

Jelenlegi pénzügyi rendszer hibái

Az első két fejezetben új megközelítésben mutattuk be a pénzügyi rendszer működését. A pénzügyi rendszer működésének újragondolása ugyanakkor csak egy eszköz; amint megismerjük a jelenlegi pénzügyi rendszer valódi arcát, úgy annak hibái kézenfekvővé válnak. Ekkor a nehézséget már nem egy-egy hiba azonosítása, hanem a sok jelentős hiba feldolgozása és rendszerezése jelenti.

A jelenlegi pénzügyi rendszernek közel húsz jelentős hibáját azonosítjuk. Elég hihetetlenül hangzik, de – látni fogjuk, hogy – ezek egyike sem elhanyagolható. Míg egyes hibák általánosan jelen vannak a rendszerben, addig más hibák csak bizonyos időszakokban vagy országokban meghatározók. A hibák ugyanakkor rendszerezhetők, négy fő csoportba sorolhatók; végül pedig az is kiderül, hogy ezek összekapcsolódnak, és egy töről fakadnak.

A harmadik fejezetben a jelenlegi pénzügyi rendszer legfontosabb hibáit elemezzük: (1) az érdemtelen pénzáramlásokat, (2) a pénzügyi egyensúlytalanságokat, (3) a kockázatok áthárítását és (4) a pénzhasználat magas költségét.

„A bankrendszert többféleképpen lehet kialakítani, ezek közül a legrosszabb a jelenlegi.”

Mervyn King
a Bank of England
korábbi elnöke

3.1. ÉRDEMTELEN PÉNZÁRAMLÁSOK

A legtöbb embernek dolgoznia kell annak érdekében, hogy pénzhez jusson. A szerencsésebbek korábbi munkájukból szerzett pénzekből vásárolt ingatlanokat, földet vagy részvényeket birtokolnak, amelyek passzív jövedelmet biztosítanak számukra. Mindez azonban kispálya. A legvagyonosabbak nagyságrendekkel nagyobb összegekre tesznek szert mindenféle valós, jelen vagy múltbéli tényleges ellenszolgáltatás nélkül. Ezt azzal a trükkel teszik, hogy egyszerűen pénzt teremtenek vagy csoportosítanak át maguknak a pénzügyi rendszeren keresztül.

A jelenlegi pénzügyi rendszer hibáinak elemzését az érdemtelen pénzáramlások vizsgálatával kezdjük. Általánosságban érdemtelenség alatt azt értjük, hogy valamely gazdasági szereplő úgy jut pénzhez, hogy cserébe nem nyújtott tényleges ellenszolgáltatást mások számára.

A pénzteremtő intézmények feljegyzéseinek, változásának elemzésével az érdemtelen pénzáramlások egy része számszerűsíthető. A jelenlegi pénzügyi rendszer legalább a GDP 2-4 százalékát csoportosítja át évente a társadalom többségétől a leggazdagabb háztartásokhoz; részben átfedésben pedig a GDP 1 százalékát a perifériaországokból a centrumországokba.

Az alfejezetben megvizsgáljuk, hogy milyen érdemtelen pénzáramlások vannak (1) a jegybanki, (2) a banki és (3) az államadósság-mérlegekben, végül pedig (4) számszerűsítjük az érdemtelen pénzáramlások egy részét.

3.1.1. Jegybanki mérleg

A jegybanki mérlegben a legfontosabb érdemtelen pénzáramlás forrásai: a devizatartalék-képzés és a devizatartalék-kamatkülönbözet, valamint a kedvezményes jegybanki hitelnyújtás és eszközvásárlás.

Devizatartalék-képzés

A különböző országok pénzeinek részben mesterséges alá-fölé rendeltése adja a devizatartalékolás alapját (lásd 6.1. alfejezet). Ez az alá-fölé rendeltség egyfajta pénzügyi kizsákmányolást eredményez a nemzetközi térben.

A devizatartalékolás során a perifériaországok jegybankjai a centrumországok államkötvényeire tesznek szert, amivel szemben jegybankpénzt teremtenek. Mivel a periféria jegybankjai a centrumországok államadósságát „tartalékként” használják, ezek az adósságok – állományi szinten folyamatos megújítások mellett – a gyakorlatban lejárat nélküliek. Viszont amennyiben egy adósságnak nincs lejárat, az nem is igazi adósság, legfeljebb egyfajta részesedés.

Így a devizatartalékolás során a perifériaországok jegybankjai a gyakorlatban pénzt teremtenek a centrumországok számára. A devizatartalékolás nyertesei részben a centrumországok államai, részben azonban azok bankjai. A centrumországok bankjai ugyanis számlapénzteremtéssel juthatnak államkötvényekhez, amelyek pedig felhasználhatók a perifériaországok jegybankpénzeinek megszerzésére.

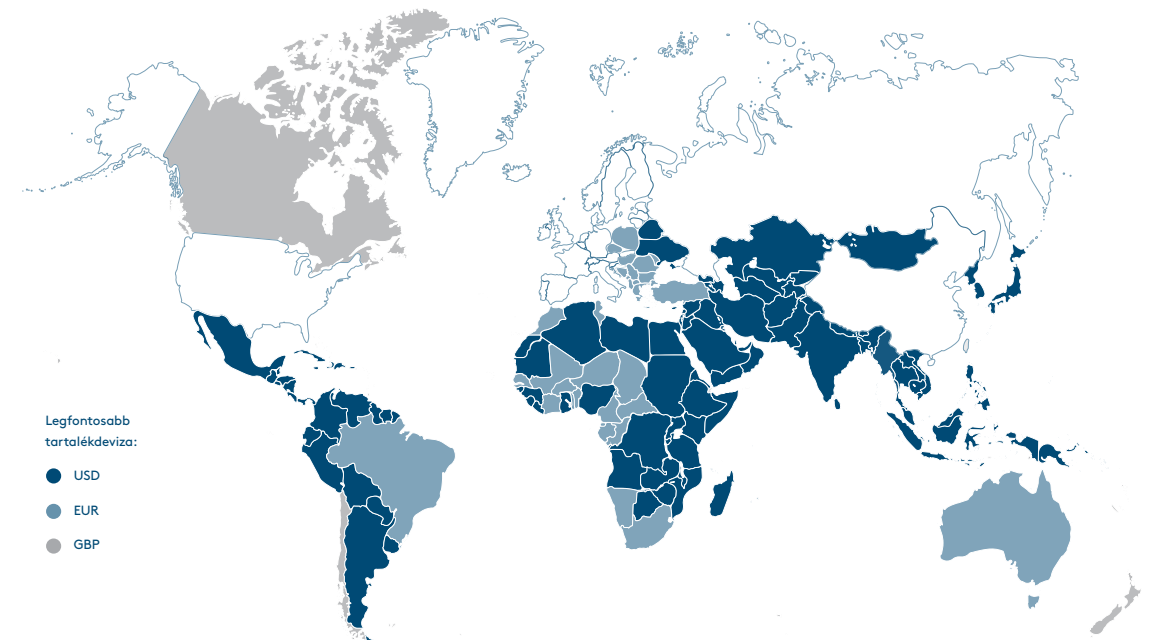
A devizatartalékolás eredményeképpen végezetül áruk áramlanak a perifériáról a centrumba, cserébe a centrum devizatartalékkal látja el a perifériát. A dollár kiemelt szerepe teszi lehetővé, hogy az Egyesült Államok, illetve más centrumországok folyamatosan többet importáljanak, mint amennyit exportálnak a világ más országaiba.

2021-ben a globális devizatartalékok meghatározó része, közel 60 százaléka dollárban volt; további közel 20 százalékot tett ki az euró, és közel 5 százalékot az angol font (IMF 2021). Egyes országok szinte kizárólag egyfajta devizát tartalékolnak. Szinte kizárólag *dollárt* tartalékolnak a Közel-Kelet országai, Dél-Amerika országai (Brazíliát, Chilét és Kolumbiát leszámítva) és számos afrikai ország; Közép-Kelet-Európa országai és a 14 volt afrikai gyarmati ország pedig kizárólag *eurót* tartalékol.

Más országok többféle devizát (leginkább dollárt, eurót, kisebb mértékben fontot, illetve kínai renminbit) tartalékolnak egyszerre. Az *angol font* a legmeghatározóbb, de nem kizárólagos deviza a tartalékok között Kanadában, Chilében és Új-Zélandon.

A következő, **28. ábra** azt mutatja meg, hogy a tartalékoló országokban melyik deviza a legjelentősebb tartalék az IMF kimutatása alapján (2018). Ugyanez a forrás bemutatja, hogy az országokban mekkora a további – azaz a második, harmadik stb. legmeghatározóbb – tartalékdevizák részaránya.

A devizatartalékolás során a perifériaországok jegybankjai a gyakorlatban pénzt teremtenek a centrumországok számára.



28. ábra: Legmeghatározóbb tartalékdeviza a világ különböző országaiban (2017)

Forrás: IMF 2018 alapján, módosítva

A devizatartalék-képzés során bekövetkező mérlegváltozásokat a 29. ábra szemlélteti. A többlépéses pénzügyi eseményeket bemutató ábrák (köztük a 29. ábra) értelmezése némi magyarázatot igényel. Az ábrán a pénzteremtő intézmények mérlegeiben bekövetkező változásokat követjük nyomon.

Minden új pénzügyi eseményt elválasztunk oly módon, hogy megszakítjuk a mérlegek függőleges vonalait. Az alsó vízszintes vonal alatti részek a pénzteremtő intézmények zárómérlegeit tükrözik, amelyek az összes új pénzügyi esemény összesített hatására állnak elő.

