

*Matolcsy György*

## **Az új évtized mintázatai**

### **On the Edge of the New Decade**



#### *Összefoglalás*

A 2020-as évtized első éveinek válságai, kínálati sokkjai, megugró inflációja több ponton is hasonlóságot mutat a nyersanyagpiaci események által uralt 1970-es, valamint a háborús 1940-es évekkel. A '70-es évek gazdaságpolitikai hibái megismételhetők, de el is kerülhetnek, aminek érdekében fontos tanulni az 50 évvel ezelőtt hibákból. A mostani évtized első három éve a válságkezelés jegyében telt, ami hátráltatta a hosszú távú, strukturális döntések meghozatalát. A „Nagy mérséklődést” (Great Moderation) felváltja az instabilitás kora (Great Tension). A jegybankok jelenleg világszerte az infláció ellen küzdenek. A külső és a belső egyensúly egy kis, nyitott gazdaság számára változatlanul kiemelten fontos, ezért az infláció mellett a folyó fizetési mérleg és a költségvetés hármas egyensúlyát egyszerre kell megteremteni. A 2010-es évtizedben már bevált egyensúly és növekedés képletét a 2020-as évtizedben a fenntartható egyensúly és fenntartható felzárkózás hosszú távú stratégiájává kell továbbfejleszteni. A folyamatban a jegybanknak továbbra is hangsúlyos szerepet kell vállalnia. Rövid távon az infláció letörése a legfőbb feladat, biztosítva a magyar gazdaság egészséges működéséhez elengedhetetlen árstabilitást. Évtizedünkben végérvényesen erősödik a zöld átállás és az egyre szélesebb körű digitalizáció szükségessége. A folyamatot a jegybankok a teljes pénzügyi közvetítést érintő átfogó stratégiákkal és megfelelően célzott intézkedésekkel gyorsíthatják. Az évtized meghatározó karakterjegye lesz a jegybanki működés megújítása. A meghatározó innováció – amivel a világ jegybankjai most még csak kísérleteznek – pedig a jegybanki digitális pénzek bevezetése lesz, ami új korszakot is nyithat a pénztörténetben.

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** E42, E52, E60, E61, G01, H12, O23

**Kulcsszavak:** monetáris politika, megatrendek, versenyképesség, egyensúly, válságkezelés, koronavírus-járvány, zöld pénzügyek, digitalizáció, digitális jegybankpénz

*Summary*

The crises, supply shocks and soaring inflation of the early years of the 2020 decade bear many similarities to the commodity market events of the 1970s and the wartime 1940s. The economic policy mistakes of the 1970s can be repeated or avoided, and therefore it is important to learn from the mistakes made 50 years ago. The first three years of the current decade have been dominated by crisis management, which has hampered long-term structural decisions. The Great Moderation has been replaced by an era of instability (Great Tension). Central banks around the world are now fighting inflation. External and internal balances remain of paramount importance for a small, open economy, and therefore, in addition to inflation, a triple balance of current account and budget must be achieved simultaneously. The balance and growth formula that has already proved its worth in the 2010 decade should be further developed into a long-term strategy for sustainable balance and sustainable catching-up in the 2020 decade. The central bank should continue to play a prominent role in this process. In the short term, the main task is to bring down inflation, thereby ensuring price stability that is essential for the healthy functioning of the Hungarian economy. The need for green transition and an increasingly widespread digitalisation will be reinforced in our decade. Central banks can accelerate this process through comprehensive strategies and appropriately targeted measures across the entire financial intermediation chain. A renewal of central banking will be a defining feature of the decade. The key innovation – which is still being experimented with by central banks around the world – will be the introduction of digital money in central banks, which could open a new era in monetary history.

