

BOTOS KATALIN

A modern monetáris elmélet és a gazdaságpolitika keretei

A modern pénz teremtett pénz. A tanulmány bemutatja két modern monetáris elmélet főbb elemeit s azok relevanciáját a gazdaságpolitika számára. A fő kérdés, hogy ki és hogyan teremti a pénzt. A modern monetáris elmélet (MMT) szerint szabad a gazdaságot költségvetési hiány keletkezése árán is élénkíteni. Nem bátorít deficitre, de nem tartja jó célnak, hogy mindenáron törekedjünk a költségvetési egyensúlyra. Úgy véli, hogy szuverén államok nem mehetnek csődbe, ha pénzt teremtenek észszerű célokra, amennyiben van elég szabad termelési tényező a gazdaságban. Ez azonban nem igaz azokra a gazdaságokra, amelyek nem teremtői, csak felhasználói mások valutájának. Úgy véli azonban, hogy a monetáris és a fiskális politikának szorosan együtt kell működnie, s a fiskális politika alkalmasabb a gazdaságpolitikai célok finomhangolására. Egy másik iskola, a *Positive Money* szerint meg kellene tiltani, hogy a kereskedelmi bankok pénzt teremtsenek. *Journal of Economic Literature* (JEL) kód: E12, E52, E62, E63.

A jelen esszé néhány, a témával foglalkozó szerző tanulmánya alapján mutatja be a modern monetáris elméleteket, azok mai gazdaságpolitikai relevanciáját.

Ma már általánosan elfogadott, hogy a modern pénz nem árupénz, hanem teremtett pénz: „fiat money”. Emiatt az első fontos kérdés a pénzzel kapcsolatban: ki teremti, és hogyan? A „szocialista pénz” szakirodalma (például *Augusztinovics* [1963], *Hagelmayer* [1964]) már a hatvanas években bebizonyította, hogy a modern pénz hitellel teremődik. A szocializmusban nem voltak kereskedelmi bankok. A hagyományos nyugati közgazdasági alaptankönyvek szerint a válasz az, hogy a pénzt a jegybankok teremtik, de a jegybank által kibocsátott pénzt a kereskedelmi bankok – a multiplikatorelmélet szerint – megsokszorozzák. Világos azonban (*Botos* [2016]), hogy nemcsak a jegybank teremt pénzt, hanem maguk a kereskedelmi bankok is! A kereskedelmi bankok aztán rákényszerítik a jegybankot a pénzteremtésre.

Botos Katalin a közgazdaság-tudomány doktora, professor emerita, SZTE, PPKE (e-mail: evmkabor@gmail.com).

A kézirat első változata 2024. november 27-én érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <https://doi.org/10.18414/KSZ.2025.2.203>

A hitelpénzteremtés alappéldája a váltóval történő pénzteremtés, amikor is a bankok által leszámított váltókat a jegybank viszontleszámítja.¹ A hitelpénzteremtés e modellben a következőképpen működik.

A vállalkozó váltót ad a szállítójának a tőle kapott áruért, amelyet majd csak az általa termelt termék eladása után egyenlít ki. A kiállított váltó értéke tartalmazza a várakozás „árát” (kamatát). Elfogadja azonban bankjánál már általában korábban leszámítottatja ezt a váltót, hogy pénzhez jusson, és a bankra hagyja, hogy „kivárja” a váltó lejáratát. Ha a bank nem akarja az aktívái között tartani, akkor viszontleszámítottatja a központi banknál, amely ennek fejében pénzt teremt. Minden műveleti lépés kamat felszámítása mellett történik, így adva értéket a várakozásnak. Más szóval, végső soron ennyibe kerül a hitel. A hitel visszafizetésekor a teremtett pénz kikerül a forgalomból. A pénz tehát az értékteljesítéssel keletkezik, és az értékesítés után, a hitel-visszafizetéssel megsemmisül. A pénz feladata a reálfolyamatok lehetővé tétele. Az tehát, hogy mennyi pénz keletkezik a gazdaságban, elsősorban a kereskedelmi bankok döntésétől függ! A váltóalapú pénzteremtés mögött reálfolyamatok álltak.

A modern pénz keletkezése azonban nem mindig így történik, hanem – jellemzően – a kereskedelmi bank hitelt nyújt, és az erről szóló döntését követően az ügyfél folyószámlájára helyezi a teremtett pénzt (így ott betét keletkezik). Nem előbb van tehát a forrás, a betét (pénz), aztán a hitel, hanem a hitellel együtt, egyetlen aktussal nyomban betét is keletkezik. Tehát nem a jegybank dönt arról, hogy mennyi pénzt teremtsenek, hanem a kereskedelmi bankok. A jegybank – ha szükségesnek látja – csak utólag tesz lépéseket a likviditás szabályozására (*Botos* [2016]). (Amíg a bankok el tudnak számolni egymással, nincs is szükség jegybankpénzre; ennek igénye csak az egyenleg rendezésekor merül fel.)