A devizatartalékolás első lépéseként tehát a periféria jegybankjai hazai jegybankpénzt teremtenek a semmiből, és azt odaadják a centrumnak. A centrumországok cserébe devizát, illetve államkötvényt adnak a periféria jegybankjainak. A külföldi nagybankok számára átválthatóság van az általuk teremtett számlapénz, a jegybankpénz és az államadósság között; így a gyakorlatban a centrum bankjai devizajegybankpénzt, saját maguk által teremtett devizaszámlapénzt, de akár államkötvényt is tudnak adni a periféria jegybankjainak pénzéért cserébe.

Második lépésben a centrumországok bankjai ezt a pénzt elköltik a periférián: ebből vásárolnak valamilyen terméket vagy eszközt (például privatizáció során). A centrum bankjai azonban nem feltétlenül maguk vásárolnak ebből a pénzből, hanem átadják azt más centrumország gazdasági szereplőinek devizáért cserébe. Összességében tehát a centrumországok elköltik a perifériaországok jegybankpénzét, cserébe pedig vásárlóerőt kapnak – így ez a pénz bekerül a periféria gazdaságába.

29. ábra: Devizatartalék-képzés

Periférijegybank		Perifériagazdaság		Centrum	
+ Deviza	+ Jegybankpénz (c)			+ Jegybankpénz	+ Deviza
	- Jegybankpénz (c)	+ Jegybankpénz		- Jegybankpénz	
	+ Jegybankpénz (p)	- Vásárlóerő		+ Vásárlóerő	
+ Deviza	+ Jegybankpénz (p)	+ Jegybankpénz		+ Vásárlóerő	+ Deviza
		- Vásárlóerő			

p = perifériagazdaság
c = centrum

Később részletesebben is azonosítjuk, hogy a trükk abban van, hogy a perifériaországok folyamatosan tartják a devizatartalékot, így az a gyakorlatban inkább egyfajta pénzteremtési eszköznek tekinthető, semmint tényleges adósságnak.

A devizatartalék felépülésének számos további módja lehetséges. Elképzelhető ugyanis, hogy a centrumországok bankjai nem költik el azonnal a számukra a periféria által teremtett jegybankpénzt, hanem inkább kamatoztatják azt. A periféria pénzének kamatozása ugyanis jellemzően magasabb, mint a deviza kamatozása. A kamatkülönbözet kihasználása többféleképpen lehetséges.

Az egyik lehetőség, hogy a centrum bankjai a számukra teremtett periféria-jegybankpénzt a perifériaországok jegybankjaiban hagyják, és ott kamatoztatják; a másik lehetőség, hogy a centrum bankjai ezt a pénzt kölcsönadják a perifériaországok államainak, illetve más gazdasági szereplőknek. A bemutatott változatok mellett szintén lehetséges, hogy a periféria a devizát ajándékba kapja a centrumtól, például EU-támogatás vagy a Világbank által nyújtott segély keretében.

A periféria jegybankjai devizatartalékot tartanak az egyik oldalon, ezzel szemben a másik oldalon hazai pénzt teremtenek. A periféria jegybankjai veszteséget szenvednek el a kettő kamatkülönbözetén.

Devizatartalék-kamatkülönbözet

Amikor Genfben dolgoztam, több devizakereskedő megjegyezte, hogy mennyire szeretik Magyarországot. Ilyen országot, ahol ennyire magasan tartják a kamatokat, általában csak Afrikában lehet találni. Az időszakok nagy részében vásárolni kell ezeket a devizákat, és megnyerni a kamatkülönbözetet. Ennek egyetlen hátránya: ha a fejes túl jól sikerül, néha a tehén belepusztul; a deviza leértékelődik.

A periféria jegybankjai devizatartalékot tartanak az egyik oldalon, amelyek kamatozása jellemzően alacsony; ezzel szemben a másik oldalon hazai pénzt teremtenek, amelynek kamatozása jellemzően magasabb. A periféria jegybankjai így veszteséget szenvednek el a kettő kamatkülönbözetén.

Minél nagyobb a devizatartalék, illetve kapcsolódóan a magasan kamatozó hazai jegybankpénz állománya, és minél nagyobb a kamatkülönbözet, annál nagyobb a jegybankok kapcsolódó vesztesége. A veszteség elsősorban a külföldi tulajdonban lévő bankokkal szemben keletkezik. A külföldi tulajdonban lévő bank nyeresége abból ered, hogy a forrásköltsége a devizával egyezően alacsony, de a hazai jegybankpénzre magasabb kamatot kap.

Az IMF ún. SDR-kvótát (Special Drawing Rights; különleges lehívási jogok) teremt, amit elcserél a tagországok jegybankpénzére (IMF 2010). Az SDR-kvóta kibocsátása kvázi pénzteremtésnek minősíthető. Az SDR kamatozása jellemzően alacsonyabb, mint a legtöbb tagország pénzéé; így az IMF jellemzően nyer a kibocsátáson. Az IMF-tagországok jegybankjai azonban jellemzően kamatkülönbözet-veszteséget szenvednek el az SDR-kvótán. Az SDR-kvóták aránya ugyanakkor a teljes devizatartalékon belül jellemzően kevésbé meghatározó; 2021-ben közel 5 százalékos arányt képviseltek (IMF 2022).

A devizatartalék-kamatkülönbözet mérlegváltozásait a 30. ábra szemlélteti. Ebben a változatban az első lépésben a periféria jegybankja, a devizatartalék-képzéshez hasonló módon jegybankpénzt teremt a centrumországok bankjai számára. A centrum bankjai azonban nem költik el ezt a pénzt, hanem a periféria jegybankjainál kamatoztatják.

Mivel a periféria pénzének kamata jellemzően magasabb, mint a devizáé, így az adott centrumország bankja nyeri meg a kamatkülönbözetet a periféria jegybankjával szemben.

30. ábra: Devizatartalék-kamatkülönbözet

Perifériajegybank		Perifériagazdaság		Centrum	
+ Deviza	+ Jegybankpénz (c)			+ Jegybankpénz	+ Deviza
	+ JBP-kamatok (c)			+ JBP-kamatok	+ Eredmény
	- Eredmény				
	- JBP-kamatok (c)	+ Jegybankpénz		- JBP-kamatok	+ Eredmény
	+ Jegybankpénz (p)	- Vásárlóerő		+ Vásárlóerő	
+ Deviza	+ Jegybankpénz (c)	+ Jegybankpénz		+ Vásárlóerő	+ Deviza
	- Eredmény	- Vásárlóerő			
	+ Jegybankpénz (p)				

p = perifériagazdaság
c = centrum

Leegyszerűsítve, egy olyan helyzetet ábrázolunk, ahol a deviza kamatozása nulla, a perifériaországok pénze pedig kamatozik. Ekkor, második lépésben, a centrumországok bankjai megnyerik a számukra korábban megteremtett periféria-jegybankpénz kamatait a perifériaországok jegybankjaitól, amelyek így veszteséget szenvednek el. Mindez csak számvitel: a periféria jegybankjai a kamatokkal növelik a centrum bankjainak számlaegyenlegét, cserébe csökkentik a jegybanki sajáttőke-rubrikában lévő egyenleget.

A harmadik lépésben a centrumországok a kamatnyereséget elköltik a periférián. A centrum így ebben a változatban is vásárlóerőhöz jut. A periféria pedig vásárlóerőt ad át a centrumnak a jegybanki veszteség ellentételezésére. A vásárlóerő megteremtésének lehetséges módja, hogy a perifériaország állami költségvetése ellentételezi a jegybank veszteségeit. Ez pedig úgy valósul meg, hogy az állam valamivel többet adóztat, illetve kevesebbet költ.

A devizatartalékolás során a centrum számára képzett periféria-jegybankpénz tehát ebben a változatban a centrumország bankjainál marad, amelyek így folyamatosan megnyerik annak kamatait. Az összeredmény ismételten az, hogy a centrum devizatartalékot biztosít, cserébe vásárlóerőt kap; a periféria devizatartalékot képez, és cserébe vásárlóerőt ad.

Kedvezményes jegybanki hitelnyújtás és eszközvásárlás

Az országok jegybankjai különböző élénkítési, illetve pénzügyi stabilitást elősegítő programok keretében hiteleket nyújtanak egyes gazdasági szereplőknek, illetve ezek kötvényeit megvásárolják (továbbiakban összesítve: hiteleket nyújtanak). A jegybankok elméletben nem válogathatnak a partnereket illetően, döntéseiket egységes szempontrendszer, illetve tőlük független hitelminősítés alapján hozzák meg. A gyakorlatban azonban nagy a csábítás a saját érdekkör előnyben részesítésére.

A jegybanki hitelezés jelentős támogatásban részesíti a jegybanki vezetéssel jó kapcsolatban álló érdekkör finanszírozását. Szélsőséges esetben a hitelnyújtást folyamatosan megújíthatják, így a művelet kvázi ajándék pénzteremtésnek minősíthető. Nem arról van szó, hogy minden jegybanki hitelnyújtás és eszközvásárlás érdemtelen pénzáramlást eredményezne, sőt többnyire nem ez történik. A gyakorlatban ugyanakkor nem mindig lehet éles választóvonalat húzni a jegybanki hitelezés, a kedvezményes hitelezés és az ajándék pénzteremtés között.

3.1.2. Banki mérleg

Többféle – részben vagy egészben – érdemtelen pénzteremtési csatornát azonosíthatunk a banki mérlegben is, amelyek közül a legfontosabb a banki kamatkülönbözet és a „kedvezményes hitelezés”.