**Journal of Economic Literature (JEL) codes:** E42, E52, E60, E61, G01, H12, O23

**Keywords:** monetary policy, megatrends, competitiveness, balance, crisis management, coronavirus pandemic, green finance, digitalization, central bank digital currency

---

BEVEZETÉS

Korszakhatárhoz értünk. Egy új korszak előtt állunk. Érdeemes azonban visszatekinteni a múltra, mivel a történelem számos tanulsággal szolgálhat a jelenre vonatkozóan. A 2020-as évtized első éveinek válságai, nyersanyagár-robbanásai, megugró inflációja ugyanúgy összehasonlítható az olajválságok által uralt 1970-es, mint a háborús 1940-es évekkel. Az akkor elkövetett hibák megismételhetők, de egy helyes stratégiával el is kerülhetők. Jó hír, hogy szemben a '70-es évekkel, az infláció fenyegetését a jegybankok ezúttal korábban felismerték és megtették a megfelelő lépéseket.

Geopolitikai szempontból ugyanakkor ismét egy kétpólusú világ felé tartunk. Az előttünk álló kihívások, nagy átmenetek együttműködéssel hatékonyabban kezelhetők, mint versengéssel. A geopolitikában ismét a '40-es évek vonásait látjuk, ám annak a kornak megisméltődését el kell kerülnünk. Időben kell lépniünk: fel kell ismernünk, hogy az új, fenntartható világrend egyik kulcsa a pénz, illetve a kialakuló, új pénztörténeti korszak, melynek épp a küszöbén állunk.

E kihívásokkal teli évtizedben is a stabilitás és a fenntarthatóság a siker alapja. Rendkívül fontos hosszú távon ható stratégiai tervek mentén döntéseket hozni, amelynek végrehajtásában kulcs a döntések következményeinek és eredményeinek folyamatos mérése. Magyarország a kétpólusúvá váló világ határvidékén fekszik. Mindannyiunk érdeke egy folyamatosan fejlődő, kárpát-medencei gazdasági régió kialakítása. Az évtized átmeneteihez megfelelően kell alkalmazkodni, a digitalizációs és a zöld átmenetben az élmezőnyhöz kell tartoznunk. Az MNB már számos lépést tett ezen a téren, ugyanakkor a sikerhez további átfogó és jelentős reformok szükségesek.

Az évtized első három éve a válságkezelés jegyében telt, ami hátráltatta a hosszú távú, strukturális döntések meghozatalát. A magyar politika és gazdaságpolitika az előző évtizedben sikeresen kezelte a válságokat. Megalkottuk az „Egyensúly és növekedés” képletét, az elmúlt 100 évünkben először egyensúlyainkat megőrizve felzárkózási pályára állt a magyar gazdaság, elértük az árstabilitást. E tudásra építve az új évtized során is céltudatosan haladhatunk tovább.

Az árstabilitás gyors helyreállítása nemzetgazdasági érdek: fenntartható felzárkózás csakis stabilan alacsony infláció mellett következhet be. Az infláció elleni küzdelem nem villámháború, a jegybankok kitérésére továbbra is szükség van ezen a téren. A kormányzatoknak rövid távon a felborult külső és belső egyensúlyok helyreállításáért kell tenniük, viszont egyúttal meg kell kezdeniük az évtized nagy átmeneteihez való alkalmazkodást. A jegybankok számára az árstabilitás elérését követően újból megnyílik a lehetőség ezen átmenetek segítésére. Az inflációs cél elérésével az évtized gazdaságpolitikai programjai a célzottság és a kooperáció jegyében kell, hogy teljenek.

A Magyar Nemzeti Banknak is az új korszak kihívásaira gyorsan és hatékonyan reagálnia kell alakítania a döntéseit. A 2021 közepén elsők között elindított monetáris szigorítás, az Európában egyedülálló zöld mandátumunk, a nemzetközileg elismert Azonnali Fizetési Rendszerünk, valamint a digitális jegybankpénzben rejlő lehetőségek kutatása mind azt jelzik, hogy az MNB időben felismerte az új évtized karakterét.

