB vállalati kötvényeket vásárolva, gazdasági szereplőket közvetlenül juttatja forráshoz.) Tehát *a jegybank már nem csak a bankok bankja*.

5. Új jelenség a kriptovaluták megjelenése. A bitcoin, Libra, a *blockchain valuták* létrejötte, az általuk bonyolódó forgalom kezelése, szabályozása. (Kerényi–Müller,2019.) A pénzügyi innováció kikapcsolja a bankokat a fizetési forgalomból. Jelenleg e „pénzek” szabályozása teljességgel megoldatlan. Az ECB úgy fogalmaz, hogy pl. a bitcoin decentralizált virtuális pénz. A 2013-as EU pénzügyi munkacsoportjának jelentése szerint az, hogy megjelöletlen források között közvetítenek fizetési forgalmat, nagyban megnöveli a pénzmosásnak és a terrorizmus finanszírozásának veszélyét. Az Európai Bankhatóság nem javasolja a bankoknak a kereskedést e valutákban, amíg nem tisztázódik a szabályozás.

Ugyanakkor, az új intézmények, vállalkozások nemcsak pénzforgalmat bonyolítanak le, hanem a blockchain valuták tárolására is alkalmasak. Így, bizonyos értelemben, mégiscsak pénzügyi intézmények. Ez azonban még nem mondatott ki az EU-ban, bár erősen vizsgálja a témát az ECB „Az Európai Központi Bank licenckiadási útmutatót készített, de az engedélyezés és felügyelet továbbra is nemzeti hatáskörben maradt, miközben összehangolt nemzetközi szabályozásra lenne

szükség.” (Kerényi–Müller 2019, 31. o.) A német gazdaság ill. bankfelügyelet viszont már lépett is: az ilyen tároló-helyek semmiképpen nem lehetnek bankok részlegei, külön jogi egységet kell, hogy alkossanak, és 2020-tól *engedélyezési eljárás alá* kell, hogy kerüljenek. Nagy a veszélye ugyanis pénzmosás mellett, s az ügyfelek pénzértéke elolvadásának is... Egyes javaslatok szerint egyenesen az IMF-nek kellene felvállalnia a blockchain valuták szabályozását.

Ugyancsak abszolút novum az *elektronikus jegybankpénz* megjelenésének gondolata, a jegybanki magán – számlapénzek forgalmának engedélyezése. Így a jegybank nemcsak vállalatokkal, de *magánszemélyekkel is* közvetlen elektronikus kapcsolatba kerülhetne! Ez korábban elképzelhetetlen volt, hiszen magánszemély csak bankjegyek formájában találkozott a szuperpénzzel. (2019 őszén különböző fórumokon – Cointelegraf, Ledger Insight – jelentek meg híradások arról, hogy Tunézia megkísérelte blockchain alapú digitális valutáját kibocsátani.)

Elég nagy forradalom van tehát a pénzügyekben! Érdemes ezért némiképp rendszerezni a különféle elméleti törekvéseket. Hogyan viszonyulnak egymáshoz, melyik mit tűzött maga elé célul, s milyen kapcsolatban van a jelen világgazdaság legfontosabb problémáival.

3. Modern Monetary Theory, Positive Money, Sovereign Money

Ismét hangsúlyozva, hogy a teljesség igénye nélkül, de szeretnék néhány, a pénzelmélet szempontjából fontos mozgalmat, eszmei áramlatot röviden bemutatni.

Közös jellemzőjük, hogy bár vannak mélyebb gyökerekkel bírók, mindegyiküknek hatalmas lökést adott a 2008-as pénzügyi válság. Amint a feni tételekből látható, a válság után sok dogma megingott. A megkövetelt költségvetési megszorítások miatti helyzet számos helyen olyan katasztrofális volt, hogy azt nem lehetett egyszerűen a gazdaság „természetes” ciklusaira fogni. Világossá vált, hogy *nem a rendszerben van hiba, maga a rendszer a hiba...* Eltorzultak a szerepek, a pénzügy szolgából úr lett.