Ez alapvetően különbözik attól, mint amit a korábbi tankönyvek állítottak, miszerint a jegybanki pénzteremtéstől függ a kereskedelmi bankok által megsokszorozott pénz mennyisége. Nem célszerű azonban általános érvényűnek tekinteni az amerikai gazdaság példája alapján leírt pénzteremtési gyakorlatot. Az Egyesült Államok pénze ugyanis egyszerre mind a *világvaluta* – nem csak az országon belül használják: a nemzetközi devizataralékok és a nemzetközi kereskedelem döntő részének pénzneme. Kisebb országokban a jegybank nemcsak hitelezéssel, hanem devizavásárlással is teremthet pénzt. Esetükben ez utóbbi akár jelentősen is befolyásolhatja a teremtett jegybankpénz mennyiségét.

Viták a pénz szerepéről – az állam vagy a bankok?

A pénzteremtéssel kapcsolatos viták a szakirodalomban (és a közéletben) a 2008-as válság után élénkültek meg. A pénzügyelméletben új irányzatok keletkeztek. A téma gazdag irodalmából e helyütt két szerzőt emelünk ki: az egyik Adair Turner (*Turner* [2015]), a másik Joseph Huber (*Huber* [2017]). (Munkájuk címe magyarul: Az

¹ E folyamatot a magyar szakirodalomban már a hetvenes években leírta *Gubcsi-Tarafás* [1977], újabban pedig *Szalay és szerzőtársai* [2020], [2022].

adósság és az ördög között; illetve A szuverén pénz. Túl a tartalékoláson alapuló banktevékenységen.)

Adair Turner műve azért különösen fontos a témánk szempontjából, mert – lévén a Bank of England bankfelügyeletért felelős vezető tisztviselője – semmiképpen sem vádolható azzal, hogy ne ismerné kellően a banki elméletet és gyakorlatot.²

A 2008-as válság kirobbanásának okait kutatva Turner rámutatott: nem csak az jelenthet egy gazdaság számára gondot, ha az államháztartás politikai megfontolásokból túl sok pénzt nyom a gazdaságba, és deficitet lesz, inflációt generálva ezzel. A 2008-as válság bebizonyította, hogy a pénzt nem politikai, hanem üzleti alapon teremtő bankok tevékenysége is súlyos válságot idézhet elő; az eszközárak olyan emelkedését indítja el (*asset inflation*), amely ingatlan- és eszközár-buborék kialakulásához vezet. E buborékok szétrobbanása pedig 2008–2010-ben világméretű válságot okozott.

A banki hitelek döntő része már régóta nem a termelés igényeit szolgálja. A bankok főleg ingatlanügyleteket finanszíroztak, sok esetben a tényleges igényeket és az észszerűséget meghaladó mértékben. Ezért nem állíthatjuk, hogy csak a politikai megfontolásokat a gazdasági célszerűség elé helyező kormányok lehetnek felelősek a túlzott likviditásteremtésért, hanem az önértelmeiket követő bankok is! Általánosítva: a mikro gazdasági érdekek alapján keletkezett pénzmennyiség és annak felhasználása nem esett feltétlenül egybe a makrogazdaság egyensúlyi követelményeivel.

Turner (és Huber) könyvéből kiderül, hogy a bankok önértelme nem kevésbé veszélyes gazdasági következményekkel járhat, mint a politikuskoké. Végeredményben, ha bizonyos elengedhetetlenül szükséges kiadások miatt deficitbe csúszik az állami költségvetés, nincs is értelme a finanszírozást az elsődleges jövedelemtulajdonosok kötvényvásárlásainak függvényévé tenni. Ezzel csak a kibocsátott állampapírokat értékesítő (közvetítő) befektetési bankokat gazdagítja a kormány. Turner egyenesen úgy fogalmaz, hogy egyszerűbb a deficitet monetizálni: az üzleti bankok bekapcsolása nélkül közvetlenül a jegybankkal finanszíroztatni. Azt javasolta, hogy ha a kormány jegybanki hitelből finanszírozza a túlköltekezést, finanszírozzák adósságát lejárat nélküli kötvényekkel, amelyek a központi bank mérlegében maradhatnak, míg a világ világ, és nem okoznak valójában semmi zavart. Nulla kamatozás mellett ez a lépés azonos értékű a pénzteremtéssel.