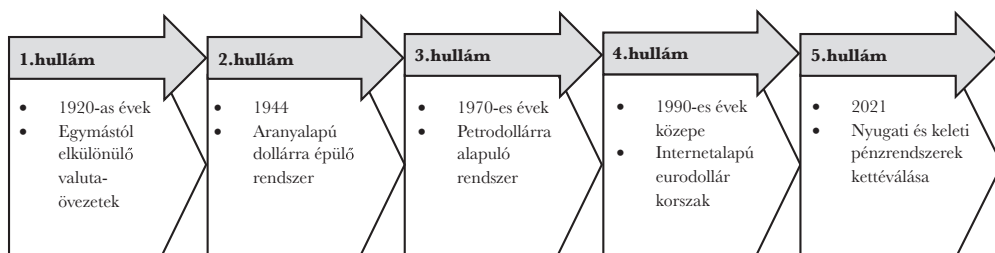
## EGY ÚJ KORSZAK KEZDETE

### *A globális pénzügyi rendszer átalakulása megkezdődött*

Az 1920-as évek kezdete óta nagyjából negyedszázadonként alapvetően megváltozott a világgazdaság pénzügyi rendszere (Matolcsy, 2022a). A húszas-harmincas évek egymástól elkülönülő valutaövezeteivel és megosztottsággal jellemezhető első hullámát követően a második hullámot, az aranyalapú dollárra épülő pénzrendszert a Bretton Woods-i Egyezmény hozta létre 1944-ben. Rövidesen kettévált a világ, az aranyalapú dollárrendszer a Nyugat pénzrendszere lett. Az 1970-es évtized két olajárrobbanása indította el a harmadik hullám petrodollárra épülő pénzrendszerét. Az 1990-es évek közepén belépett az internet, amely kezdetben rejtve, de ismét új pénzügyi rendszer alapjait rakta le. A pénzügyi derivatívák, a programozott tőzsdei befektetések, a pénzügyi piac újbóli amerikai deregulációja, később pedig a kriptovaluták megjelenése már mind-mind egy új korszak jellemzői voltak. A negyedik hullámot a villamos energiára alapozott internetalapú eurodollár-korszak jellemezte. 2021-ben már, a 1990-es évekhez hasonlóan rejtve, de

elindult egy új globális pénzügyi rendszer. Ebben az ötödik modern globális pénzügyi rezsimben kezdetét vette a kriptovaluták regulációja, felgyorsult a jegybanki digitális pénzek fejlesztése és az orosz–ukrán háború nyomán elkezdődött a nyugati és a keleti pénzrendszerek újbóli kettéválása. Az Amerikai Egyesült Államok és Kína közötti G2 együttműködést felválthatja a G-2 jellegű új, megosztott világ. Egy dollár- és egy renminbi központú, kettős pénzügyi rendszer felé tartunk, ahol a digitális jegybankpénzek fedezete jelentős részben újból különböző nyersanyagok, energia vagy akár az arany lehet (1. ábra). Azonban fontos kiemelni, hogy geopolitikai szempontból egyensúlyra, egy G2, nem pedig egy G-2 típusú világra lenne szükség. Egy megosztott világ nem képes biztosítani a fenntartható felzárkózást a világ többi része számára (Matolcsy, 2022b).

1. ábra: A pénzügyi rendszer változásának sematikus ábrája az 1920-as évektől



Forrás: Saját szerkesztés

*Válságok és volatilitás időszakát éljük: a „Nagy mérséklődést” (Great Moderation) felváltja az instabilitás kora (Great Tension)*

Napjainkban válságok sorozatával szembesülünk (koronavírus, orosz-ukrán háború, energiaár-robbanás, klímaváltozás). A 1980-as évek közepétől tartó, stabil inflációval és gazdasági növekedéssel jellemezhető makrogazdasági stabilitás időszakát (Great Moderation) felváltja a „nyugtalanság” és instabilitás kora (Great Tension). Egyre többen kezdik felismerni az 1970-es és a 2020-as évek – sőt az 1940-es évek és a jelenkor – hasonló mintázatait. Ezek megismétlődése azonban nem automatikus és nem is szükségszerű.