Banki kamatkülönbözet

A bankok magasabb kamat mellett nyújtanak hiteleket, mint amennyi kamatot fizetnek a teremtett számlapénzekre. A bank kamatkülönbözet-nyereségét csökkentik a bank működési költségei, valamint a nemteljesítő hitelek – tényleges – vesztesége. Mindez a normális hitelezés tevékeny része; a jelenlegi pénzügyi rendszerben ugyanakkor a bankok kiemelt helyzetben vannak a hitelezés során.

Egyrészt a bankok hitelezéskor számlapénzt teremtenek a semmiből, nem pedig meglévő megtakarításokat gyűjtenek össze és közvetítenek. A bankrendszer ráadásul megteheti, hogy alacsony kamatot fizet a bankbetétekre; ennek oka, hogy a hivatalos pénz csak fizikai készpénz formájában érhető el, így a kényelmesebb banki számlapénznek nincs igazán versenytársa. A számlapénzeknek rendszerszinten nincs hova menekülniük, mivel az államkötvények – nem banki szereplők számára – kevésbé likvidek; a készpénz pedig nagy mennyiségben kezelhetetlen, illetve kockázatos.

Másrészt a bankok tárolják a gazdasági szereplők pénzeit, és biztosítják a mindennapi pénzforgalmat. A bankrendszer biztonságos működése ezért nagyon fontos a gazdaság számára. Ennek érdekében a társadalom különböző – később részletesebb elemzésre kerülő – ajándékbiztosításokban részesíti a bankokat, így csökkentve azok kockázatait.



31. ábra: Banki kamatkülönbözet

A banki kamatkülönbözet-nyereség jelentős részben a pénzteremtési képesség, valamint az ajándékbiztosítások eredménye. A számítások során azzal a feltételezéssel élünk majd, hogy a banki kamatkülönbözet-nyereség felerészben a bankok kiváltságos helyzetéből ered.

Az univerzális bankok mérlegeiben jellemzően a legjelentősebb tétel a jelzálog-hitelezés. Ezen belül is egyre meghatározóbbá váltak a már meglévő ingatlanokra nyújtott hitelek (Bezemer, Grydaki és Zhang 2014). A jelzálog-hitelezés során a bankok a jelzálogfedezeti érték egy részéig nyújtanak hitelt, és nem érheti kár őket mindaddig, amíg az ingatlan értéke nem csökken jelentősen.

Nemteljesítés esetén a bankok ugyanis jogot formálhatnak az adósok ingatlanjaira. A bankok pénzhez jutását elsősorban az ingatlanok nagyobb mértékű áresése veszélyezteti, mert ez további lakossági bedőléseket, a fogyasztói bizalom csökkenését, és végső soron recessziót, deflációt eredményezhet. Ezt a forgatókönyvet ugyanakkor a jegybank igyekszik elkerülni.

A jegybank ugyanis defláció esetén élénkítésbe kezd, ami az ingatlanárak újbóli emelkedéséhez vezet. A várható jegybanki lépés jelentősen tompítja a jelzálog-hitelezés kockázatait. A jelzálog-hitelezés során így elsősorban az történik, hogy a bankok alacsonyabban kamatozó számlapénzt teremtenek, és azt magasabb kamat mellett kölcsönadják.

A kamatemelési időszakok során megemelkedhetnek a betétekre fizetett kamatok. Később bemutatandó okok miatt a jelenlegi pénzügyi rendszer azonban nehezen tud elviselni kamatemelést, ezért ezt a forgatókönyvet inkább kivételesnek és átmenetileg gondoljuk. Emellett a bankok jellemzően csak kis részben osztják meg a magasabb kamat hasznát a háztartási és a kisvállalati betétesekkel.

A banki kamatmarzsokat veszélyeztetné a verseny. A bankrendszer azonban jellemzően oligopol jellegű – azaz a legtöbb országban néhány nagybanc uralja a piac meghatározó részét. Például az Egyesült Királyság, Brazília és Dél-Afrika esetében az öt legnagyobb bank 80 százalék feletti részesedéssel bír.

A másik három vizsgált országban ugyanez a piaci koncentráció alacsonyabb: az Egyesült Államok esetében 35, az eurózónában 65, India esetében pedig 40 százalék. Mindenesetre a bankok vélhetően nem versenyeznek egymással az utolsó százalékpontokig; ennek tudható be, hogy a bankrendszer jelentős kamatkülönbözet-nyereség termelésére képes.

„Kedvezményes hitelnyújtás”

A bankok kvázi pénzt teremthetnek érdekköreik számára.

A jegybankhoz hasonlóan, illetve még inkább, a bankok kvázi pénzt teremthetnek érdekköreik számára. Egy betéteket megtartani képes bank ugyanis rendkívül kedvező kamatozás mellett nyújthat hitelt; például akár 20 évre a tulajdonosi érdekkörébe tartozó vállalkozás számára, amely hitelt 20 év múlva újra megújíthatnak.

Hasonló pénzügyi tartalom valósul meg, amikor a bank tulajdonosi érdekkörébe tartozó vállalkozás kötvényeket teremt; ezeket a bank megvásárolja, majd az állományt folyamatosan megújítja és tartja. A kedvezményes kölcsön felhasználható például államkötvény, ingatlan, részvény, vállalkozás vagy egyéb eszközök vásárlására.

Elméletben szabályok korlátozzák a bankokat abban, hogy a tulajdonosi érdekkörükbe tartozó vállalatoknak hitelt nyújtsanak, valamint hogy számukra arányaiban túl sokat hitelezzenek. A gyakorlatban azonban nem mindig lehet megállapítani, hogy ki a tényleges tulajdonosa egy adott vállalkozásnak.

A kedvezményes hitelezés a gyakorlatban szürke zónát jelent. A skála egyik végén a saját érdekkör számára a piacinál valamivel kedvezőbb feltételek mellett nyújtott hitel, a másik végén az ajándék pénzteremtés áll. Amennyiben a pénzügyi rendszer nem megfelelően szabályozott, a banki érdekkörök ezt kihasználva akár jelentős mennyiségű pénzt is teremthetnek saját maguk számára.

A „kedvezményes hitelezésre” egy szélsőséges példa az ukrán Privátbank esete. Az ukrán állam a bankot 2016-ban közel 5 milliárd dolláros mentőcsomaggal volt kénytelen ellátni a bankban keletkező veszteségek miatt. Ezt a bankmentést közvetetten az IMF mentőhitel finanszírozta. Ekkor vált világossá az is, hogy a bank vállalati hiteleinek 97 százaléka valójában a tulajdonosi érdekkörhöz tartozó vállalatokat „finanszírozta” (WSJ 2016). A bank tulajdonosai tehát akár ennyi pénzt is teremthettek saját maguk számára.

Banki reáleszköz-vásárlások és banki nyereség

A bankok a semmiből teremtett számlapénzből ingatlanokat, részvényeket is vásárolhatnak úgy, hogy egyszerűen megnövelik az eladó számla-egyenlegét. A jogszabályok ugyan korlátozzák ezen vásárlási lehetőségek mértékét a banki mérleg meghatározott százalékában, ezen mértéken belül azonban a bankok a gyakorlatban ingyen vásárolhatnak reáleszközöket. A bankokat abban az esetben érheti számviteli veszteség, amikor a vásárolt eszköz értéke csökken a teremtett pénzhez, illetve annak betéti kamatokkal növelt értékéhez képest.

Amikor a bankok nyereséget mutatnak ki a mérlegükben, akkor ez automatikusan egyúttal pénzteremtést jelent. A bankoknak ez az egyedi, sajátos helyzete abból ered, hogy feljegyzéseik egyik oldala (forrásoldaluk), ahol a nyereségüket rögzítik, maga a pénz. A bankok kimutathatnak ténylegesen már megtermelt nyereséget, például a kapott és a fizetett kamatok különbözetét.

A bankok azonban kimutathatnak nyereséget úgy is, hogy az eszközeiket mesterségesen felértékelik. Ezt akkor tehetik meg a bankok, ha az eszközeik értékének megállapítására vonatkozó felügyeleti és számviteli szabályozások nem elég szigorúak; így technikailag képesek arra, hogy pusztán számviteli műveletekkel nyereséget mutassanak ki, azaz pénzt teremtsenek. A többletnyereség osztalék formájában a bankok tulajdonosainál jelenhet meg.

A bankok a semmiből teremtett számlapénzből ingatlanokat, részvényeket is vásárolhatnak.

A 2008-as pénzügyi válság előtt egyes bankok nyereséget könyvelhettek el a jelzáloghitel-eszközök számviteli értékelkedése miatt. A bankok arra hivatkoztak, hogy az alacsonyabb kamatok, illetve a kereskedett jelzálogpapírok magasabb árai alátámasztják azok értékelkedését. Az eszközök értékelkedése nyereséget eredményezett, amelyet a bankok osztalék formájában kifizettek.

A 2008-as válságot követő években ugyanezen jelzálogpapírok értéke lecsökkent. Ez az értékcsökkenés a banki mérleg eszközoldalának értékvesztését hozta magával, azaz veszteséget eredményezett. A banki tulajdonosok azonban csak részben, illetve nem voltak hajlandók feltőkésíteni a bankokat; azaz visszafizetni a korábban kifizetett osztalékokat. Több országban ez a teher a jegybankokra és az államokra hárult.

A 2008-as válság tanulságai következményeként a banki eszköz-értékelésre és a felértékelődésből származó osztalékfizetésre vonatkozó szabályozás szigorúbbá vált. Például több nagybanknak minősülő intézmény eszközoldalát átvizsgálták (ECB Banking Supervision 2014), vagy például a Covid-19-krisis elején osztalékfizetési tilalmat rendeltek el (Hardy 2021).