Csak hogy ez a javaslat ellenkezik az elmúlt harminc év fő pénzügypolitikai gyakorlatával, hiszen minden valamirevaló jegybanktörvény célkitűzése éppen az, hogy megakadályozza a közvetlen költségvetési finanszírozást. A jegybank „önállóságának” hangsúlyozása éppen ezt célozza. Ennek a követelménynek elméletté fejlesztése és folyamatos szorgalmazása egyértelműen a bankszektor érdeke: maradjon csak az állam finanszírozása a kereskedelmi bankok kezében!

² Adair Turner üzletemberi karriert elegyített közhivatali pályával, de elméleti munkássága is jelentős. A Merrill Lynch egyik vezetője, az Iparkamara elnöke, majd 2009-től a Bank of England bankfelügyeletért felelős vezetője volt. Az LSE és a pekingi Tsinghua Egyetem vendégprofesszora lett. 2005-ben 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. 2016-ban a Royal Society tiszteletbeli tagjává választották.

Amikor bajba kerül az állam (például a koronavírus-járvány idején), korántsem hangsúlyozták ilyen mereven a határok meghúzását! A monetáris szféra fűrgébben tud igazodni, mint a parlamenti procedúrára kényszerülő, lassabb mechanizmussal működő fiskális szféra. Adott esetben az amerikai pénzügyminisztérium, a Treasury is kénytelen volt a Fed segítségét kérni, mert a válság negatív hatásait korlátozandó, gyors finanszírozási segítségre volt szükség, hiszen a bankrendszer összeomlásának elkerülése volt a tét. Az állami szféra deficitbe csúszott a mentőakcióhoz szükséges állami kiadások miatt.

Az Egyesült Államokban a válságot követően teljesen egyértelművé vált, hogy a kormányzat és a jegybank tevékenységének összehangolására van szükség. A pótlólagos pénzteremtésre, az úgynevezett mennyiségi lazításra sor is került – nemcsak Amerikában, hanem az Európai Unióban is. Ennek jelszószerűen tömör megfogalmazása Mario Draghinak, az EKB akkori elnökének sokat idézett, 2012. július 26-i kijelentése, miszerint az EKB bármit megtesz – „kerül, amibe kerül” (*whatever it takes*) – annak érdekében, hogy megőrizze az euróövezet működőképességét (Halmai [2024] 537. o.).

Az összehangolást hangsúlyozta Ben Bernanke is 2022-es könyvében, amely alapvető fontosságú mű annak megértéséhez, hogy mennyit változott a Fed monetáris politikája a válságot megelőző időszakhoz képest (Bernanke [2022]).

A válság hatására a bankok nem bíztak meg egymásban. Hirtelen hitelszűke keletkezett, ez pedig ördögi körként idézte elő a válságot. A hitelszűke miatt egyre több pénzintézet partnere ment tönkre. A bankok portfóliója tovább romlott. Minél inkább próbáltak takarékoskodni és kevesebbet vásárolni a bajba jutott piaci szereplők a nehéz időkben, annál jobban mélyült a válság. A válság ellen nem lehetett hagyományos módszerekkel védekezni. Erre mutatott rá Irving Fisher már az 1930-as években: ilyen esetben *csakis a hitelinjektálás menti meg a gazdaságot* (Botos [2022]).

2008-ban aktivizálták azt a paragrafust, amelyet még az 1929–1933-as nagy válság idején illesztettek be a Fed alapszabályába. Eszerint „kivételes helyzetben” még az is lehetséges, hogy – oldandó a hitelhiányt – közvetlen hitelkapcsolat jöjjön létre a jegybank és akár az üzleti szféra között is. *Dogmák dőltek meg ezzel...* Eddig a jegybankot a bankok bankjaként ismertük, amely nem állhat közvetlen kapcsolatban a vállalati szférával. A válság idején a szabály érvényét veszítette, de legalábbis felfüggesztették. A Fed így mentette meg a hitelével a nagy gépipari konglomerátumot, a General Motorst a csődtől. Vagyis a gazdaság működőképességét fontosabbnak tartották, mint az addig hangoztatott merev monetáris jogszabályokat. Aztán lassacskán a kivétel lett szabállyá.³

Azért is rendkívüli jelentőségű az új jegybanki gyakorlat, mert a bevetett új technikákat nemcsak a hamarosan nemzetközivé szélesedő pénzügyi válság menedzselésére használták, hanem a rövideesen bekövetkező egészségügyi válság kezelésére is. A koronavírus-járvány olyan problémákat vetett fel, amelyeket a fiskális politika nem tudott azonnal megoldani. A központi bank gyors reagálása ismét

³ A jelenséggel több magyar publikáció is foglalkozott, például Balog és szerzőtársai [2014].

széleskörűen alkalmazta a korábban a 2008-as válság kezelésére használt módszereket. Vagyis ez lett az *új norma*.

