

## KÖNYVISMERTETŐ - VONNÁK BALÁZS (SZERK.): MODERN JEGYBANKI GYAKORLAT<sup>1</sup>

Magyar Nemzeti Bank, 2017. 496 oldal

*Kell-e még egyáltalán magyarul szakkönyvet kiadni, különösen a nemzetközi monetáris politika gyakorlatáról? Ma, amikor minden szakemberhez eljutnak a művek az angol nyelv közvetítésével? Hacsak nem tankönyvet... A tankönyv egy szakterület legfőbb ágait mutatja be, elvileg időtálló módon. Nehéz kérdések ezek, mert a világ gyors változásai nyomán hamar feltűnnek új eredmények és megállapítások, amelyek miatt, ha nem válik is elavulttá a kinyomtatott könyv, de szerzője vagy szerkesztője már másnap úgy érezheti, jobb lenne átírni a művet itt meg ott. Személyes válaszem: igenis érdemes könyvet kiadni, ha van rá erő és pénz. Magyarul is, a magyar olvasónak, hiszen az alapokat úgy lehet a legjobban lerakni.*

A sokszerzős, sok témát átfogó könyvnek van hátránya, amely egyben előnye is: nemcsak az olvasó szűkebb érdeklődési körébe tartozó témákról szól. Így arra készítem, hogy az ember – ha már kezébe vette a művet – bepillantson az érintkező területbe is.

A Vonnák Balázs által szerkesztett munka a monetáris politika céljainak, eszközeinek, valamint a jegybanki működés feltételeinek és kapcsolódásainak újabb tapasztalatait ismerteti. De e fő témakörön túlmenően külön fejezet foglalkozik a *penzforgalom* kérdéseivel (8. fejezet, szerzői Bartha Lajos, Luspay Miklós és Varga Lóránt), a *devizatalékkal* való gazdálkodással (6. fejezet, Csávás Csaba, Kiss M. Norbert), a *makroprudenciális politikával* (10. fejezet, Lakos Gergely, Szombati Anikó), valamint a makroprudenciális gyakorlathoz szükséges *információk* elemzésével (9. fejezet, Banai Ádám). E kapcsolódó részek a jegybanki alaprendeltetésnek fontos kiegészítői és – valljuk be – mindaddig kevésbé vannak szem előtt, amíg baj nem lép fel az adott szakmai területen. Jelen recenzió is sok újat tanult e fejezetekből. Ha majd a mű tankönyvként szolgál, az oktató remélhetőleg ezeket nem fokozza le az ajánlott, azaz nem kötelező kategóriába – amit az időszükében levő hallgató a szokásos közgazdasági racionalitás szabályai szerint azon nyomban átugrik.

Annak eldöntését, hogy e tanulmánykötet pénzügytani tankönyvnek milyen oktatósi szinten alkalmas, azt a pénzügyek tanításában jártasabb kollégáimnak meghagyom; engem főként a gazdaságpolitikai és monetáris politikai vonatkozások foglalkoztatnak. A 2007-től kifejlődő pénzügyi válság nyomán a pénzügypolitika gyakorlata nagyot változott, sőt új szakaszba lépett. A szakaszváltás tényét már címében is feltűnteti a kötet első és egyben leghosszabb fejezete, Felcser Dániel, Lehmann Kristóf és Vonnák Balázs munkája: *A monetáris politika működése – transzmisszió a válság előtt és után*. Ezzel

foglalkozik a negyedik fejezetben Jagjit S. Chadra (NIESR, London) *Monetáris politika: célok és eszközök* cím alatt, valamint rövid és a többenél elvontabb írásában Tóth Máté a 2. fejezetben: *Monetáris politikai célok és szabályok*. Érdekes intézményi kérdést taglал a téma ismert szakértője, Pierre L. Siklos a *Jegybankfüggetlenségtől a jegybanki transzparenciáig* című fejezetében. A központi banki működés intézményi vonatkozásaival, külső kapcsolódásaival foglalkozik még két fejezet: *A jegybank helye a pénzügyi rendszerben* (Kollarik András és Lénárt-Odorán Rita munkája), valamint *A jegybank végső hitelezői szerepköre* (Rédei Attila és Zsigó Márton tollából).

A könyv címében szereplő *modern* jelző elgondolkoztató. Valójában az utóbbi évtized, vagy inkább mondjuk így, a 2007-es válság utáni tíz éves időszak gazdaságpolitikai, pénzügyi gyakorlata úgy lett modern, azaz a korábbi úzustól eltérő, hogy hirtelen felértékelte a gazdaságtörténeti tudást, a korábbi korszakok tapasztalati anyagát. Ez a tíz év rendkívülinek számít a 2007-et megelőző békebeli időszak – Bernanke, volt FED-elnök, egyetemi tanár szavai szerint: a nagy mérsékletesség éve – mércéihez mérve. Történelmi mélységbe csökkent és időzött ott évekig a *kamatszint*, holott immár a hatóságilag előírt (fiat) pénzek világában, nem pedig az aranyalapú fizetőeszközök korában élünk. Rendkívüli jelenségként meg kellett tapasztalnia egy sor országnak a *defláció* jelenségét, amelyet addig csak tankönyvekből vagy az 1930-as években játszódó regényekből ismerhettünk. Az sem szokványos, hogy tiszteletreméltó nagybankok sora volt kénytelen komoly veszteségeket elkönyvelni, sőt nem egy állami támogatással vagy akár *állami tulajdonba* kerüléssel tudta csak elkerülni a kimúlást. És az is különös, hogy a megelőző időszakok ütemes gazdasági növekedésével szemben a fejlett világ több nagy gazdasága évekig a *semmi-növekedés* szakaszába került, a kétségtelen technológiai fejlődés ellenére stagnáló-csökkenő munkatermelékenység mellett. Legalábbis ilyenek néztek ki a világ és benne az Egyesült Államok, Nyugat-Európa, Japán, azaz a világgazdaság magja az amerikai pénzpiacokból kiinduló 'sub-prime' válságot követően.

