

# A vélemény nem tény

VISSZHANG - LXV. évfolyam, 16. szám, 2021. április 23.

Felcsuti Péter múlt heti vitacikkében úgy véli, hogy álláspontom a működőtőke és a pénztőke kérdésében „tényszerűen nem helyes; nem igaz, hogy a kettő egymástól »elválaszthatatlan«, nem igaz, hogy a különbséget csak a »likviditás foka« jelenti, és az sem igaz, hogy az »esetleges hátrányokat« az »okos gazdaságpolitika« teljes mértékben ellensúlyozhatja.” (*Egy kis vita*, ÉS, 2021/15., ápr. 16.)

Én a véleményemet írtam le, amit nyilvánvalóan az általam ismert és elismert tények alapján fogalmaztam meg. Vitapartnerem „nem csekély önbizalommal” véleményét azonosnak tekinti a tényekkel. Nézzük hát a tényeket!

Felcsuti Péter véleménye szerint „a működőtőke leggyakrabban valamilyen termelőtevékenységet céloz meg és jellemzően hosszú távra szól. A pénztőkék viszont a meglévő vagy az anticipált árfolyamkülönbségek (...) kiaknázására irányulnak, ami értelemszerűen rövid lejáratú.” Felcsuti ezzel nem mondott ellent nekem. A befektetések szándékolt és megvalósult időtávlátában megmutatkozó különbség pontosan az, amit szaknyelven likviditásnak hívunk, függetlenül attól, hogy mi mozgatja a befektetőket.

A működőtőke lényege a tulajdonosi irányítás megszerzése, döntő befolyás a termékválasztékra, a nyereség felhasználására és a vezetők kinevezésére. Sokan éppen ezért nem szeretik. A délkelet-ázsiai kisebb tigrisek (Malajzia, Thaiföld) az 1997-es válság előtt éppen ezt akadályozták, a pénztőke (hitel és értékpapír-befektetés) behozatalát viszont nem. A válságot azonban nem a pénztőke beáramlása okozta, hanem az elhibázott jegybankpolitika, ami túl magasan tartotta a belföldi kamatokat, és ezáltal az olcsónak tűnő devizahitelek irányába terelte a belföldi hitelfelvételt. A magyarországi devizahitelezési válságért sem a külföldi tőke beáramlása volt a felelős, hanem *elsősorban a jegybank és a bankfelügyelet*. Egyrészt túl magasak voltak a forintkamatok, másrészt senki nem figyelt az árfolyamkockázatra, harmadrészt a bankfelügyelet nem korlátozta a devizahitelek felvételét.

Valóban nincs működőtőke-befektetés a pénztőke *egyidejű és párhuzamos* megjelenése nélkül. Külföldiek gyárat nem vesznek és nem alapítanak 100 százaléig részvénytőkével. Kockázatmegosztási és hatékonysági szempont alapján hüvelykujjszabály, hogy a részvénytőke mellett kötvénykibocsátás, sőt hitel is terheli a vállalatot. Viszont a kötvénykibocsátás és a hitel már pénztőke, nem működőtőke. Likviditása nagyobb, könnyebben kivonható.

Felcsuti osztja azt a közkeletű felfogást, miszerint a működőtőke hasznos, a pénztőke káros. „*Valamekkora leegyszerűsítéssel az egyik (...) produktív, a másik (szinte mindig) romboló a nettó nemzetgazdasági veszteségen túl abban az értelemben is, hogy a leggyakrabban nehezíti/lehetetlenné teszi a gazdaságpolitika számára a céljai elérését.*” Gyönyörű marxista mondat, bizonyítás nélkül. Hol van itt a nemzetgazdasági veszteség? Vajon örült és tudatosan károkozó az EU, amikor minden tagállamtól megköveteli a tőkeáramlás szabadságát annak fajtái közötti különbségtétel nélkül? Vajon bolond az USA és Japán, Korea és Szingapúr, több latin-amerikai állam, mert nem állít korlátot semmiféle tőkeáramlás útjába?