Mindenesetre e válságok egyértelművé tették, hogy a pénzügypolitikát a két kulcsintézménynek: a kormánynak és a jegybanknak együtt kell alakítania és végrehajtania. Ebben a jegybank rendelkezik nagyobb szabadsággal: úgymond „technokrataként” viselkedhet, hiszen e döntéseiért nem tartozik felelősséggel a választópolgárok-nak. (Igaz, a parlamentek meghallgatják a jegybankok beszámolóit.) A technokrata jelleg azonban korántsem jelenti azt, hogy a jegybanknak senkihez sincs kötődése: a Fed vezetése is érdekeket képvisel.

Lassan azonban már kérdéses, hogy valójában ki is csinálja magát a gazdaságpolitikát: a kormány vagy a jegybank? A közelmúltban ugyanis bizonyos gazdaságpolitikai döntések széles köre átcúsúzott a költségvetésből a központi bankokhoz. A kormánynak mindig meg kell nyernie a választók támogatását, a jegybank viszont kimondottan a gazdasági helyzet alapján dönthet. Mivel gyors reagálóképessége miatt alkalmas a válsághelyzetek kezelésére, a jegybank hamarabb tud lépni. Ha a bajok elhárításához pénzre van szükség, a jegybank megteremtheti. A kormánynak viszont át kell küzdenie magát a parlamenti eljáráson, hiszen a költségvetési törvények határt szabnak a költségeknek. A túllépéshez törvénymódosítást kell kezdeményeznie. A jogi procedúra után azonban követi a jegybank pénzteremtési döntését.

Főbb gondolatok az új elméletekben

Az újabb elméletek két fontos téma körül forognak:

– Milyen lehetősége van a kormánynak, hogy adott esetben *deficit árán* is megvalósítson gazdaságpolitikai célkitűzéseket?

– Ki és hogyan teremti meg ehhez a pénzt?

A keynesi elmélet szerint válság idején, amikor nagy a munkanélküliség, s egyéb kihatás nélküli erőforrások is vannak a gazdaságban, mindenképpen célszerű, hogy a költségvetés a foglalkoztatást támogató projekteket kezdeményezzen, akár deficit árán is. Az újabb keletű pénzügyi elméletekben ezért bizonyos értelemben ismét felbukkannak a keynesi gazdaságelmélet tételei. A központi kérdés: célszerű-e a makrogazdasági (munkaerőpiaci) egyensúly érdekében deficitet vállalnia a költségvetésnek?

A főáramú közgazdaságtani megközelítés azt sugallja, hogy a deficit, tehát a kormány túlköltsége, inflációt okoz. Kiszorítja a magánpiac szereplőit a termelési tényezők piacáról, mert a túlkereslet megemeli az árakat. De láttuk, hogy a bankok nyaklók nélküli (ingatlan-) finanszírozása éppúgy bajt okozott, mint a kormány túlköltsége. Buborékot idézett elő az ingatlanok piacán! Az eszközárakat azonban nem vették számításba az infláció mérésekor! A fogyasztói kosárral mért infláció így nem nőtt... Erre pedig nem figyeltek fel a monetáris politika alakítói, jóllehet az eszközár-infláció eredményezte buborék szétrobbanása súlyosabb válságot hívott életre, mint a fogyasztási cikkek piacán végbement általános áremelkedés! Ezek a közelmúltbeli fejlemények új magyarázatokat követeltek a pénzügyelméletől is.

Az elmúlt években két új elmélet született a pénzteremtést illetően: a modern monetáris elmélet (MMT), illetve a *Positive Money* nevű akciócsoport kezdeményezése.

E nézetek kiindulópontja azonos, de a magyarázataik és javaslataik különböznek egymástól. Az MMT arra helyezi a hangsúlyt, hogy egy állam, amely a saját valutájában adósodik el, sosem válhat fizetéseképtelenné, hiszen a jegybankja mindig korlátlanul képes saját valuta „teremtésére”. Ezen elmélet szerint csak az infláció jelenthet korlátot; de annak nem kell jelentkeznie, ha van a gazdaságban elég kihasználatlan reál-erőforrás, amelyet a pénz mozgásba lendíthet. Az MMT szerint mindegy, hogy a pénzt ki teremti: akár a kereskedelmi bankok is életre hívhatják. Az a fontos, hogy az állam helyesen menedzselje költségvetését, és infláció jelentkezésekor adók útján vonja ki a túleresletet a piacról. Hiszen a költségvetés két oldala felfogható úgy, mint pénzki-bocsátás és pénzmegsemmisülés.⁴ A polgárokat terhelő adók esetleges emelése azonban általában igen nehéz, és szinte mindig népszerűtlen feladat.

