

Tisztelt Olvasó!

Jelen lapszámunk egy tematikus számnak tekinthető, hiszen az írások döntő többsége a monetáris politika kérdéskörét járja körül. A téma aktualitását a Magyar Nemzeti Bank vezetőváltásán túl az adja, hogy a nemzetközi pénzügyi és gazdasági válság hatására világszerte sokat változtak a monetáris politika elemei és korábban betonbiztosnak hitt dogmák dőltek meg. Évtizedeken át a közgazdasági és pénzügyi tankönyvek alaptézise volt, hogy a jegybank csak a bankok bankja lehet, amely nem kerülhet közvetlen kapcsolatba a vállalkozásokkal, az amerikai jegybank (Fed) azonban a krízis tombolását látva sutba dobta ezt a tantételt és vállalati kötvényeket is befogadott a válságkezelés során. Megingathatatlan tételnek tűnt a jegybanki függetlenség – kissé talán túlmisztifikált – elve is, de az imént említett Fed dedikáltan az amerikai kormány gazdasági növekedést szorgalmazó elképzeléseit támogatandó vitte le a kamatlábat egy olyan országban, ahol a megtakarítási hajlandóság minimálisra csökkent. Felügyeleti szempontból az állampapírokat az elmúlt évtizedekben kockázatmentesnek tekintették – most pedig itt áll előttünk az államadósságok leminősítésének számos konkrét esete, kezdve a dél-európai államoktól, egészen a piaci kapitalizmus fellegvárának tartott Egyesült Államokig.

A válságos években egyértelművé vált, hogy a rugalmas inflációkövetés nem eredményezett szilárd monetáris kereteket, a felügyeleti és makrogazdasági szempontokat pedig nem lehet élesen elválasztani egymástól. A monetáris és a fiskális politika összehangolása sokkal fontosabb lett, mint korábban gondolták, és az is evidens, hogy az eszközárakat sem lehet figyelmen kívül hagyni az infláció mérésénél. Látható, hogy a jegybankok feladata – nevezetesen a pénz külső és belső értékének védelme – nem öncél, hanem a gazdaság működésének, fejlődésének, a foglalkoztatás biztosításának eszköze.

Igazunk van, ha mindezekre azt válaszoljuk: de hiszen a köz éppen ezt a feladatot szabta a jegybankok számára eddig is, hogyan lehetséges akkor, hogy ezt most külön is ki kell emelni? Ezek szerint lehetséges, hogy a társadalom egészének vélt vagy valós érdekei nem jelennek meg elég hangsúlyosan a jegybanki politikákban? Elképzelhető, hogy az elterjedt jegybanki szabályozás bizonyos társadalmi csoportok érdekeit felülsúlyozza más érdekekkel szemben? Ha igen, akkor mindez miképp egyeztethető össze a jegybanki függetlenséggel? Ezekkel a fontos és aktuális kérdésekkel foglalkozik *Kolozsi Pál Péter* közgazdász kutató cikke, amely a központi bankokkal szembeni érdekérvényesítés kereteit elemzi és modellezi.

Új megközelítésbe helyezi mind a jelenlegi válsággal, annak kezelésével, mind pedig a monetáris politikával kapcsolatos elképzeléseket *Dedák István* főiskolai tanár tanulmánya, amely a válságkezelést mérlegalkalmazkodási fo-

lyamatként írja le. A mostani krízis gyökere az egyes szereplők túlzott eladósodásában rejlik. Ez ugyanúgy igaz az Egyesült Államokra – ahol a privát szektor vagyommérlegében ugyan az adósságok értéke változatlan maradt, de az eszközárak zuhantak, így eltűnt a fedezetül szolgáló vagyon –, illetve Magyarországra – ahol a devizahitelek elterjedése hozta nehéz helyzetbe az országot. Keserves és fájdalmas ehhez az új túlzott eladósodási helyzethez hozzáigazítani a forrásokat, hiszen valakinek a pénzügyi vagyona mindig másvalakinek az adóssága és fordítva. A válságkezelésben merészebb tengerentúlon a problémát azzal oldották meg, hogy a fizetéseképtelenné vált adósok elvesztették vagyonukat, a csődbe jutott pénzügyi befektető intézményeket és biztosítókat pedig az állam tőkeinjekcióval kisegítette. Mindez viszont az állam további eladósodásával járt, azaz a magánszektor lefaragott adóssága helyébe az állam adóssága lépett. Ha mind a magánszektor, mind az állam eladósodik, akkor külső forrásból kell erednie a finanszírozásnak, vagy/és a monetáris szférának kell enyhítenie korábbi pénzteremtési szigorán. A monetáris válságkezeléshez azonban ma már nem elég a kamatlábsökkentés politikája, egy ilyen helyzetben nem hagyományos megoldások is szükségesek. Beszédes az is, hogy a Fed-hez hasonlóan lazításra kényszerült az Európai Központi Bank is, amikor a bajba jutott szuverén adósok kötvényeit felvásárolta. Hogy mégsem lett ebből jelentős infláció? Ezt megoldotta maga a válság, azaz az amúgy sok bajt okozó kereslethiány. Dedák István tanulmánya ehhez kapcsolódva világosan rámutat arra az Európában nap mint nap tapasztalható tényre, hogy a költségvetési megszorítások politikája nem oldja meg a gondjainkat. Az állami kiadások visszavágása ugyanis tovagűrűzik, és a fiskális multiplikátorok elemi erővel húzzák vissza az egész gazdaságot.