A gazdaságpolitika mozgásterét a tőke szabad áramlása tényleg korlátozza (*Az újjáépítés csiszolatlan sarokkövei*, 1-6. pontok, ÉS, 2021/6., febr. 12.). De ez óriási előny, nem pedig hátrány. Felkészült és felelős kormányok és jegybankok tudják, hogy unortodox (értelmetlen) gazdaságpolitikát nem folytathatnak, mert azzal kárt okoznának saját gazdaságuknak. A helyes gazdaságpolitika egyik eleme éppen az a pénzpolitika, amelyik *nem hajlítja a nemzeti valuta árfolyamát egyik irányba sem*. Ehhez pedig olyan

kamatpolitika illeszkedik, ami követi a kamatok világszertei alakulását, így mesterségesen nem ösztönzi sem a pénztőke beáramlását, sem annak kiáramlását. Erős bankfelügyelet, az üzleti ciklus adott állapotának finoman, de határozottan ellene feszülő (anticiklikus) költségvetési politika, a versenyt erősítő, a monopóliumokat szétbontó, pártatlan és független szabályozás és sok minden más szükséges. Bevezethető eszközként mindez az államnak mindig rendelkezésére áll.

Felcsuti megengedi, hogy „elméletben van olyan »okos gazdaságpolitika«, ami ellensúlyozza ezeket a hátrányokat”. Szerinte a gazdaságtörténet ilyen azonban nem jegyzett fel. Jó hírem van: feljegyzett. A skandináv államok és Finnország elmúlt évtizedei ennek a gazdaságpolitikának remek példái. Felcsuti azért nem ismer ilyeneket, mert a jó példákat rossz helyen, a válságról szóló szakirodalomban keresi.

Felcsuti még akkor is téved, amikor bizonyítékként tekintélyérveket tologtat fel. A szakirodalomban járhatatlan olvasót megtévesztheti, hogy olyan könyvekre hivatkozik, amelyek alig ismertek. Kindleberger könyve nem arról szól, hogy a pénztőke beáramlása rossz, hanem arról, hogy *mennyire szükséges a jó szabályozás és a helyes gazdaságpolitika*. Reinhart és Rogoff könyvének viszont már a címe is rossz, mert 800 év válságaira utal, holott a kapitalizmus legfeljebb 200 éves. A könyvet az amerikai közgazdászok többsége a benne foglalt tengernyi hiba miatt nem tekinti mérvadónak. Ha Felcsuti úgy mond „klasszikusokra” akar hivatkozni, akkor olvassa el Martin Wolf vagy Raghuram Rajan könyveit, esetleg térjen vissza az igazi klasszikusokhoz: Mises, Hicks, Keynes, Hayek stb. Ők azon az állásponton vannak, hogy a hamis várakozások által kiváltott és nyájösztön alapján terjedő megalapozatlan lelkesedés vagy észszerűtlen túlbuzgóság (irrational exuberance) olyan lélektani probléma, ami nem írható a szabad tőkeáramlás számlájára. Az ok és a megvalósulási eljárás tehát különböző.

Felcsuti szerint „a 2008-as válság óta, legalábbis a szakirodalomban, nincs vita arról, hogy a rövid lejáratú pénzügyi tőke ki- és beáramlása az egyik okozója az országokban kialakuló eszközár- és hitelpiaci buborékoknak”. Ha ezt Felcsuti úgy érti, hogy a likvid tőkék áramlása *fűtőanyagát* képezte a buborékoknak, akkor természetesen igaza van. Ha arra gondol, hogy ez elkerülhetetlenül benne rejlik a pénztőke természetében, akkor már nincs. Ha pedig az a meggyőződése, hogy ezért a pénztőke szabad áramlását kifejezetten tiltani kell, akkor finoman szólva nem érti és nagyon lebecsüli a gazdaságpolitikát, ami tengernyi hatékony eszközzel rendelkezik avégett, hogy a tőkeáramlás szabadságát hátrányból előnyé fordítsa.

Felcsuti saját példái is ezt bizonyítják. Spanyolországban és Írországban a kormánynak és a bankfelügyeletnek módja lett volna megakadályozni, hogy a bankok a pénztőke túlzott behozatalával túlnőjék a hazai gazdaság méretét és kereteit. Nem tették. A spanyol önkormányzatok, összefonódva a regionális vagy helyi takarékpénztárak (cajas de ahorros) vezetésével, abban voltak érdekeltek, hogy hasznot húzzanak a telkek eladásából és a jelzáloghitelezésből. Az ír jegybank nem értette, hogy a három óriási bank olyan eszközökbe fektette a bel- és külföldi adófizetők megtakarításait, amelyek mérgezetten voltak, mert előre tudni lehetett, hogy nem térülnek meg. Végül, ha a spanyol, az ír bankválság a pénztőke szabad áramlásának számlájára írható, akkor miért nem volt hasonló válság Svédországban és Finnországban, ahol a pénztőke előtt ugyanúgy nyitva állt a kapu? A tőke szabad áramlása nyomán keletkező válság elsősorban *kormányzati kudarc*.