Az MMT szerint a fiskális politikának kell a figyelem középpontjában állni, elsősorban annak flexibilitása miatt. Ezen elmélet hívei úgy vélik, az állam valóban teremthet pénzt; bár kétségkívül sokkal ellenőrzöttebb módon, mint eddig.

A *Positive Money* csoport elmélete nem ilyen megengedő a kereskedelmi bankok tevékenységével kapcsolatban. Döntő fontosságot tulajdonít annak, hogy melyik intézmény teremti a pénzt. A csoport tagjai úgy vélik, csak a központi banknak lenne szabad pénzt teremtenie, s azt mint „helikopterpénzt” szét kellene osztani az emberek között úgy, hogy az a társadalom egészének javára szolgáljon. Míg az MMT nem aggódik különösebben a költségvetési deficit miatt, azt kezelhetőnek véli, a *Positive Money* tart a túlzott költségvetési hiánytól.

A modern pénzelmélet (MMT) lényege

Az MMT legfontosabb alakja L. Randall Wray, a Levy Intézet munkatársa. Többször is meghallgatta őt a Kongresszus illetékes bizottsága; a legutóbbi alkalommal kifejtett nézeteit a Levy Intézet közre is adta (Wray [2024]).⁵ A következőkben ebből idézünk néhány gondolatot.

Wray szerint az államadósság, s így a deficit nem egy „nagy fekete farkas” (mi talán úgy mondanánk, mumus), hanem a modern gazdaság velejárója. Az amerikai állam létrejötté óta mindig volt bizonyos mértékű deficit, ami csendesesen felhalmozódott. A második világháború idején kiemelkedően magas volt az államadósság GDP-hez mért aránya, de aztán visszaállt egy szerényebb szintre. A modern gazdaságban azonban a költségvetésnek, anticiklikus jelleggel, kisebb-nagyobb deficitre mindig szüksége van. A deficit akkor jelenik meg, amikor recesszió van, és fellendüléskor tűnik el, amikor is az emberek többet költenek, és az adók bővebben csordogálnak

⁴ Ezért idéztük fel a pénzteremtési mechanizmus – egyébként jól ismert – elméletét az írásunk elején. Érzékeltetni akartuk az analógiát a költségvetési pénzteremtéssel és pénzmegsemmisüléssel. A kiadások finanszírozásakor pénz teremődik, az adózás meg visszazippantja azt.

⁵ Levy Economics Institute of Bard College, Policy Note, 2024/1. https://www.levyinstitute.org/pubs/PN_24_1.pdf.

az államkasszába. *Az okság tehát fordított: nem az adósság miatt van válság, hanem a válság miatt lesz adósság.*

Az államkötvények egyébként nem pusztán a kormány „bűnös túlköltekezésének” a gyümölcsei, hanem biztonságos befektetési lehetőségeket is jelentenek a piaci szereplők számára.

Az amerikai gazdaságban három szereplő helyzete fontos, állítja Wray az idézett írásában: a magángazdaságé, az állami szektoré és a külpiaci egyenlegé. Az Egyesült Államokban az adatok szerint akkor ment jól a gazdaság, ha a költségvetés deficitese volt, és az ország többet importált, mint exportált. Az utóbbi pedig korunkban szinte tartós jellemzője lett az amerikai külkereskedelemnek.

Ezekhez a fejtegetésekhez azonban néhány kritikus megjegyzést kell fűznünk.

Az egyik: az azért mégiscsak baj, hogy az emberek nem gondoskodnak hosszú távra magukról. Számos elemző megállapítja, hogy az Egyesült Államokban kicsiny a lakossági megtakarítások aránya. Ez érthető, hiszen az amerikai gazdaságban 40 éven át nem emelkedtek a reálbérek – sokan nem tudtak tehát miből félretenni. A kényszerű takarékoskodás, mint Wray is utal rá, visszafogja a fogyasztást s így az adók beáramlását a költségvetésbe. Érthető ugyanakkor, hogy a szegényebb emberek szívesen vesznek olcsó importtermékeket, s így hozzájárulnak az importtöbbletnek; hiszen a pénzjövdelem, amelyből gazdálkodnak, szerény. A lakosság nagy többsége folyamatosan hitelre szorul, pusztán azért, hogy fenn tudja tartani fogyasztási szintjét. Ez azonban nyilván nem mehet a végtelenségig.

A másik kritikus megjegyzésünk arra vonatkozik, hogy az elvileg korlátlan eladósodás lehetősége – adott esetben külfölddel szemben – sajátos amerikai adottság. A dollár kulcsvaluta, és ezért nincs igazán problémája az amerikai gazdaságnak az importtöbblettel. Mindig ki tudja ugyanis fizetni az importot a teremtett dollárral. (A többi ország aztán többnyire jegybanki devizatartalékba teszi a számára fölös dollármennyiséget, kényszerűen teremtve érte hazai valutát.)