Lapszámunk kiemelkedően izgalmas írása az a számvevőszéki elemzés, amely a magyar monetáris és fiskális politika kapcsolatát vizsgálja. A tanulmány abból indul ki, hogy az Állami Számvevőszéknek törvényben rögzített feladata az éves költségvetési terv véleményezése, illetve ehhez kapcsolódva, a Költségvetési Tanács munkájának támogatásához kapcsolódva az Alaptörvényben rögzített adósságszabály teljesülésének vizsgálata. Mindez azt jelenti, hogy megkerülhetetlen a költségvetési kockázatok feltérképezése és elemzése. A tanulmány e kockázatokon belül arra koncentrál, hogy a jogszabályok szerint a központi költségvetésnek minden évben fel kell töltenie a Magyar Nemzeti Bank tartalékait, illetve kompenzálnia kell a jegybank veszteségét. Az elemzés rámutat, hogy ebből a szempontból kiemelten fontosak a jegybank devizatartalékai, hiszen ha az ezek után elszámolt kamatbevételek kisebbek, mint a finanszírozó forintforrások kamata, akkor veszteség keletkezik, amit a költségvetésnek kell megtérítenie. Márpedig a magyar jegybank jelentős devizatartalékot halmozott fel az utóbbi években, így ez a kockázat vitathatatlanul létezik. A szerzők megállapítják azt is, hogy a Magyarországon alkalmazott jegybanki eszközök túlságosan kedvezővé tették a bankok számára, hogy a jegybankban helyezték el likviditás-többletüket, ebből adódóan nem állt érdekükben a kockázatosabb hitelezési tevékenység szorgalmazása vagy a bankközi hitelezés lehetőségeinek keresése. Ki-

csit sarkosan fogalmazva: úgy fest, mintha a jegybanki politika egyik deklarált célja a kereskedelmi banki jövedelmezőség bizonyos szintjének kalibrálása lett volna. Kérdéses, hogy recessziós időszakban lett volna-e kereslet a hitelre, ha kissé olcsóbb lett volna, de az bizonyos, hogy a fenti megállapítás összecseng az egyes piaci szereplők, csoportok érdekérvényesítését vizsgáló tanulmányunk következtetéseivel.

Tanulságos és a hazai útkeresést is támogatja a Magyarország és Szingapúr pénzügypolitikáját összevető, összehasonlító tanulmány. A szerzők – a Budapesti Műszaki Egyetemen oktató – *György László* és *Veress József* szerint a távolinak tűnő példa azt mutatja, hogy a tőkebeáramlás pozitív hatásait a nálunk tapasztaltnál alacsonyabb költségek mellett is el lehetett volna érni. Nagyon fontosak a cikk utolsó sorai, amelyek szerint Szingapúr tudatos versenyképesség-fejlesztő iparpolitikával kompenzálja a beáramló tőke felértékelési hatását. Ez bizonyosan olyan terület, ahol van még némi tennivalója a magyar gazdaságpolitikának.

Sok érdekes megállapítással és következtetéssel szolgál a Nemzetközi Valutaalaptól (IMF) felvett magyarországi hitelek körülményeit bemutató cikk. A Szent István Egyetem tanszékvezető egyetemi tanára, *Csáki György* tanulmányából az egyes hitelfelvételek bemutatásán túl az is kiderül, hogy az IMF mindig a benyújtott szándéklevelek (*letter of intent*) alapján dönt a hitelek nyújtásáról, ami azt jelenti, hogy kontinentális értelemben vett, két fél által aláírt szerződés ezeknél a kölcsönöknél nincs. E procedúrát sokan nem ismerik pontosan, ami a 2008-as hitelfelvétellel, illetve annak elemzésével kapcsolatos közéleti vitákból egyértelműen kitűnt. Az azonban így is világos, hogy a feltételezett pozitív hatások ellenére is célszerűbb a végső nemzetközi mentsvárhoz való fordulást lehetőleg elkerülni...

Forgassák lapunkat haszonnal! Jó olvasást!

Botos Katalin
a szerkesztőség tagja