Az 1970-es évtized elején lezárult a második világháborút követő általános gazdasági fellendülés korszaka. Ennek során – a kettős világhatalom keretei között – az ipari tömegtermelésre épülő nyugati gazdaságok folyamatosan képesek voltak fenntartani a magas növekedés, az alacsony infláció, a mérsékelt költségvetési hiányok és csökkenő államadósságok, a magas foglalkoztatás, valamint a stabil pénzügyi rendszer kivételes feltételeit.

A 2020-as évek elején egy rendkívül összetett egészségügyi, társadalmi és gazdasági válsággal lezárult az előző világgazdasági korszak. Az új évtizeddel véget ért az internet megjelenésével és gyors terjedésével meghatározható gazdasági korszak. A digitális megoldások egy sor más technológia terén is (energiaszektor, autópia, mesterséges intelligencia, 3D, robotipar, pénzügyi rendszer) jelentős átalakulást indítottak el. Ezek révén – a válságok ellenére – folyamatosan nőtt a világgazdaság, miközben az infláció alacsony, a foglalkoztatás pedig magas maradt. Kína belépésével és közvetítésével milliárdos nagyságrendben jelentek meg új ázsiai fogyasztók a világpiacon.

A 2020-as években elindult dinamikák a jövőben is folytatódnak. Egy elterjedt nézőpont, hogy a katasztrófák vagy lassan következnek be (mint a klímaváltozás) vagy csak ritkán fordulnak elő (mint például egy világvárvány) (Rees, 2022). Valójában azonban gyorsan és rendszeresen is kialakulhatnak. A változás hajtóerői a 2020-as években erősebbek, gyorsabbak és sokkal összetettebbek, mint az 1970-es években voltak. A 2020-as évtizedben sok területen teljes fordulat várható. Visszatért az infláció, ami a monetáris politikai lépések nyomán a jegybanki és ezzel a pénzpiaci kamatok emelkedését okozza. A költségvetési hiányok és az államadósságok tartósan magasak maradnak, miközben a nagy jegybankok fokozatosan lezárják mennyiségi lazítási programjait, szűkítve a jegybankmérlegüket. Ezzel párhuzamosan megjelennek a digitális jegybankpénzek. Mérsékeltébb lesz a világgazdaság növekedése, mert az átmenetek időszakában emelkednek az energia- és a nyersanyagárak. Romlik a beruházási hangulat és bizonytalanná válnak a finanszírozási feltételek. Veszélybe kerül a magas foglalkoztatás és állandósulhatnak a társadalmi feszültségek (Matolcsy, 2022c). A kapitalizmus talán kevésbé lesz globális, azonban a nemzetközileg nyitott kapitalizmus továbbra is a jövőbeli jólét alapja marad. Ezt meg kell reformálni, és nem szabad feladni, mint a 20. század elején (Wolf, 2023).

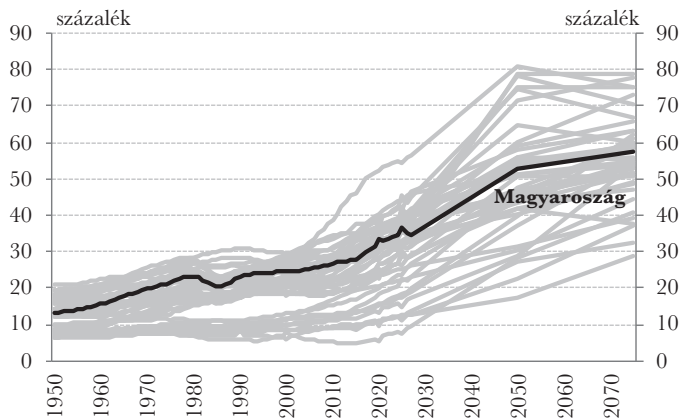
A Magyar Nemzeti Bank az elsők között ismerte fel ezeket. A 2020-as évtized három év alatt súlyos kihívásokat hozott, de helyes gazdaságpolitikával a jelenlegi évtized is megnyerhető. Már most érdemes felkészülni arra, hogy a geopolitikai térben a 21. század egyik fő motívuma a minden területen éleződő USA–Kína párvialdal lesz. Az évtizedet hazánk növekedési modelljének megújítására és továbbfejlesztésére szükséges felhasználnunk. Minden kihívás egyben lehetőség is: ki kell dolgozni az új jövőképhez elvezető hosszú távú stratégiát.