Ez a különös időszak nem szokványos gazdaságpolitikai megoldásokat hívott életre. Használatban van a *nem-ortodox* jelző is, ami annyiban helytálló, hogy az 1980-as évektől a válságig tartó globalizációs szakaszban bevett gyakorlattól, az akkor jónak és követnivalónak hirdetett elvektől (ortodoxiától) a 2007 utáni gyakorlat nagyban eltért. Érdeemes viszont látni, hogy egy sor vadonatújnak számító, nem konvencionálisnak nevezett jegybanki eszköz (mint amilyen az állampapírok és vállalati értékpapírok vásárlása, forgatása) az azt megelőző korszakban nagyon is szokásosnak számított. Az Osztrák-Magyar Bank, majd a Trianon utáni Magyar Nemzeti Bank is végzett kiterjedt vállalati váltószámítólást az akkori bankrendszer közbeiktatásával vagy akár saját fiókhálózaton belül. Az állam bankáraként korábban nagyon is aktívak voltak a kontinentális jegybankok. Idetartozó egyetértő megjegyzésem: e kötet a magyar jegybanki praxist éppen csak érinti, a nemzetközi gyakorlati példák között meg-megemlíti, de nem hozza be aránytalanul a könyv központi gondolati körébe, amely valóban a világtrendeket, a változóban levő „élenjáró gyakorlatot” fogja át, jórészt eltekintve egy-egy sajátos eset különlegességeitől.

Visszatérve a globális folyamatok alakulására: a 2007-től kitörő pénzügyi válság erőteljes üzleti-pénzügyi ciklust indított el, mely a világ főbb piacain, valamint a csatlakozó térségekben és a centrumtól távolabb fekvő gazdaságokban igen eltérő karakterű és lefolyású hullámzásokat okozott. A ciklusok azonban kifutják magukat. Előbb az Egye-

sült Államok gazdasága, majd némi késéssel és elnyújtott trajektóriát követve Európa is maga mögött hagyta a recessziós éveket. 2017 végén az a valóban meglepő fordulat állt be, hogy az Európai Unió *valamennyi országában* pozitív volt a gazdasági növekedési index, az eurózónán belül a közös európai pénz megalkotása óta a legkisebb lett a tagországok output-változásának szórása. A deflációs veszélyek elmúltak, bár a kamatlábak Európában még nem csúsztak fel a válság előtti időszak szintjére. Számos indikátor szerint a gazdaság a ciklus masszív növekedési szakaszába lépett.

Ha így van, mit gondoljunk a könyvben átfogott időszakról? Valóban modern kor-szak ez, vagy inkább a 2007 utáni rendkívüli helyzetre adott reakció? Talán a válsághoz vezető utak kritikája formálta átmeneti időre ilyenre a döntéshozatali gyakorlatot? Nem könnyű a válasz. Bizonyos korábbi túlfutásokat most korrigált az élet, erre példa a jegybankok és általában a pénzügyi szféra túlzott autonómiájának a visszametszése. Nyilván egészen másként tekint most a gazdaságpolitikai közösség a (nagy-)bankok stabilitásának ügyére, hiszen a krízisben odaveszett a korábbi konszenzus arról, hogy a szakmai önszabályozás és bizonyos prudenciális felügyelet elégséges a szektor hatékony működéséhez. Az is kiderült, hogy a jegybankokban korábbi használt modellek felülvizsgálatra szorulnak. A válságig annyira magabiztos, kizárólagosságra is igényt tartó elméleti fősodor megrendült, így sokféle új irányzat is beemelődhetett a döntéshozatali gyakorlatot megalapozó intézményi tudásba.

Az persze kérdéses, hogy ha a 2007-et követő mintegy évtizedes ciklus mostanra lezárul – márpedig a vezető gazdaságok főbb mutatói e rendkívüli időszak végét jelzik –, vajon mi jön utána. Ami innentől normálisnak kezd számítani a nemzetközi gyakorlatban („new normal”), az bizonyosan nem lesz olyan, mint a *status quo ante*. De éppen úgy feltehetjük, hogy a válság utáni időszaknak a könyvben bemutatott sajátosságai sem mind maradhatnak fent, mihelyt a rendkívüli körülmények helyébe új viszonyok lépnek. A jelek szerint tartósnak látszik az árszintnövekedés normájának mérséklődése, és ezzel az elfogadható és kívánatos infláció rátája is tartósan megereszkedik – ez üzenet az inflációs célkövető rendszerek működtetőinek. A hitelintézeti szektor, a jegybanki világ, a pénzügyi közvetítés feletti társadalmi kontrol tartósan erősebbnek ígérkezik, mint a válságig, különösen annak tudatában, hogy egy korábbi krízis lezárultával mindig megjelenik az új generáció, amely a megelőző korszakok élményeit nem ismerve, a keservesen megszerzett tapasztalatoktól nem zavartatva hajlamos a korábbihoz hasonló hibákat maga is elkövetni.

A jövőbeli hibák elkerülésére nincs recept, de a gyakorlatban megszerzett ismeretek továbbadása mégis segít felvértezni a döntéshozók következő generációját a veszélyekkel szemben. E tanulmánykötet bőséges példatárával és a sokféle tapasztalat rendszerezésével hasznunkra lehet a gyorsan változó világ megértésében.

**Bod Péter Ákos<sup>2</sup>**