(Hogy őszinték legyünk, azért korábban sem volt a pénzügyek szerepe alárendelt... Tudjuk, hogy a középkori bankárok milyen hatalmat jelentettek, s a nagy pénzközvetítő Templomos Lovagok kincsei is micsoda irigységet és gyűlöletet váltottak ki azokból, akik a pénzt használni akarták. Ismert továbbá az anekdota a hatalmas Rotschild – bankházzal is, mi szerint mindegy, hogy ki irányítja az országokat, amíg ők a pénzügyeket kézben tarthatják... Polányi Károly szerint azért, mert gazdasági felvirágzáson jól lehetett keresni, viszonylagos béke honolt a XIX. században... Mert ez állt a finanszírozók érdekében. (Polányi 2004) Sokszor viszont a háborúkon lehet jobban keresni... De a technikai forradalom olyan távlatokat nyitott meg a finanszírozók számára, amelyhez kellett a békés fejlődés. Természetesen, csak viszonylagos volt a béke, hiszen forradalmak, polgárháborúk, porosz-francia háborúskodások, Garibaldi küzdelmei- mindezek voltak, de az előtte lévőkhöz, és az utána következő XX. századi világháborúkhöz hasonlítva, *világméretekben* mindenképpen békésebb korszak volt.)

A modern piacgazdaságban ismét azt tapasztaltuk, hogy a viszonylagos béke állt a fináncióke érdekében. Világrendszerek dőltek meg, alig egy-két puskalövessel.

Ugyanakkor, a pénz hatalma a bankrendszeren keresztül a világ minden országában meglehetősen agresszivitással érvényesül. Ez az agresszív politika elvezetett a nagy pénzügyi válsághoz a kétezres évek első tizedében. A válságból való kiemelkedés az egyik ösztönző lett a rendszer módosítására- erről szoltunk a tanulmány korábbi részében. De vannak további, rendkívül fontos változások is a világban. Ezekre is utaltunk már röviden. Ilyen a rendkívüli *technológiai fejlődés*, amely átformálja a pénzvilágot is, és *a környezeti gondok*, amelyek előtérbe hozzák a gazdaságpolitikában az állam ilyen irányú felelősségét, s felvetik ennek finanszírozási követelményeit.

A MMT, a modern monetáris teória egyike az unortodox nézeteknek. Amerikában keletkezett, de nem a válság hatására, hanem már jóval korábban. Az 1990-es évek elejéhez nyúlnak vissza a gyökerei. A Missouri Kansas-City Egyetemhez, valamint a Bard College Levy gazdasági intézetéhez, amelyet 1986-ban Leon Levy alapított. Ez az intézmény politika- független kutatóhely, a Cambridge –i Kings College-al van együttműködésben. A mozgalom Hyman Minsky⁶ szellemi örökségének folytatója. A mozgalom egyik vezetője az amerikai politikai életben Bernie Sanders elnökjelölt tanácsadója. Erőteljesen támogatják a Green New Deal mozgalom gondolatát. Az Európai Unióban is keresik a hálózat kutatói a hosszú távú gazdasági megoldásokat.

A Positive Money mozgalom 2010-ben, Nagy –Britanniában jött létre, és kifejezetten a pénzteremtés elvének tisztázását tűzte célul. Elérték, hogy 2014-ben a brit parlamentben napirendre tűzzék a pénzteremtés vitáját (Láttuk, a Bank of England is ekkor publikált egy cikket a banki pénzteremtésről.) Mivel nemzetközi kérdéstről van szó, 2013-ban nemzetközi mozgalmat alakítottak a monetáris reform érdekében. Azóta egy irodát hoztak létre Brüsszelben, s 2016-ban kampányt indítottak: *Quantitative Easing – az emberekért*. Hiszen, mint elemzőik írják, az eddigi pénzszaorítás (QE) leginkább csak a pénzügyi lobbis – és nem a polgárok – érdekét szolgálta. Céljuk a fair, demokratikus és fenntartható fejlődés szolgálata. Nézeteiket felkarolta Thomas Wolf, befolyásos pénzügyi újságíró. Szerinte államosítani kellene a pénzteremtést. Meg kellene vonni a bankoktól a pénzteremtés jogát, s visszafogni őket a meglévő betétek mértékéig. A pénzteremtés jogát meg egy valamiféle független bizottságra bízni.

Ann Pettifor – a PRIME – vezetője viszont, (akit már korábban idéztünk), azt hangsúlyozza, hogy ez a megoldás korántsem lenne demokratikus.