### *Megatrendek formálják a 21. századot*

A 21. századot erőteljesen meghatározzák a világgazdasági és a geopolitikai megatrendek. Az ezekhez való sikeres alkalmazkodás mindannyiunk érdeke. A járvány utáni világban még hangsúlyosabbá válik a „négy D”, vagyis a demográfiai trendek romlása (depopulation), a termelékenység mérséklődése (declining productivity), a magas adósságok problémája (debt) és a deglobalizáció (deglobalisation) (Sharma, 2022), amit szorosan kiegészít a digitalizációs ugrás és a klímaváltozás okozta problémák halmaza. Ezek együttesen valószínűleg lassabb növekedést és magasabb inflációt okozhatnak a világban. A „négy D” hatására a termelékenység növekedése globálisan 1 százalék alá eshet, a kamatlábak tartósan magasabban maradhatnak, miközben a munkaerő létszáma tovább csökkenhet, a bérek pedig szintén növekedhetnek. A negatív kínálati hatásokra a digitalizáció és a zöld átmenetek felgyorsításával komoly felzárkózási potenciált lehet felépíteni.

A fejlett világ romló demográfiai folyamatai várhatóan tovább mélyülnek. A nemzetközi tendenciákat vizsgálva megfigyelhető, hogy az előrejelzések szerint a függőségi ráta (az idős korú népesség aktív korú népességhez viszonyított aránya) az elmúlt évtizedekben tapasztalt dinamikát folytatva a következő fél évszázadban is emelkedni fog az OECD országokban. Az OECD adatbázisa szerint a jelenlegi 32,4 százalékos arány 2075-re 58,6 százalékra emelkedhet. A világ országaiban a várható élettartam hosszan tartó növekedése tapasztalható, ami az előrejelzések szerint továbbra is folytatódni fog. A fejlett világ országainak kedvezőtlen termelékenységi számai szintén abba az irányba mutatnak, hogy a függőségi ráta növekvő és egyre nehezebben kezelhető pályán fog alakulni (2. ábra).

2. ábra: Az időskori eltartottak arányának historikus és várható alakulása Magyarországon nemzetközi összehasonlításban



Forrás: OECD Old-age dependency ratio adatbázis.

Megjegyzés: A sötét vonal Magyarország, a szürke vonalak az OECD és G20 országok mellett Bulgária, Horvátország, Románia adatait mutatják.

A termelékenység növekedése az elmúlt évtizedekben folyamatosan lassult, a legtöbb országban az üteme éppen csak nulla százalék feletti. A jelenségre több magyarázat is létezik, egyesek az innovációs folyamat lassulásában, mások keresletoldali hiányosságokban találják meg a választ (Erber et al., 2017). A lassuló termelékenység-növekedés háttérében részben az állhat, hogy az elmúlt évtizedek technológiai fejlesztései jelentős részben a fogyasztási cikkek piacára koncentrálódtak, ugyanakkor a gazdaság fundamentális működését érintő innovációk (pl. az energiatermelés, agrárium) kisebb hangsúlyt kaptak. Pedig e területek éppen azok, amelyeket a korábbi ipari forradalmak sikerrel alakítottak át, gondoljunk csak a gőzgép vagy az elektromosság elterjedésének példájára. A termelékenység mérséklődésének egyik következménye, hogy a gazdasági növekedés a legtöbb országban egyre inkább adósságvezérelté válik. Hosszú távon ez fenntarthatatlan.