Végül nem mellőzhető a hitelesség kérdése. Felcsuti húsz évig az Unicbank, majd annak magánosítása után a Raiffeisen Bank első számú vezetője volt. Ebben a minőségében nemcsak haszonélvezője, hanem támogatója volt a ma már kárhóztatott devizahitelezésnek és általában a pénztőke szabad áramlásának, ami bankjának jelentős nyereséget hozott. Lehet, hogy én többre értékelem Felcsuti életművét, mint ő saját maga?

Felcsuti ellenérveinek második vonulata az MNB tevékenységére vonatkozik. Megtisztel azzal, hogy megelőlegezi, miszerint jogos bírálatomat erősítené, ha elismerném azt, amit „a jegybank történetesen jól csinált”. Biztosítom őt, hogy erősen kutattam, volt-e ilyen egyáltalán. Nem volt. Felcsuti szerint az MNB „jól megértette az »idők szavát«, azt, hogy 2008 óta a hagyományosan passzív, a nemzeti valuta

*értékállandóságát biztosító jegybanki szerepkör, legalábbis egyelőre, a múlté. A magyar jegybank a kedvező nemzetközi környezetet kihasználva végrehajtotta a maga nagyon sikeres kamatcsökkentési hullámát úgy, hogy ezzel nem veszélyeztette inflációs céljait. Ez előnyös volt a gazdaság egészének és ezen belül különösen a költségvetésnek (kamatmegtakarítás)."*

Ez az érvelés több szempontból nem helytálló.

Szó sincs arról, hogy 2008 után a jegybankok általában feladták volna a nemzeti valuta értékállandóságát célzó törekvéseiket. Ne tévesszen meg bennünket az a tény, hogy a legtöbb jegybanknak nincsen meghirdetett árfolyamcélja. A szerepkör mégsem a múlté, és nem is lehet az soha, mert a nemzeti valuta viszonylagos stabilitása rendkívül szorosan összefügg a jegybanki tevékenység legfőbb céljával, a belföldi árstabilitással.

Egészen másról van szó. A világban legalább húsz éve *óriási megtakarítási többletek úszkálnak*, miközben *globális kereslethiány* figyelhető meg, elsősorban a beruházások oldalán. Ennek nyomán a *hosszú távú egyensúlyi*, tehát *piaci reálkamatláb* az elmúlt húsz évben nagymértékben csökkent. Minden olyan ország, amely képes tőkét importálni, olcsóbban jut hozzá.

A hosszú távú egyensúlyi kamatláb nem a jegybank tevékenységétől függ. A 2008 után valóban jellemzővé vált alacsony jegybanki alapkamatok nem kiváltották a hosszú távú tőkepiaci egyensúlyi reálkamatláb csökkenését, hanem csupán *alkalmazkodtak* ahhoz.

Ha a hosszú távú egyensúlyi kamatláb csökken, akkor a jegybanknak módja van saját irányadó kamatlába csökkentésére és a pénzmennyiség növelésére az infláció felpörgésének veszélye nélkül. A megtakarítások globális túlkínálata kereslethiányra utal, ami a pénz forgási sebességének csökkenésében csapódik le. Ha a pénz forgási sebessége csökken, akkor a pénz mennyiségének ezzel arányos növelése nem emeli az árakat.

A vezető hatalmak jegybankjainak pénzsziporító politikáját (monetáris könnyítés – quantitative easing – QE) és kamatcsökkentését a világpiacon áramló hatalmas globális tőketöbblet hozamvadászata tette lehetővé és a belföldi kereslet növelésének óhaja váltotta ki. Az MNB pusztán ehhez alkalmazkodott akkor, amikor csökkentette a jegybanki alapkamatot.

Az MNB azonban tudatosan túllőtt a célon azzal, hogy a jegybanki alapkamatot mélyen az infláció alá nyomta. Erre nem volt semmi szükség. Az MNB nem pusztán kihasználta a globális tőkepiac kivételes kegyelmi állapotát, hanem a kamatok rendkívül eltúlzott csökkentésével legurította a magyar nemzeti valutát az értékvesztés lejtőjén. Ezt semmi sem bizonyítja jobban, mint az, hogy az infláció az elmúlt négy évben szépen megugrott.