A PRIME (Policy Research In Macroeconomics) egy kutató-hálózat, amely makroökonómiával, politikai gazdaságtannal foglalkozó egyetemi kollegákból, és gyakorlati szakemberekből áll. 2010-ben alakult meg, és azt tűzte célul, hogy Keynes elméletéből kiindulva, elemezze a monetáris elméletet és gyakorlatot, megszabadítva azt a misztifikáló eszméktől. Pettifor úgy véli, ha a banki hiteleket a meglévő betétek mértékéig szorítanánk vissza, az restriktív hatású lenne a gazdaságra. A banki

⁶ Hymen Minsky belorusz emigránsok gyermeke volt, Harvardon Schumpeter és Leontieff tanítványa. A Berkleyn és a Washington Universityn tanított, majd a Bard Collegeben fejezte be pályáját. Munkássága a Keynesi hagyományokat folytatta, ellenezte a szabályozás lazítását, pártolta az állam beavatkozását. Munkásságára, a2008-as válság hatására, ismét nagyobb figyelem irányul.

pénzteremtést szerinte – és ez kétségtelenül igaz –, végső soron a hitelt kérők provokálják ki. Jó esetben, (teszem én hozzá,) a reálszférából, ered a kérelem, és ez sokkal demokratikusabb, mint hogyha egy hatóság – vagy bizottság – szabná meg a pénzteremtés mértékét. Természetesen, az „alulról kezdeményezett” rendszerben tilos kellene, hogy legyen a spekulációs célú pénzteremtés. (Közbe kell vetnünk: De hiszen *éppen itt van a kutya elásva*. Igaz, hogy a pénzügyi válság előtt némileg tukmálták a pénzügyi intézmények a hitelt az adósokra, de végül is mindig *voltak jelentkezők*, hitelkérelmezők... Megalapozatlan visszafizetési feltételekkel is. Sőt, kifejezetten nyereszkesedési céllal. Úgy, hogy ha nem is kell a banki pénzteremtésnek alulról jövő kezdeményezésen alapuló természetét megváltoztatni, de feltétlenül korlátokat kell szabni bizonyos üzlet-típusok finanszírozásának). Ezt mind a MMT, mind a Positive Money szakértői támogatják. S mindkét csoportosulás fontosnak tartja azt is, hogy a z államnak szerepe van a pénzteremtés kezdeményezésében. (Macquarie 2018)

Mindkét csoport ellene van a fiskális megszorítások politikájának – s ezzel az elméletről a *pénzügypolitika* területére térünk át. Továbbmenve, a zöld projektek állami finanszírozását is feltétlenül támogatják. Az MMT egyes képviselői szerint nincs jelentősége a z államadósság mértékének, mert az állami kiadásoknál csak azoknak a gazdaságra gyakorolt hatását kell nézni. Azt, hogy miként érhető el a teljes foglalkoztatás.

A sovereign money elmélete még szélsőségesebb. Joseph Huber, az elmélet „atyja”, megszüntetné a bankok hitelteremtését. Gyakorlatilag a náluk elhelyezett betétek befektetéséről dönthetnének, azonban ezt csakis az őket „finanszírozó” betét-tulajdonosok vagyongazdálkodóiként. Megszűnne a kettős kör, ami ma létezik: a szuperpénz forgási köre, ami jegybankpénzt jelenti, és a bankpénzeké, amelyek csak a bankszámlák forgalmában léteznek. Csak egy forgalomban lévő pénz lenne, a jegybankpénz, mind a polgárok, mind a bankok számára. (Annak számára, aki élt és dolgozott pénzügyi szektorban a szocialista érában, ez végzetesen hasonlít az egyszintű bankrendszerre, kiegészítve holmi befektetési alapokkal, az akkori OTP helyett...) A Positive Money szimpatizál a gondolattal. Az MMT nem megy ilyen messzire, nem szüntetné meg a jegybanki pénzteremtést, csak kiegészítené az állam „contrapunctjával”....