3.1.3. Államkötvénymérleg

Magyarországon a rendszerváltást követő időszakot folyamatos megszorítások és privatizáció jellemezte. A 2000-es évek elején voltam egyetemista az akkori Budapesti Közgazdaságtudományi Egyetemen. A pénzügytan-könyv végén részletes táblázatban szerepeltek az ország korábbi éveinek költségvetési kiadási tételei: társadalombiztosítás, nyugdíjak, központi költségvetési szervek stb. A táblázatban az egyik utolsó rubrika a „kamatkiadások” volt. A kamatkiadások a teljes költségvetés közel negyedét tették ki – jóval nagyobb volt, mint bármely más tétel. A könyv írói azonban nem tartották fontosnak ezt a részletet kiemelni.

A mainstream közgazdászok általában nagy hangsúlyt fektetnek a „költségvetési egyensúly” megteremtésére. Ezt azonban a kiadások lefaragásával, illetve a bevételek növelésével, például adóemeléssel vagy privatizációval kívánják elérni. Az a kérdés azonban jellemzően nem merül fel, hogy mekkorák a kamatkiadások, és hogyan lehetne csökkenteni ezeket.

Korábban azonosítottuk, hogy az államadósság növekedését három tényező befolyásolja: az állami túlköltekezés, a kamatterher, valamint az egyéb tényezők. Mindhárom államadóssághoz kapcsolódó pénzteremtési csatorna esetében többféle érdemtelen pénzáramlás azonosítható.

Állami túl- és alulköltekezés

Amikor az állam – kamatok és egyéb tételek nélkül – túlköltekezik (az elsődleges egyenlege hiányos), akkor az állam több pénzt ad vissza a gazdaság számára, mint amennyi adót beszed. Ez úgy történik, hogy az állam számára az államadósságon keresztül pénz keletkezik minden ellenszolgáltatás nélkül, azaz érdemtelenül. (Ezt a lehetőséget az állam a jelenlegi pénzügyi rendszerben azonban csak kamatfizetés ellenében tudja megtenni.)

Az állami túlköltekezés az elmúlt negyven év átlagában kevés államra, a megvizsgált országok közül csak az Egyesült Államokra volt jellemző. Később látni fogjuk, hogy nemcsak hogy elfogadható, hanem egyenesen kívánatos, hogy a gazdaság megfelelően bőséges pénzellátását az állam biztosítsa. Így az állami túlköltekezés – bár érdemtelen olyan értelemben, hogy ténylegesen ellentételezés nélküli – mégis helyénvaló. Ez az a seigniorage-bevétel, amely minden államot meg kellene, hogy illessen (lásd 4.1. alfejezet).

Amikor az állam alulköltekezik (az elsődleges egyenlege többletes), akkor – kamatok és egyéb tételek nélkül is – kevesebb pénzt oszt vissza a gazdaság számára, mint amennyi adót beszed. Amikor az állam a gazdaságból pénzt von ki, akkor negatív érdemtelen pénzáramlás valósul meg. Ez azt jelenti, hogy az állam nemhogy nem szerzi meg a seigniorage-bevételt, hanem épp ellenkezőleg, érdemtelenül – bármiféle reálérték, előny megszerzése nélkül – pénzt semmisít meg a gazdaság számára. Az állami alulköltekezés – tehát a kapcsolódó negatív érdemtelen pénzáramlás – inkább a perifériaországokra jellemző.

Államadósság kamatterhe

Az államkötvények tulajdonosai kamatot kapnak. Elméletben a kamatok azért járnak, mivel a megtakarító hajlandó lemondani megtakarításairól egy időre, illetve vállalni a vissza nem fizetés kockázatait. Az államadósság esetében ez a megközelítés több szempontból is megkérdőjelezhető.

Amikor az állam alulköltekezik (az elsődleges egyenlege többletes), akkor kevesebb pénzt oszt vissza a gazdaság számára, mint amennyi adót beszed. Ekkor az állam pénzt semmisít meg a gazdaság számára.

A hazai pénzben kibocsátott államadósságnak valójában nincs visszafizetési kockázata. A bankok képesek pénzteremtéssel is államkötvényt „vásárolni”.

Egyrészt – mint ahogy arra már többször rámutattunk – a hazai pénzben kibocsátott államadósságnak valójában nincs visszafizetési kockázata. Másrészt szükséges látni, hogy az államkötvény (államadósság) megszerzése többféleképpen lehetséges. Az átlagos háztartások jellemzően meglévő megtakarításaikat fektetik be államadósságba.

A bankok, illetve a kedvező finanszírozási lehetőségekhez hozzáférő háztartások azonban képesek pénzteremtéssel is államkötvényt „vásárolni”, mint ahogy a külföldi banki szereplők is képesek erre. Míg a meglévő megtakarításból származó kamatokat nem tekintjük érdeemtelennek, addig a pénzteremtésből, illetve kedvezményes finanszírozásból származó kamatokat részben érdeemtelennek tekintjük.

Hétféle államkötvény-vásárlási formát azonosítunk, és ezeket elemezzük egyenként:

Államkötvény-vásárlás készpénzből és bankbetétből (1–2.)

Az első változatban a megtakarítók készpénzből vásárolnak államkötvényt, például az államkincstárnál. A jegybank ekkor a készpénzt megszünteti, cserébe viszont növeli az állam számlaegyenlegét (első lépés). Az állam a befolyt összeget később elkölti; kifizeti az állami munkavállalókat, szociális juttatásokat, alvállalkozóit stb. Mivel az állam a háztartások és a vállalatok bankszámlájára utalja a kifizetéseket, ezzel a bankrendszer forrásoldala nő. Az utalást az állam jegybankpénzben hajtja végre, így a bankrendszer eszközoldala jegybankpénzzel nő (második lépés).

A második változatban a megtakarítók bankbetétből vásárolnak államkötvényt; ekkor a megtakarítók a bankon keresztül utalnak pénzt az állam számlájára. Ez úgy valósul meg, hogy a bankok jegybankpénzt utalnak az államnak, és egyúttal csökkentik a megtakarító betétszámláját (első lépés). Az állam a befolyt összeget – az első változatban bemutatott módon – elkölti, így az visszaáramlik a bankrendszerbe (második lépés). Mind az első, mind a második változatban a megtakarítók meglévő pénzeiket adták kölcsön az államnak.

Államkötvény-vásárlás banki pénzteremtéssel (3.)

A hazai és külföldi bankok és érdekköreik azonban pénzteremtésből is képesek államadósságot vásárolni többféle módon. A továbbiakban ezeket a változatokat mutatjuk be. A harmadik változatban a hazai bank gyakorlatilag pénzteremtéssel vásárol államkötvényt, amelynek lépéseit a 32. ábra szemlélteti.

32. ábra: Banki államkötvény-vásárlás

Jegybank		Bankok		Államkötvények	
	- Bankok számlái + Állam számlája	- Jegybankpénz + Államadósság		+ Államadósság	+ Államkötvények (b)
	- Állam számlája + Bankok számlái	+ Jegybankpénz	+ Számlapénzek		
Jegybank		Bankok		Államkötvények	
		+ Államadósság	+ Számlapénzek	+ Államadósság	+ Államkötvények (b)

b = bankok

A bank először lejegyzí az állam újonnan kibocsátott államkötvényét; ekkor a bank jegybankpénzt utal az állam jegybanki számlájára (első lépés). Az állam azonban ezt a pénzt elkölti a korábban már bemutatott módon. Az állam jegybankpénzt utal a banknak, amely azonos összeggel növeli a kedvezményezett bankszámlaegyenlegét; a jegybankpénz így visszakerül a bankba (második lépés).

A folyamat végeredménye, hogy a bank magasabban kamatozó államkötvényre tesz szert eszközoldalon, és alacsonyabban kamatozó számlapénzt teremt forrásoldalon (zárómérleg). Ha egy lépést hátrálépünk, akkor azt látjuk, hogy a bank összességében saját gyártású számlapénzzel fizetett az államadósságért.

A bankok rendszerszinten tehát egyszerű pénzteremtéssel tudnak államkötvényeket „vásárolni”. Hasonlóan azonban a reáleszköz-vásárlásoknál bemutatottakhoz, a pénzteremtésből történő államkötvény-vásárlás lehetőségével elsősorban a nagy, sok ügyféllel rendelkező – így a betéteket megtartani képes – bankok tudnak élni.

33. ábra: Államkötvény-
vásárlás kedvezményes
banki hitelből

Államkötvény-vásárlás „kedvezményes” banki hitelből
(4.)

A negyedik változatban a bank „kedvezményes” hitelt (például értékpapír-fedezetű, ún. lombardhitelt) biztosít az érdekkörei számára, akik a jóváírt összegből államkötvényt vásárolnak; ezt a lehetőséget a 33. ábra szemlélteti.

Jegybank		Bankok		Államkötvények	
		+ Hitelek (é)	+ Számlapénzek (é)		
- Bankok számlái	- Jegybankpénz			+ Államadósság	+ Államkötvények (b)
+ Állam számlája	+ Államadósság				
		- Államadósság	- Számlapénzek (é)		- Államkötvények (b)
					+ Államkötvények (é)
- Állam számlája	+ Jegybankpénz	+ Számlapénzek			
+ Bankok számlája					
Jegybank		Bankok		Államkötvények	
		+ Hitelek (é)	+ Számlapénzek	+ Államadósság	+ Államkötvények (é)

b = bankok
é = banki érdekkörök

Első lépésben a bank hitelt nyújt az érdekkörei számára. A bank a később megvásárlásra kerülő államkötvényt vonja majd be a kölcsön fedezeteként. A bank eszközoldalán a banki érdekkör számára nyújtott hitel, forrásoldalán a banki érdekkör számára teremtett számlapénz áll. A banki érdekkör mérlegében – amelyet tipográfiai okokból nem mutatunk be – eszközoldalón banki számlapénz, forrásoldalón banki hitel áll.