Az magától értetődő, hogy az olcsó import (és annak többlete) az általános árszintet csökkentő tényező. Ez üdvözlendő. De az importtöbblet e szempontból nem lehet megoldás a kisebb országok számára, amelyeknek az importot a nemzetközi kereskedelemben elfogadott valutával kell kifizetniük. Az importtöbblet által kiváltott devizakereslet ugyanis a hazai valuta árfolyamát rontja, s ezáltal növeli az inflációt. Nagy, gazdag és döntően belfölddel szemben eladósodott költségvetésű, exporttöbblettel jellemezhető országok esetében, mint Japán, az államadósság szintén kevésbé okoz gondot, de a világ legtöbb országában gondot okoz. Wray kongresszusi meghallgatásakor nem a nemzetközi pénzügyi rendszer volt a téma; de nekünk nem lehet megkerülni ezt a kérdést, ha elméleti szinten beszélünk az MMT-ről. A külfölddel szemben nem saját valutában eladósodott országokra egyáltalán nem áll ugyanis az eladósodás (szinte) korlátlan növekedésének lehetősége (Tavlas [2020]).

Abban viszont teljesen igaza van Wraynek, hogy amíg a Fed (s mint általában minden jegybank) – az ő erős hasonlatával élve – csak bunkóval tud dolgozni, addig a költségvetés célzott eszközökkel tud beavatkozni a gazdaságba. Ha a jegybank a kamatpolitikájával mindenkinek megdrágítja a vásárlást abból a célból, hogy letörje a túlkeresletet, az recesszióba sodorhatja a gazdaságot. A teher mindig

a szegényebb társadalmi rétegek vállait nyomja. Meg kell mondani, Wray azért utal arra, hogy a jövedelmi differenciák növekedése Amerikában nagy társadalmi problémát jelent. Ehhez mi hozzátehetjük még az egészségügyi problémák rendkívüli súlyosságát is az Egyesült Államokban, amit a kitűnő közgazdász, Angus Deaton és felesége megdöbbentő módon tárt elénk a közelmúltban (*Case-Deaton [2020]*). Ezek megoldásához egészen bizonyosan költségvetési pénz és hatékony állami szabályozás kell; a monetáris politika eszköztára ehhez kevés. Az azonban óriási kérdés, hogy a döntéshozók milyen célok érdekében „engedik meg” a deficit kialakulását.

Az MMT nem más, mint arra vonatkozó elmélet, hogy miként kell a közcélokat valóra váltani a gazdaságpolitikában minél kevesebb kár okozásával. Nem azt jelenti, hogy a kormányzat bátorítható korlátlan túlköltekezésre vagy esetleg arra, hogy a jegybank közvetlenül finanszírozza a gazdaságpolitikát. Az MMT nem követel meg ilyen radikális monetáris politikai változásokat. Azt azonban hangsúlyozza, hogy a fiskális egyensúly minden áron való szorgalmazása nem feltétlenül követendő szempont. Azt viszont megköveteli, hogy a költségvetés és a pénzügyminisztérium összehangoltan dolgozzék. Vannak országok, amelyekben engedélyezett a költségvetés jegybanki finanszírozása; van, ahol más módszerrel hangolják össze tevékenységüket, mindez azonban mégsem vezet feltétlenül inflációhoz (*Tymoigne [2021]*).

Mit javasol tehát az MMT? *Wray-Kelton [2023]* szerint folytatni kell a szabadpiac tőkéletesítését, lehetőleg visszafogva annak fékező hatásait. A monetáris politikában emelni kell a kamatokat, ha fenyeget az infláció, és csökkenteni, ha recesszió van kilátásban. Akkor is így kell eljárni, ha a magasabb kamatok bankbukásokat idéznek elő. Egy-egy nagyobb visszaesés a gazdaságban mindig is volt a New Deal előtt is – mondják –, amely aztán a pénzügyi szektor szabályozását és a kormányzat méreteinek növekedését hozta magával.

Törekedni kell azonban a kamatlábak stabilizálására – ne használjuk őket a kereslet ösztönzésére. Törekedjünk a pénzügyi stabilitásra, és szabályozzuk, felügyeljük alaposabban a pénzügyi intézményeket. Tartsuk meg a betétbiztosítást és a végsőhitelezőszerepet arra, hogy megakadályozzuk az estleges válságok tovaterjedését. És hagyjuk meg a költségvetési politikának, hogy az aggregált keresletet menedzselje – a maga célzott eszközeivel....