4. Összefoglalás

A tanulmány bemutatta a változásokat a hagyományos pénzelméletben. Megkísérelt ismertetni néhány ezzel kapcsolatban született elméletet. A modern monetáris teória Hyman Minsky elméletének folytatója, s az un. zöld monetáris teória propagálója. A Positive Money mozgalmat a válság hívta életre. Egyes képviselői állam által létrehozandó bizottságra bíznák a pénzteremtés szabályozását. A banki pénzteremtést egyes területeken korlátozná. A szuverén pénz elmélete a legszélsőségesebb, a Chicago tervre visszanyúlva, a banki pénzteremtést pénzközvetítéssé kívánja átalakítani, vagyis megszüntetné a pénzteremtést. Nem vonhatunk meg még végleges mérleget a nézet-csoportok igazságtartalma között. Jól érzékeltek azonban az eddigiek, hogy indokolt volt témaválasztásunk. A kutatás folytatása, az átalakulóban levő pénzelmélet és gyakorlat szoros figyelemmel kísérése napjainkban a pénzügytan egyik kulcsfontosságú területe.

Felhasznált irodalom

- Botos, K. (2016): Pénzteremtés a modern gazdaságban. *Pénzügyi Szemle*, 2016/4.
- EP ECON Claeys, G. – Demertzis M. – Mazza J. (2018): *A monetary policy framework for the European Central Bank to deal with uncertainty*. Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies European Parliament. [www.europarl.europa.eu > cmsdata](http://www.europarl.europa.eu/cmsdata)
- European Central Bank 2223 Working Paper Series (2019) [https://www.ecb.europa.eu > scpwps > ecb.wp2223.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/scpwps/ecb.wp2223.en.pdf)
- Jakab, Z. – Kumhof, M. (2015): Banks are not intermediaries of loanable funds — and why this matters Bank of England, Working Paper No. 529 [https://jrc.princeton.edu > files > jakab-kumhof-boewp529](https://jrc.princeton.edu/files/jakab-kumhof-boewp529)
- Huber, J. (2018): *Monetäre Souveränität. Geldsystem im Umbruch*. Metropolis, Marburg, ISBN 978-3-7316-1333-6.
- Kashyap, A. K. – Sieger, C. – Gertler, M. (2019): Financial Stability Considerations and Monetary Policy <https://www.chicagofed.org/conference-sessions/session-7>
- Kerényi, Á. – Müller, J. (2019): Szép új digitális világ? – A pénzügyi technológia és az információ hatalma. *Hitelintézei Szemle*, 18, 1, 5–33.
- Kerényi, Á. – Müller, J. (2019): A bizalom és az etika igénye a digitális korszakban *Hitelintézeti Szemle*, 18, 4, 5–34.
- Macquarie, R. (2018): Modern Monetary Theory and Positive Money, part I: Intellectual roots and focus. Positive Money. <https://positivemoney.org/2018/09/modern-monetary-theory-and-positive-money/>
- McLeay, M. et al. (2014): Money Creation in the Modern Economy. *Bank of England Quarterly Bulletin*, No. 1.
- Milanovits, B. (2019): *Inequality and the future of Capitalism*. <https://oxfamblogs.org/fp2p/inequality-and-the-future-of-capitalism-in-conversation-with-branko-milanovic/>
- Naser, R. (2018): *Wie kommt das Geld in die Welt?* Wochenschau Verlag, Frankfurt am Main.
- Orbán, G. – Szapáry Gy: Magyar fiskális politika: Quo vadis? *MNB Műhelytanulmányok*, 49.
- Piketty, T. (2014): *Capital in the 21st Century*. Harvard College, Us.
- Polányi, K. (2004): *A nagy átalakulás – Korunk gazdasági és politikai gyökere*. Napvilág Kiadó, Budapest.
- Sandner, P. (2019): Germany Harshly Regulates Crypto Assets as of January 1, 2020: What are the Best Strategies for Blockchain Startups, FinTechs, Banks, Exchanges and Industrial Companies? [https://medium.com > germany-harshly-regulates-crypto-a...](https://medium.com/germany-harshly-regulates-crypto-a...); [https://www.frankfurt-school.de > home > research > centres](https://www.frankfurt-school.de/home/research/centres)
- Pettifor, A. (2013): Out of thin air – Why banks must be allowed to create money [https://www.annpettifor.com > 2013/02 > the-power-to-create-money-out-of-thin-air](https://www.annpettifor.com/2013/02/the-power-to-create-money-out-of-thin-air).
- Shapiro, T. (2017): *Toxic Inequality*. Basic Books.
- Stiglitz, J. (2013): *The Price of Inequality*. WWNorton, New York, London.
- Turner, A. (2015): *Between debt and the devil*. Princeton University Press.