A bank újonnan kibocsátott államkötvényt vásárol (második lépés). A banki érdekkör a felvett hitelből az államkötvényt megvásárolja a banktól. A bankrendszer eszközoldala az államkötvénnyel, forrásoldala a banki érdekkör számlaegyenlegével csökken. A banki érdekkör mérlegének eszközoldala pedig a számlapénzzel csökken, az államkötvénnyel nő (harmadik lépés). Az államkötvényt technikailag egy letétkezelőnél helyezhetik el. Ezzel biztosítható, hogy az államkötvény bevonható legyen fedezetként a kölcsön vissza nem fizetése esetén.

Mindenesetre az állam a kötvény fejében kapott jegybankpénzt elkölti, így az visszaáramlik a bankrendszerbe (negyedik lépés). A bank összességében követelésre tesz szert eszközoldalón, és számlaegyenleget képez forrásoldalón; a banki érdekkör pedig magasabban kamatozó államkötvényt tulajdonol, amelynek forrása az alacsonyabban kamatozó banki kedvezményes hitel (zárómérlegek).

A banki érdekkör tehát meglévő megtakarítások hiányában tud államkötvényt „vásárolni”. A bank pénzt teremt a semmiből, és ezt a pénzt adja kölcsön a saját érdekkörének az államadósság megvásárlására.

A kedvezményes hitelből történő államkötvény-vásárlás – államkötvény-lombardhitelezés címen – valamekkora sajtóvisszhangot is kapott Magyarországon. A bankok kedvező hiteleket nyújtottak privát banki ügyfeleknek, akik az ebből megvásárolt államkötvényeket bevonhatták fedezetként újabb kölcsön lehívásához; az újabb kölcsönből pedig újabb és újabb államkötvényeket vásárolhattak (Portfolio 2019).

Külföldi pénzügyi szereplők államkötvény-vásárlása
(5–7.)

A külföldi bankok és érdekköreik szintén képesek pénzteremtéssel államkötvényt vásárolni többféleképpen. Az ötödik változatban a külföldi bank devizaszámlapénz-teremtéssel és jegybanki pénzváltáson keresztül vásárol hazai államadósságot; ezt a változatot a 34. ábra szemlélteti.

A deviza-pénzforgalomban meghatározó szerepet játszó, betéteket megtartani és vonzani képes külföldi bank számára szintén átválthatóság van az általa teremtett devizaszámlapénz, devizajegybankpénz és a centrumbéli országának államkötvényei között.

A külföldi bank először devizát biztosít, amit a jegybanknál hazai jegybankpénzre vált át; annál egyszerűbben, minél nagyobb – sok esetben ún. levelező – bankról van szó (első lépés). Ezt követően a külföldi bank a számára jóváírt jegybankpénzből hazai államkötvényt vásárol (második lépés). A külföldi bank így végül hazai államkötvényekre tesz szert eszközoldalón, amivel szemben devizaszámlapénzt teremt forrásoldalón (zárómérleg).

34. ábra: Külföldi banki államadósság-vásárlás jegybanki devizaátváltással

A változatnak további lépései lehetnek. Egyrészt az állam a jegybank-pénzt elkölti, ezáltal a pénz a hazai bankrendszerbe kerül; másrészt a jegybank – a devizatartalék-képzési folyamat második lépéseként – a devizát befekteti külföldi államkötvénybe.

Jegybank		Külföldi bank		Államkötvények	
+ Deviza	+ Bankok számlái (k)	+ Jegybankpénz	+ Deviza		
	- Bankok számlái (k)	- Jegybankpénz		+ Államadósság	+ Államkötvények (k)
	+ Állam számlája	+ Államadósság			
Jegybank		Külföldi bank		Államkötvények	
+ Deviza	+ Állam számlája	+ Államadósság	+ Deviza	+ Államadósság	+ Államkötvények (k)

k = külföld

A külföldi bankok számára azonban ez a csere nem okoz gondot rendszerszinten, mivel a külföldi bankok – a hazaiakhoz hasonlóan, végső soron zárómérlegeiket tekintve – pénzteremtéssel juthatnak a saját államuk államadósságához. A külföldi bankok esetében is igaz, hogy leginkább a nagy, sok betétessel rendelkező bankok tudnak pénzteremtéssel államkötvényt vásárolni, így ezekhez visszaáramlik a számlapénz, illetve a jegybankpénz a mérlegük két oldalán.

A hatodik változatban a külföldi bank nem a jegybankon, hanem a hazai bankrendszeren keresztül – egy hazai pénz vs. deviza csereügylet keretében – jut hazai pénzhez. A hetedik változatban pedig a külföldi bank az érdekkörének nyújt „kedvezményes” devizahitelt, és így az érdekkör ebből hazai államkötvényt tud vásárolni.

Mind a hatodik, mind a hetedik változatban összességében – az ötödik változathoz hasonlóan – a külföldi bank devizát teremt forrásoldalon; ezzel szemben pedig a külföldi bank, illetve érdekköre hazai államkötvényre tesz szert eszközoldalon – azaz korábbi megtakarítások nélkül hazai államkötvényhez jut.

Egyéb tényezők

Az államadósság növekedését olykor egyéb tényezők: például árfolyam-, illetve kamatveszteségek okozzák. Az államok időnként kifejezetten kedvezőtlenül választják ki az eladósodásuk pénznemét, illetve lejáratí szerkezetét.

Az 1870-es és 1880-as években például számos ezüststandardon lévő ország – köztük Magyarország is (Soós és mtsai. 1993) – aranyalapú devizában vett fel hitelt. Az ezüststandard kivezetésével az arany árfolyama jelentősen erősödött, így az ezüststandardon lévő országok adóssága – ezüstben mérve – felértékelődött.

Hasonlóan kedvezőtlen választások voltak egyes perifériaországok 1960-as, 1970-es évekbeli dollárban történő hitelfelvételei; a dollárkamatok ezt követően ugyanis az egekbe emelkedtek (Arrighi 1994). Nem jártak jól az 1970-es években a svájci frankban, majd az 1980-as évek közepén a jenben eladósodó országok sem, mivel ezen devizák árfolyama rövid idő alatt a duplájára erősödött (Szabó 2015).

A visszasság abban van, hogy néhány döntéshozó szerencsétlen spekulációja jelentősen megnövelheti egy ország államadósság-állományát. A megnövekedett államadósság-állomány, különösen amennyiben ez később magas jegybanki kamatokkal jár, az egész ország pénzügyi rendszerét kedvezőtlen irányba viheti. A másik oldalon viszont egyes érdekcsoportok nyerhetnek ezzel.

3.1.4. Érdemtelen pénzáramlások számszerűsítése

A fogyáshoz általában két dolgot kell csinálni: kevesebbet enni és többet mozogni. A fogyókúrában azonban segít, ha nem csak nagyjából figyelünk az életmódunkra, hanem egy mérleggel is folyamatosan követjük, hogy mennyi súlyt adunk le.



Az államadósság növekedését olykor egyéb tényezők: például árfolyam-, illetve kamatveszteségek okozzák.

36. ábra: Érdemtelen pénzáramlási módok

Hasonlóan azonosíthatjuk az érdemtelen pénzáramlásokat. Tovább pontosíthatjuk az érdemtelen pénzáramlások megértését, amennyiben azokat számszerűen is meg tudjuk ragadni.

Az érdemtelen pénzáramlások egy része számszerűsíthető a pénzmennyiség-követő elemzési keret segítségével (lásd 1.2. alfejezet, valamint a Függelék). A korábban elemzett érdemtelen pénzáramlásokat a következő, 36. ábra foglalja össze; ezen belül a számszerűsíthető érdemtelen pénzáramlásokat az ábrán megvastagítva jelöljük.

Jegybank					Bankrendszer					Államkötvények				
Pénzteremtési mód	99%	1%	Állam	Külf.	Pénzteremtési mód	99%	1%	Állam	Külf.	Pénzteremtési mód	99%	1%	Állam	Külf.
Devizatartalék-képzés				+	Kamatok és kapcs. tételek	-	+			Elsődleges egyenleg			+/ -	
Kamatok		+	-	+	Kedvezményes hitelnyújtás		+			Kamatteher		+		+
Kedvezményes hitelnyújtás		+			Reáleszköz-vásárlás		+			Egyéb tételek				+
					Nyeresség		+							

Az átlagos háztartások szinonimájaként változatlanul a 99%-ot, a nagyon gazdag háztartások szinonimájaként a top 1% kifejezést használjuk. Az ábrán a plusz-, illetve a mínuszjel azt mutatja meg, hogy jellemzően leginkább melyik tulajdonosi kör számára keletkezik, illetve semmisül meg pénz érdemtelenül; azaz reálérték-változás nélkül. A végeredmények értékelésekor az átlagos háztartás és az állam értékeit változatlanul összevonjuk többség néven.

Az érdemtelenségi pénzáramlások számításai szintén a pénzügyi mérlegekből indulnak ki. A számítás kiindulási pontjai a tranzakcióspénz-mennyiség kalkulációja során már kialakított, egy-egy pénzteremtési csatorna tulajdonosi körökre felosztott értékei. Ezen értékekhez ún. érdemtelenségi faktorokat rendelünk, amelyet a 37. ábra 5. pontja szemléltet, míg a korábbi pontok foglalják össze a pénzteremtés mikéntjét és tulajdonosi felosztását.