A Positive Money iskolája

A *Positive Money* az MMT-vel szemben elsősorban a monetáris reformra koncentrálna. Úgy véli, a bankszektor pénzteremtési lehetőségét korlátozni kell, netán meg is kellene szüntetni. Közel áll a mozgalom Joseph Huber nézeteihez és az úgynevezett Chicago-terv lényegéhez, amely már a múlt század harmincas éveiben felmerült.⁶ Fontos különbség, hogy az eredeti Chicago-terv nem kormányzati beavatkozással,

⁶ Bár a terv sose valósult meg, a 2010-es években ismét felbukkant a szakirodalomban (*Kumhof-Benes [2014]*).

hanem alapvetően technikai előírásokkal (jelesül a látra szóló betétek 100 százaléknak megfelelő tartalékolási kötelezettség bevezetésével) számolt.

A *Positive Money* ugyanakkor több, a mai főáram által támogatott téma mellett is kiáll. Ilyen például a „zöldítés” politikája. A *Positive Money* az elméleti fejtegetések mellett sokat foglalkozik gyakorlati akciózásokkal. Szorgalmazza, hogy a monetáris politika a szélesebb néprétegek érdekeit szolgáló folyamatokat tegyen lehetővé. Rámutat, hogy a szegényebb néprétegek helyzete erősen romlik. Az általuk fogyasztott javakat tekintve ugyanis nagyobb az infláció, mint amit hivatalosan kimutatnak. Fogyasztásukban nagyobb az élelmiszerek aránya. A *Positive Money* az élelmiszerárak emelkedését alapvetően a természeti változások, a klímaváltozás (természeti csapások, szárazság, aszály) számlájára írja. Ezért nagyon egyértelműen támogatja a zöldátállást.

Nem vizsgálják, hogy vajon valóban a légkör szén-dioxid-állományának az emberi tevékenységre visszavezethető növekedése a legfőbb oka-e a klímaválságnak. Bár témánk szempontjából kitérő, érdemes néhány gondolatot áldozni rá, különösen azért, mert a *Positive Money* a zöldítést annyira fontos témának tartja. Köztudott ugyanis, hogy a nyomor miatt végzett más emberi tevékenységek (például az esőerdők kiirtása) ugyancsak hatalmas, bolygó méretű légköri, környezeti károkat okoztak! A vízgazdálkodás hiányosságai ugyancsak. Úgy véljük a magunk részéről, hogy éppen ezért ökológiai szempontból valóban fontos lenne, hogy a fejlődő országokkal folytatott gazdasági kapcsolatok igazságosságán javítsunk. Hogy ne kényszerüljenek megélhetésük érdekében környezetrombolásra.⁷

Azzal nem foglalkozik a *Positive Money*, hogy a klímakérdés mennyire függvénye a nemzetközi együttműködésnek. Nemzeti monetáris politikával aligha megoldható probléma, főleg, ha a legnagyobb gazdaságok, a nagy felzárkózó országok nem vállalják a zöldátállást, jóllehet főleg ők a felelősek a légköri szennyezésért.

Mindenesetre a *Positive Money* aktivistái határozottan úgy vélik, a zöldítés hozhat megoldást arra, hogy a szegényebb rétegek helyzete javuljon. Szerintük a jegybanknak is arra kell törekednie, hogy a monetáris politika a szélesebb közösség javát szolgálja – és ennek egyik formája a zöldítés. E téren viszonylag friss eredményük, hogy elérték a zöldítés szempontjainak mint társadalmilag észszerű célnak a beépítését a Bank of England szabályrendszerébe. A kérdés azonban, mint fentebb fejtegettük, valószínűleg lényegesen bonyolultabb annál, mint ahogy e népszerű felfogás mutatja.

Zárszó

A kifejtettekből talán kitűnik, hogy a két nézet közül a jelen esszé írójához az MMT áll közelebb, bár igen erős kritikával kezeli azt (különösen a külső eladósodás problémája miatt). Mindenképpen ki kell emelnünk, hogy mind a fiskális, mind a monetáris szférában döntő kérdés a konkrét piaci és intézményi szereplők, a döntéshozók

⁷ Erre irányuló friss javaslat született napjainkban (Macron francia elnök neve is fémjelzi), amely szerint a szegény, klímavész sújtotta országok megsegítésére egy új, nemzetközi adónemet kellene bevezetni. A fejlődő országok helyzetének javítása enyhítené az Európának egyre több gondot okozó nemzetközi migrációt is.

erkölcsi hozzáállása. Az tehát, hogy mennyire felelősségteljesek, valóban a közösség szolgálata jellemzi-e tevékenységüket. Enélkül bármelyik elméleti rendszer megvalósítása esetén keletkezhetnek súlyos gyakorlati problémák, s egyáltalán nem garantálható, hogy bármely modern elméleti elgondolás hatásosabbá, méltányosabbá és igazságosabbá teszi a pénzügyi rendszer működését. Ehhez mind a költségvetést összeállító tisztségviselők, mind a banki döntéshozók megfelelő erkölcsi tartására is szükség van.