Nincs értelme behozni az érvelésbe azt, hogy Japán, Dél-Korea, Tajvan, majd később délkelet-ázsiai országok az erőltetett iparosítás hőskorában túlzottan leértékelték saját nemzeti valutájukat a növekedés gyorsítása, a felzárkózás végett. Amikor ezt tették, akkor a világban egyáltalán nem volt divat és uralkodó a szabad tőkeáramlás, még a fejlett országokban, így Nyugat-Európában sem.

Kína jobb példa a hosszú ideig tudatosan alulértékelt árfolyamra, de itt a döntő különbség: a kínai renminbi yuan nem teljesen konvertibilis valuta. Kína nem engedi a szabad tőkeáramlást sem. Magyarország azonban az EU tagja, és a tagság elengedhetetlen feltétele a szabad tőkeáramlás és a teljesen konvertibilis valuta. Az almát a körtével nem lehet összevetni.

*Teljesen szabad tőkeáramlás és valutakonvertibilitás mellett a gazdasági növekedés a nemzeti valuta árfolyamának jegybanki manipulálásával nem gyorsítható.* Ami gyorsítható, az az infláció, a belföldi megtakarítások értékvesztése, a hazai bérek, jövedelmek, nyugdíjak és támogatások vásárlóerejének csökkentése, a dolgozók munkájának leértékelése.

Felcsuti azt hiszi, a politikusi vénájú közíró mondatja velem, hogy az MNB „*folyamatosan és tudatosan kárt*

okoz a gazdaságnak és a társadalomnak". Szerinte a pontos megfogalmazás az lett volna, hogy „kárt okoz a gazdaság és társadalom egyes csoportjainak mások javára”. Emlékeztetek arra, hogy az eredeti cikk szövegében kifejezetten szerepel, hogy egyes csoportok – így elsősorban a hazai oligarchia – nagyon jól jár a forint értékét lerontó jegybanki politikával. Az is olvasható benne, hogy a feldolgozóipar külföldi exportáló vállalatai – nagyjából fölöslegesen – sokat nyernek (*Az újjáépítés csiszolatlan sarokkövei, 15-16. pontok, ÉS, 2021/6., febr. 12.*). Felcsuti nyomán hozzáteszem, hogy az előnyök és a hátrányok nem azonos mennyiségűek, összegük nem nulla, *egyenlegük erősen negatív*. Ráadásul kifejezetten az alacsony jövedelműek, a *szegényebbek kárára*. Felcsuti bírálata tehát alaptalan, de még a kiragadott megállapítás is helytálló.

A neves bankár vitacikkének harmadik fő vonulata az európai közös pénz magyarországi bevezetésével foglalkozik. Érveinek közérthető cáfolatát nem tudom belesűríteni néhány pontba és az újságot még fennmaradt részébe. Ezért megkérem az olvasót, hogy legyen türelemmel; erről a kérdésről külön cikket kap majd, talán ötven újabb ponttal. A rövidség kedvéért itt most csak annyit jegyzek meg, hogy Dánia és Svédország példája nem érv amellet, hogy ragaszkodjunk a forinthez. Az euró bevezetése nem pusztán a gazdaságban fontos pénzjel cseréjét jelentené, hanem a társadalom egyik legfontosabb politikai és kulturális jelképének megváltoztatását, ami hozzájárul a *jogállam újjáépítéséhez*. A nemzeti valuta léte vagy nemléte nem szűken vett technokrata szakkérdés, hanem igen tágan felmerülő politikai gazdaságtani probléma, ami érinti az állam és vezető intézményei egész berendezkedését, azok *megbízhatóságát, kiszámíthatóságát, átláthatóságát, tisztakezűségét* stb. A nemzeti valuta a piacgazdaságot mindig és mindenhol szükségképpen keretező állam kézjegye. De az az állam, ami egyre romló közszolgáltatásokat nyújt, és az adófizetők pénzét elsősorban egy olyan oligarchia mesterséges gazdagítására használja, amelyik az államot foglyul ejtette és bekebelezte, nem képes biztosítani a „jó pénz” kiszolgáltatásának intézményi feltételeit. Lehet, hogy az euró és az Európai Központi Bank nem tökéletes, de annyi bizonyos, hogy a forintnál és a Magyar Nemzeti Banknál okkal és sokkal jobb.