Az érdemtelenségi faktorok kialakítását a fejezetben bemutatott érdemtelenségi megfontolások alapján alakítottuk ki. Az érdemtelenségi faktorok egy adott országra vonatkozó kialakítását – példaként – a 37. ábra 5. pontja szemlélteti. Az ábra 5. pontja például azt mutatja, hogy az adott országra vonatkozóan a jegybanki mérlegben a devizatartalék-képzés érdemtelenségi faktora 1. Ez azt jelenti, hogy a devizatartalék-képzés során keletkező pénzt teljes mértékben érdemtelennek tekintjük.

A banki mérlegben többféle érdemtelen pénzáramlás van: a kamatfizetések és a banki nyereséget csupán felerészben tekintjük érdemtelennek; azzal a feltételezéssel élve, hogy azok részben a bank – érdemtelen – pénzteremtési jogosultságából származnak, részben azonban valódi kockázatvállalás és szervezés eredményei.

A bank nemteljesítő hiteleken elszenvedett veszteségét úgy tekintjük, hogy azt érdemtelenül megnyerte a többség. A banki felső vezetők bónuszait, illetve kifizetéseit nagyrészt érdemtelennek tekintjük. Természetesen tudjuk, hogy a faktorok leegyszerűsítőek, és nem visszamért, pontos értékek, ugyanakkor segíthetnek becslést adni az érdemtelenségi pénzáramlások nagyságrendjéről.

Az érdemtelenségi pénzáramlások kiszámítása a faktorok meghatározását követően úgy folytatódik, hogy (a 37. ábrán a 6. pontban) az egy-egy pénzteremtési csatorna tulajdonosi körökre felosztott értékeit beszorozzuk az érdemtelenségi faktorokkal. Így meghatározhatjuk, hogy egy adott érdemtelen pénzáramlást eredményező pénzteremtési csatorna esetében egy adott tulajdonosi kör számára milyen mértékben keletkezik érdemtelen pénzáramlás.

Az azonos tulajdonosi körre vonatkozó különböző tételek értékei összeadhatók. Így meg tudjuk határozni, hogy az egyes tulajdonosi körök összesen milyen mértékben nyernek, illetve veszítenek az érdemtelen pénzteremtési folyamatok során. Az érdemtelenségi pénzáramlás számítási keretrendszerének alapját a következő ábra szemlélteti egy perifériaország éves GDP-jének arányában.

Az érdemtelen pénzáramlások egy része számszerűsíthető a pénzügyi mérlegek elemzésével.

1. Mérlegek/Pénzmennyiség (GDP%)

Jegybank			Bankok			Államkötvények		
13,4 Deviza-tartalék	Készpénz	2,8	10,3 Jegybank-pénz	Betétek	84,6	53,2 Állam-adósság	Államkötvények	53,2
2,9 Banki hitel és egyéb	Állam betétje	3,1	34,8 Lakossági hitelek					
	Bankok betétje és egyéb	10,3	39,4 Vállalati hitelek					

2a. Mérlegváltozások/Pénzteremtési módok, részletes (GDP%)

Jegybank		Bankok		Államkötvények	
Devizatartalék-képzés	0,4	JBP szembeni betét kamata	0,5	Elsődleges egyenleg	-0,3
Devizatartalék kamata (ST)	0,2	JBP-kamat-különbözet	0,2	Kamatteher	4,6
Banki hitelek állományváltozása	-0,2	Hitelállomány-változás	3,9		
Bank hitelek kamata (ST)	0,2	Törlesztések	-11,1		
Készpénz kamata	0,0	Új hitel-felvételek	15,1		
Készpénz kamata (ST)	0,0	Kamatbeszedés	-7,4		
Állami betét kamata	0,0	Kamatjováírás	3,3		
Állami betét kamata (ST)	0,0	NPL-veszteség	0,5		
Banki betétek kamata	0,7	Banki működési költség	1,8		
Banki betétek kamata (ST)	-0,7	Banki nyereség	1,8		

2b. Mérlegváltozások/Pénzteremtési módok, összefoglalás (GDP%)

Jegybank		Bankok		Államkötvények	
Devizatartalék-képzés	0,4	Hitelállomány-változás	3,9	Elsődleges egyenleg	-0,3
Banki betétek kamata	0,7	Törlesztések	-11,1	Kamatteher	4,6
Sajátátöke-változás összesen	-0,3	Új hitel-felvételek	15,1		
		Kamatbeszedés	-7,4		
		Kamatjováírás	3,7		
		NPL-veszteség	0,5		
		Banki működési költség	1,8		
		Banki nyereség	2,0		

ST = sajáttőke

JBP = jegybankpénz

NPL = nemteljesítő hitelek

3. Tulajdonosi felosztás

Jegybank					Bankok					Államkötvények				
	99%	Állam	1%	Külf.		99%	Állam	1%	Külf.		99%	Állam	1%	Külf.
Devizatartalék-képzés	-	-	-	100	Hitelállomány-változás	59	-	41	-	Elsődleges egyenleg (EE)	-	100	-	-
					Törlesztések	59	-	41	-	Kamatteher	16	2	41	41
					Új hitel-felvételek	59	-	41	-					
					Kamatbeszedés	65	-	35	-					
					Kamatjováírás	32	-	53	15					
					NPL-veszteség	100	-	-	-					
					Banki működési költség	60	-	40	-					
					Banki nyereség	20	-	55	25					

4. Tulajdonosi felosztás (GDP%)

Jegybank					Bankok					Államkötvények				
	99%	Állam	1%	Külf.		99%	Állam	1%	Külf.		99%	Állam	1%	Külf.
Devizatartalék-képzés	-	-	-	0,4	Hitelállomány-változás	2,3	-	1,6	-	Elsődleges egyenleg	-	-0,3	-	-
					Törlesztések	-6,5	-	-4,6	-	Kamatteher	0,7	0,1	1,9	1,9
					Új hitel-felvételek	8,9	-	6,2	-					
					Kamatbeszedés	-4,8	-	-2,6	--					
					Kamatjováírás	1,2	-	2,0	0,6					
					NPL-veszteség	0,5	-	-	-					
					Banki működési költség	1,1	-	0,7	-					
					Banki nyereség	0,4	-	1,1	0,5					

5. Érdemtenségi faktor

Jegybank					Bankok					Államkötvények				
	99%	Állam	1%	Külf.		99%	Állam	1%	Külf.		99%	Állam	1%	Külf.
Devizatartalék-képzés	-	-	-	1	Hitelállomány-változás	-	-	-	-	Elsődleges egyenleg	-	1	-	-
					Törlesztések	-	-	-	-	Kamatteher	0	1	0,5	0,75
					Új hitel-felvételek	-	-	-	-					
					Kamatbeszedés	0,50	-	0,50	0,50					
					Kamatjováírás	0	-	0	0					
					NPL-veszteség	1	-	-	-					
					Banki működési költség	0	-	1	-					
					Banki nyereség	0,50	-	0,50	0,50					

EE = elsődleges egyenleg

6. Érdemtelen pénzáramlások (GDP%)

Jegybank					Bankok					Államkötvények				
	99%	Állam	1%	Külf.		99%	Állam	1%	Külf.		99%	Állam	1%	Külf.
Devizatartalék-képzés	-	-	-	0,4	Hitelállomány-változás	-	-	-	-	Elsődleges egyenleg	-	-0,3	-	-
					Törlesztések	-	-	-	-	Kamatteher	0	0,1	1,0	1,4
					Új hitel-felvételek	-	-	-	-					
					Kamatbeszedés	-2,4	-	-1,3	-					
					Kamatjóváírás	0,0	-	0,0	0,0					
					NPL-veszteség	0,5	-	-	-					
					Banki működési költség	0,0	-	0,7	-					
					Banki nyereség	0,2	-	0,6	0,3					
Összesen	0,0	0,0	0,0	0,4	Összesen	-1,7	0,0	0,0	0,3	Összesen	0,0	-0,2	1,0	1,4

Összesítés (GDP%)

	99%	Állam	1%	Külf.
Devizatartalék-képzés	-	-	-	0,4
Banki kamateredmény	-1,7	0,0	0,0	0,3
Állami túlköltekezés (EE)	-	-0,3	-	-
Államadósság kamatterhe	0,0	0,1	1,0	1,4
Összesen	-1,7	-0,2	1,0	2,0

37. ábra: Érdemtelen pénzáramszámítások, példa, Dél-Afrika, 2018

A részletes mérlegalapú számítások segítenek azonosítani, hogy melyek a legmeghatározóbb érdemtelen pénzáramlások a különböző szektorokban. Az érdemtelen pénzáramlásokat az állami szektorban az állami túl-, illetve alulköltekezés, az átlagos háztartásoknál a banki hitelek kamatai, a nagyon gazdag háztartásoknál pedig az államadósság kamatai, valamint a bankhitelek kamatai befolyásolják a leginkább. Ezen tényezők változásából közelíthetjük az eredményeket részletesebb mérlegelemzések nélkül. A közelítésekhez az alábbi összefüggéseket használhatjuk:

$$\begin{aligned} &\text{érdemtelen pénzáramlások (többség)} = \\ &\quad - \text{banki kamatok} \times 0,25 + \text{állami túlköltekezés} \\ &\quad \text{és} \\ &\quad \text{érdemtelen pénzáramlások (top 1\%)} = \\ &\quad + \text{banki kamatok} \times 0,1 + \text{államadósság kamatterhe} \times 0,1 \\ &\quad \text{és} \\ &\text{érdemtelen pénzáramlások (a külföld, a periféria esetében)} = \\ &\quad + \text{devizatartalék-képzés} + \text{államadósság kamatterhe} \times 0,1 \end{aligned}$$

A számítások értelmezéséhez néhány további adalék szükséges. Háromféle érdemtelen pénzáramlást lehet megkülönböztetni. Vannak egyrészt olyan érdemtelen pénzáramlások, amelyek az átlagos háztartás és a nagyon gazdag háztartás között csoportosítanak át pénzeket; ilyen például a banki kamatok hatása.