Számos elemzés végkövetkeztetése, hogy a pénzügyi rendszernek vissza kell térnie a reálgazdaság szolgálatához. A jelenlegi piacgazdasági modell – amelynek működése nem kis mértékben függ a döntéshozók motivációjától – mindenképpen változtatásra szorul. Különben a társadalmi elégedetlenség nemcsak a piacgazdaságot, de magát a demokráciát is alapjaiban rengetheti meg. Mindez indokolttá teszi, hogy folyamatosan elemezzük a pénzügyi rendszerrel és politikával foglalkozó újabb elképzeléseket.

Hivatkozások

- AUGUSZTINOVICS MÁRIA [1963]: Pénzügyek a szocializmusban. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- BALOG ÁDÁM–MATOLCSY GYÖRGY–NAGY MÁRTON–VONNÁK BALÁZS [2014]: Credit Crunch Magyarországon 2009–2013 között: egy hiteltelen korszak vége? Hitelintézeti Szemle, 13. évf. 4. sz. 11–34. o.
- BERNANKE, B. S. [2022]: 21st Century Monetary Policy: The Federal Reserve from the Great Inflation to COVID-19. W. W. Norton & Company, New York, NY.
- BOTOS KATALIN [2016]: Pénzteremtés a modern gazdaságban. Pénzügyi Szemle, 61. évf. 4. sz. 456–470. o.
- BOTOS KATALIN [2022]: Mit tanulhat az utókor Irving Fishertől? Hitelintézeti Szemle, 21. évf. 2. sz. 175–187. o.
- BOTOS KATALIN [2024]: A Fed monetáris politikájának tanulságai. Könyvismertetés. Hitelintézeti Szemle, 23. évf. 2. sz. 205–212. o.
- CASE, A.–DEATON, A. [2020]: Deaths of Despair and the Future of Capitalism. Princeton University Press, Princeton, N. J.
- CSORTOS ORSOLYA–SZALAI ZOLTÁN [2015]: A globális pénzügyi válság kezelésének nehézségei: elméleti és gazdaságpolitikai tanulságok. Hitelintézeti Szemle, 14. évf. 3. sz. 5–38. o.
- GUBCSI LAJOS–TARAFÁS IMRE [1977]: A láthatatlan pénz. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- HAGELMAYER ISTVÁN [1964]: Pénz a szocializmusban. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- HALMAI PÉTER [2024]: Mélyintegráció-paradigma. Közgazdasági Szemle, 71. évf. 5. sz. 514–558. o. <https://doi.org/10.18414/KSZ.2024.5.514>.
- HUBER, J. [2017]: Sovereign Money. Beyond Reserve Banking. Palgrave Macmillan, London.
- KUMHOF, M.–BENES, J. [2012]: The Chicago Plan Revisited. IMF Working Papers, WP/12/202.
- KUMHOF, M.–BENES, J. [2014]: The Chicago Plan Revisited. VfS Annual Conference, 2014. Hamburg, Evidence-based Economic Policy, 100303. Verein für Socialpolitik/German Economic Association.

- NERSISYAN, Y.–WRAY, L. R. [2024]: The boy who cried wolf about government debt. Levy Economics Institute of Bard College, Policy Note, No. 1.
- SZALAY ZSUZSANNA–VÉRTESY LÁSZLÓ–NOVÁK ZSUZSANNA [2020]: A kis- és középvállalkozási szektor erősítése váltóra váltással. Pénzügyi Szemle, 65. évf. 3. sz. 413–429. o. https://doi.org/10.35551/PSZ_2020_3_6.
- SZALAY ZSUZSANNA–NOVÁK ZSUZSANNA–SZATHMÁRY Géza [2022]: Váltóalapú likviditásteremtés. Közgazdasági Szemle, 69. évf. 9. sz. 1031–1047. o. <https://doi.org/10.18414/ksz.2022.9.1031>.
- TAVLAS, G. S. [2020]: Modern Monetary Theory Meets Greece and Chicago. Economics Working Paper, No. 20122. Hoover Institution, Stanford University, Stanford, CA.
- TURNER, A. [2015]: Between Debt and the Devil. Princeton University Press, Princeton.
- TYMOIGNE, E. [2021]: Seven Replies to the Critiques of Modern Money Theory. Levy Economics Institute, Working Papers Series, No. 996.
- WRAY, R. [2024]: Modern Money Theory. A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems. 3. kiadás. Palgrave Macmillan, Cham.
- WRAY, L. R.–KELTON, S. [2023]: Magical Monetary Thinking at the Fed Killed SVB. The Lens, március 18. <https://stephaniekelton.substack.com/p/magical-thinking-monetary-thinking>.