Másrészt olyan érdemtelen pénzáramlások is vannak, amelyek a nap végén, a zárómérlegeket tekintve, pénzteremtést eredményeznek valamely tulajdonosi kör számára; ilyen a devizatartalék képzése, ahol a külföld számára pénz keletkezik érdemtelenül anélkül, hogy bármilyen más szereplő számára pénz semmisülne meg.

Harmadrészt vannak olyan érdemtelen pénzáramlások, amelyek ennek a kétféle típusnak a keverékei; például az állami alul-, illetve túlköltekezés és az államadósság kamatai. Ezek az érdemtelen pénzáramlások a gyakorlatban nem függetlenek egymástól, azaz közvetetten összekapcsolódnak.

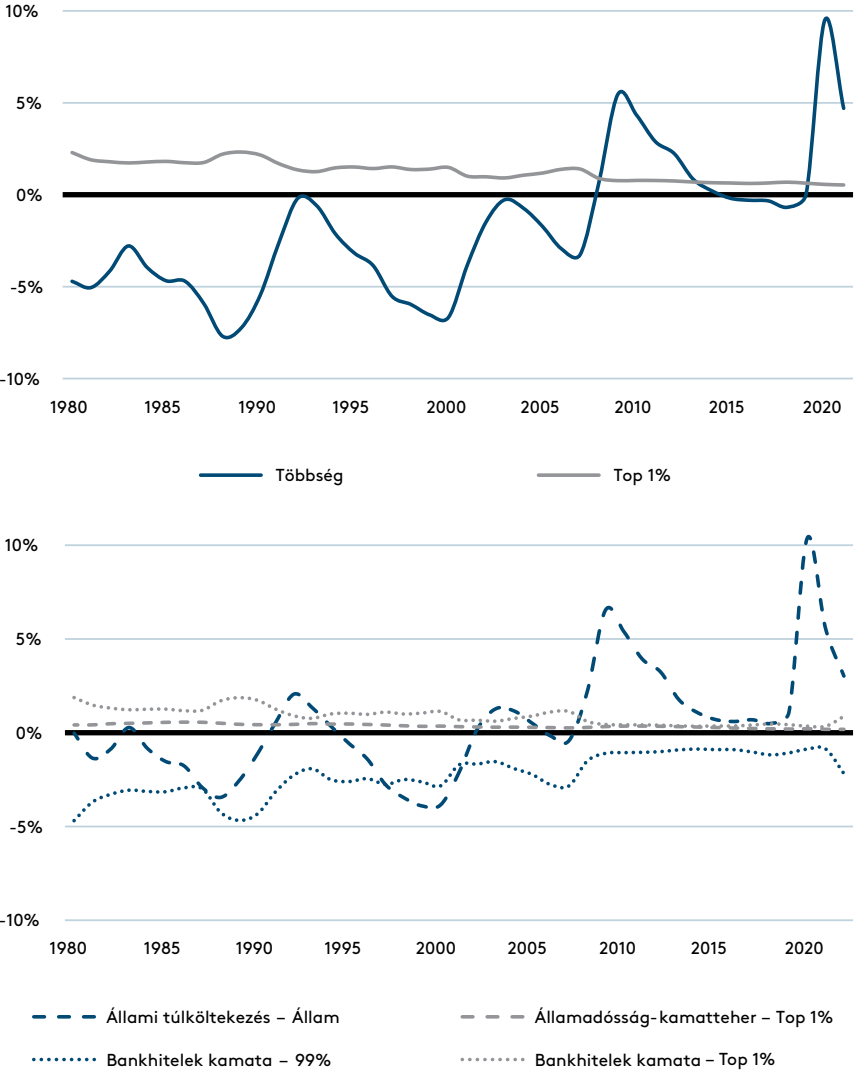
Az államok igyekeznek a költségvetési hiánycélokat tartani, ezért egy magasabb államadósság kamatterhei mellett az állam inkább alulköltekezik, és fordítva. Az érdemtelen pénzáramlások esetében tehát nem feltétlenül ugyanakkora az egyik tulajdonosi kör nyeresége, mint a másik vesztesége; ezért az érdemtelen pénzáramlások nem feltétlenül zárnak nullára.

Érdekes látni, hogy modellünkben több a negatív érdemtelen pénzáramlás, mint a pozitív. Ennek fő oka, hogy az állami túlköltekezés érdemteleniségét 1-es faktorral számítjuk, míg a jelentős részben azzal szemben álló államadósság kamatterhét jóval alacsonyabb érdemteleniségi faktorokkal – tulajdonostól függően –, 0 és 0,5 között számítjuk (lásd a Függelékét). A modellünk alapvetően nem számítja érdemtelennek a bankbetét és az államadósság kamatait; kizárólag olyan mértékben, amennyiben az pénzteremtésből származik.

Centrumországok érdemtelen pénzáramlásai

A centrumországok érdemtelen pénzáramlásainak összesítését és tételes bontását a következő, 38. ábra szemlélteti. A felső ábra a többség vs. nagyon gazdag háztartások érdemtelen pénzáramlásainak változásait összesíti; az alsó ábra pedig ezek fő részeit, a legmeghatározóbb érdemtelen pénzáramlások változásait mutatja be.

38. ábra (a és b):
Érdemtelen pénzáramlások,
centrumországok
(GDP százalékában)



A centrumországok érdemtelen pénzáramlásainak vannak vesztesei és nyertesei. Ennek – a vizsgált időszakra vonatkozó – legfontosabb összefüggései a következők:

A többség a jelenlegi pénzügyi rendszer vesztese, átlagosan a GDP közel 2 százalékát kitevő mértékben; és leginkább a banki kamatokon keresztül veszít, mivel az átlagos háztartások adósai a bankoknak. A bankok kamataival kapcsolatos pénzáramlásokat pedig részben érdemtelennek minősítettük, abból kifolyólag, hogy azok részben nem tényleges megtakarításgyűjtési, illetve kockázatvállalási tevékenységből, hanem a bankoknak a jelenlegi pénzügyi rendszerben lévő megkülönböztetett helyzetéből erednek.

A többség érdemtelen pénzáramlásainak másik meghatározó eleme az állami túlköltekezés. Az országspecifikus elemzésekből kirajzolódik, hogy az Egyesült Államok az egyedüli jelentős állami túlköltekező ország: a GDP 2 százalékának megfelelő mértékben, így kapcsolódóan a többség itt pozitív érdemtelen pénzáramlásban részesül. Az Egyesült Királyság és az eurózána állami költekezései összességében nulla körül mozognak.

A top 1% a jelenlegi pénzügyi rendszer nyertesei, a GDP közel 1,5 százalékát kitevő mértékben. Az érdemtelen nyereség részben a banki kamatokhoz, részben pedig az államkötvények kamataihoz kapcsolódik. Valójában a centrumországok nagyon gazdag háztartásai nyernek a globális érdemtelen pénzáramlásokon keresztül is. A perifériaországok oldaláról nézve ugyanis a külföldet elsősorban a centrumországok jelentik. A perifériaországok esetében a külföld számára keletkező érdemtelen pénzáramlások tehát részben a centrumországok nagyon gazdag háztartásait gazdagítják (lásd később).

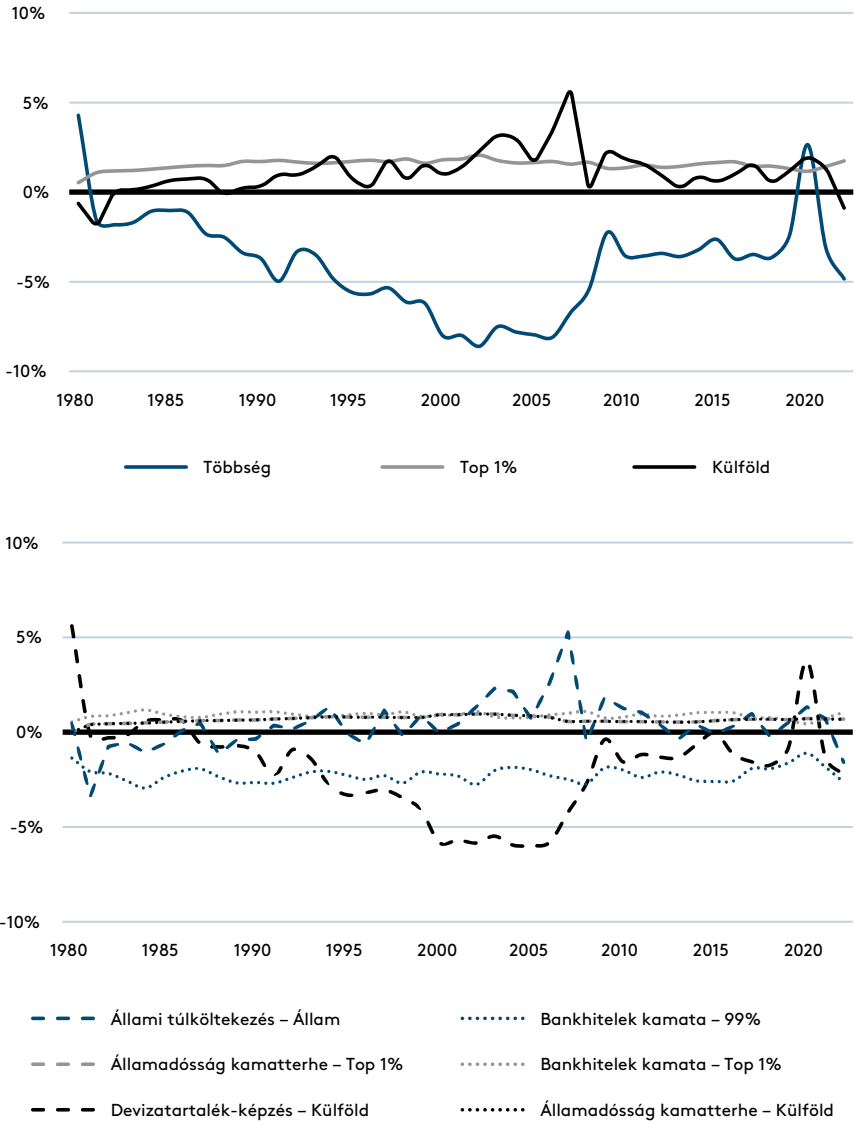
Perifériaországok érdemtelen pénzáramlásai

A perifériaországok érdemtelen pénzáramlásait a 39. ábra mutatja be. A perifériaországok érdemtelen pénzáramlásainak szintén – még inkább – vannak vesztesei és nyertesei, amelynek legfontosabb összefüggései a következők:

A periférián a többség a jelenlegi pénzügyi rendszer vesztese; átlagosan a GDP 4 százalékának megfelelő éves mértékben. A veszteség közel fele a banki kamatokból, a másik fele az állami alulköltekezésből származik. A periféria államai ugyanis – többletadóztatással és kevesebb állami kiadással – folyamatosan pénzt vonnak ki a gazdaságból.

A centrum-
országokban
a többség a jelenlegi
pénzügyi rendszer
vesztese; átlagosan
a GDP közel
2 százalékát
kitevő mértékben.
A többség leginkább
a banki kamatokon
keresztül veszít.

39. ábra (a és b):
Érdemtelen pénzáramlások,
perifériaországok
(GDP százalékában)



A periféria *top 1%* a jelenlegi pénzügyi rendszer nyertesei – a centrum-országokhoz hasonlóan – a GDP közel 1,5 százalékának megfelelő mértékben; a banki kamatokon, valamint az államadósság kamatain keresztül.

A periférián a *külföld* (azaz a centrumországok, pontosabban részben azok államai, illetve bankjai, így elsősorban azok nagyon gazdag háztartásai) szintén jelentős nyertese(i) a jelenlegi pénzügyi rendszernek; a GDP közel 1 százalékának megfelelő mértékben. A nyereség két forrása: a devizatartalék-képzés, valamint az államkötvények kamatai.

A többség érdemtelen pénzáramlásaiban mind a centrum-országokban, mind a periférián kedvező fordulat történt 2008-ban és 2020-ban. Érdekes látni azonban, hogy ezek a változások több évtizedes kedvezőtlen állapot után következtek be; és ráadásul nem egy morális választás eredményei, hanem a jelenlegi jegybanksi keretrendszerből származtak. Mindkét válsághelyzetben csak úgy volt lehetséges a pénzügyi rendszer túlélése, hogy a jegybank valamilyen módon támogatta a többség pénzáramlását. Ez az állami túlköltekezésen keresztül valósult meg, amit közvetetten támogattak a jegybanksi programok is.

Amennyiben a többség nem kapta volna meg ezt a kedvező pénzáramlást, úgy nem tudta volna fizetni korábbi hiteleinek a törlesztőrészeit, ami végül teljes gazdasági és pénzügyi összeomlást, és kapcsolódóan még nagyobb társadalmi és politikai feszültségeket, esetleges „rendszerátalakítást” eredményezett volna. A status quo megtartása érdekében tehát szüksége volt a rendszernek arra, hogy életben tartsa a többséget, és kedvező pénzáramlásban részesítse.

A többség ugyanakkor csak részben tudott nyerni az érdemtelen pénzáramlásokban bekövetkezett változásokon keresztül: bár nyert az áramlás (flow) változókon keresztül, veszített az állomány (stock) változókon keresztül. A top 1% ugyanis – hamarabb felismerve a változásokat – jelentős portfólióátrendezésbe kezdett a pénzügyi eszközökből a reáleszközök irányába, megemelve ezek árát, ami a vagyona értéknövekedéséhez, így végül a vagyoni különbségek még további növekedéséhez vezetett.

A koronavírus-válságra adott válaszlépések, az állami túlköltekezések – a meglévő tranzakciópénz-mennyiséghez képest túlzott mérték miatt – már a fogyasztási termékek árát is jelentősen megemelték. A nagymértékű infláció kedvezőtlen a többségi társadalom reálbérére, akik jellemzően lassabb ütemben képesek fizetésemelést elérni, mint ahogy az általuk vásárolt termékek árai nőnek.

A többség azonban kevésbé érzékeli, hogy az infláció valójában kedvezően hat – magán és állami – adósságállományaira, azok ugyanis reálértékben leértékelődnek. Pusztán az állományokra vonatkozóan: az infláció nem annak fáj, akinek nincs pénze (vagy nettó adósságban ül), hanem annak, akinek van.

A periféria többsége a jelenlegi pénzügyi rendszer vesztese; átlagosan a GDP 4 százalékának megfelelő éves mértékben. A veszteség közel fele a banki kamatokból, a másik fele az állami alulköltekezésből származik.

Az Egyesült Államok, illetve annak bankrendszere a jelenlegi pénzügyi rendszer legnagyobb globális nyertese.

Globális érdemtelen pénzáramlások becslése

A periféria- és a centrumországok közötti érdemtelen pénzáramlások mértéke – számításaink szerint – a periféria GDP-jének közel 1 százaléka. Ezt az értéket visszaoszthatjuk a leginkább meghatározó centrumországokra: az Egyesült Államok a saját GDP-jének közel 1 százalékát; az Egyesült Királyság és az eurózóna országai a saját GDP-jük közel 0,5 százalékát nyerik meg az érdemtelen pénzáramlásokon keresztül. Az eurózónán belül Franciaország nyeresége vélhetően nagyobb az átlagnál, tekintve, hogy az eurót tartalékoló, 14 volt afrikai francia gyarmati ország elsősorban francia államadósságot tartalékol. Az Egyesült Államok, illetve annak bankrendszere a jelenlegi pénzügyi rendszer legnagyobb globális nyertese.

A perifériaországok és a centrumországok közötti érdemtelen pénzáramlási értékek valójában inkább alulbecsültek, mivel a választott országoknak a számításokat leginkább meghatározó értékei – úm. külföldi államkötvény-tulajdonlás, mind a bankbetét- és banktulajdonlás – inkább a periféria országainak átlaga alatt vannak. A perifériába nem számoltuk bele Kínát és Oroszországot, amelyek az elmúlt években egyre kevésbé tartalékolnak devizát, illetve engedték be banki és államkötvény-piacaikra a centrumországbeli szereplőket.

A kétfajta érdemtelen pénzáramlás, a devizatartalék-képzés és az államadósság kamatterhe átlagban nagyságrendileg azonos mértékű érdemtelen pénzáramlást okozott. A devizatartalék-képzést nagyobb, a 2020-as GDP-vel számolva közel 40 000 milliárd dolláros gazdaságokra arányosíthatjuk. Azokat az országokat is beleszámoljuk, amelyek devizát tartalékolnak, de jelentős hazai megtakarító bázissal rendelkeznek; ezért a külföldi államkötvény-tulajdonlás elhanyagolható mértékű. Az államkötvény kamatterheit azonban csak a szűkebb értelemben vett perifériára, 20 000 milliárd dolláros gazdaságra vetítjük ki.

Ekkor az érdemtelen pénzáramlások nagyságrendileg évi 360 milliárd dollárnak felelnek meg. Ez azt jelenti, hogy a centrumországok ekkora összeget nyernek évente a teljes perifériától érdemtelenül. A centrum érdemtelen nyereségét feloszthatjuk a vizsgált országok között a korábban bemutatott devizatartalékolási arányszámok alapján (dollár 60, euró 20, font 5 százalék). Eszerint az Egyesült Államok közel 220, az Egyesült Királyság közel 20, az eurózóna pedig közel 70 milliárd dollár nyereségben részesül évente hozzávetőlegesen.

A jelenlegi pénzügyi rendszer jelentős pénzt áramoltat át érdemtelenül országokon belül és országok között. A többség vesztese a jelenlegi pénzügyi rendszernek; veszteségének fő forrásai a banki kamatok, valamint az állam alulköltekezése. A többség vesztesége a centrum esetében a GDP 2 százaléka, a periférián a GDP 4 százaléka. Ezek az értékek nem tartalmazzak további, később azonosításra kerülő érdemtelen pénzátcsoportosításokat.

Ezzel szemben a nagyon gazdag háztartások mindkét országcsoporthoz esetében nyertesei a jelenlegi pénzügyi rendszernek érdemtelenül. A nyereségük fő forrásai a banki kamatok, valamint az államadósság kamatterheinek hatása. A nyereség mértéke mindkét országcsoporthoz a GDP közel 1,5 százaléka.

A centrum további nyertese a jelenlegi pénzügyi rendszernek. A periférián lévő devizatartalékoló és a centrumban lévő devizatartalék-kibocsátó országok közötti pénzátcsoportosítás fő forrása a devizatartalék-képzés és az államkötvények kamatterheinek, illetve ezek kamatkülönbözetének hatása.

Az országok közötti érdemtelen pénzáramlások veszteségei a perifériaországok; veszteségük mértéke a GDP-jük közel 1 százaléka. Ugyanakkor az Egyesült Államok a saját GDP-jének közel 1 százalékát, az Egyesült Királyság és az eurózóna-tagországok GDP-jük közel 0,5 százalékát nyerik meg évente.