Az elmúlt időszakban az adósságráták jelentősen növekedtek. A koronavírus-válság kitörésekor a kormányzatok számottevő fiskális beavatkozást hajtottak végre, növelve az államadósságukat, miközben a magánszektor adóssága is érdemben emelkedett. Az IMF (2022) felmérése alapján a globális szintű összádósság 2021-ben rekordszintű 235 trillió dollárt tett ki, ami a világ GDP-jének közel 250 százaléka, ami a járvány előtti 221 százalékhoz képest is jelentős növekmény (1. táblázat). A teljes adósság 60 százaléka privát (lakossági és vállalati), míg a 40 százaléka államadósság. A magas infláció és a magas kamatok világában az adósságok fenntarthatóságával kapcsolatos problémák is előtérbe kerülnek (Beetsma–Baarsma, 2022). Most zárul le a szuperolcsó pénz kora, miközben a nominális adósság szint számottevően nőtt. A magasabb kamatkörnyezet megdrágítja a felhalmozott adósságok finanszírozását, a kamatkiadások folyamatosan emelkednek, amely megakasztja a növekedést és megnehezíti annak fenntarthatóságát.

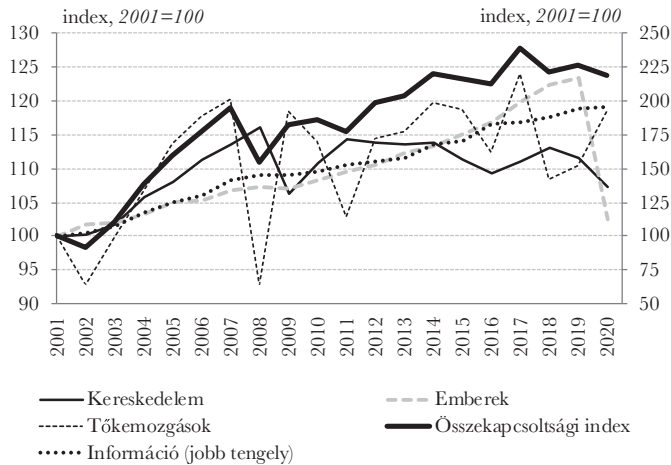
1. táblázat: A világ adósságállományának átlagos alakulása a globális GDP arányában (százalék)

	2007-2010 átlaga	2011-2018 átlaga	2019-2021 átlaga
Teljes adósságállomány	207,5	221,4	246,3
ebből államadósság	69,3	80,9	93,2
ebből magánszektor adóssága	138,2	140,5	153,1

Forrás: IMF Global Debt Database

Több egyidejű, de ellentétes hatású folyamat eredményeképpen a globalizáció kettős természetűvé válik: míg a digitalizáció rohamos fejlődése erősíti azt (különösen a kibertérben), addig a geopolitika polarizálódása és a koronavírus-járvány tanulságai következtében egy deglobalizációs folyamat is kibontakozik (Rodrik, 2022). A világkereskedelmi aktivitás a 2010-es évek óta csökkenő tendenciát mutat, amit a lehetőségek kimerülése, a globális kereskedelmi liberalizáció elmaradása és a növekvő protekcionizmus irányított (Wolf, 2020). Ezzel szemben az információ áramlásának töretlen emelkedése, valamint a társadalmi mobilitás 2019-ig tartó felfutása a globalizáció erősödését támogatta az elmúlt évtizedben. A tőke mozgások nagy változékonyság mellett stagnáltak. Összességében a DHL Összekapcsoltsági Index (DHL Global Connectedness Index) alakulásában 2017 óta csökkenő trend figyelhető meg (3. ábra).

3. ábra: A DHL Összekapcsoltsági Index és komponenseinek időbeli változása



Forrás: DHL Global Connectedness Index 2021.

Megjegyzés: Az ábra a globalizáció egyfajta mérőszámának, az Összekapcsoltsági indexnek és komponenseinek a 2001-hez viszonyított változását mutatja.

A digitalizációnak köszönhetően az információáramlás várhatóan exponenciálisan tovább emelkedik. A szabad információáramlás a globalizáció egyik alappillére, aminek gyors ütemű bővülését a digitalizáció térnyerése, illetve az infrastruktúra fejlődése tette lehetővé.



A folyamat eredményességét jól mutatja, hogy az Eurostat adatai alapján az Európai Unió országaiban 2021-ben már a háztartások 92 százaléka rendelkezett interneteléréssel (ez 2007-ben mindössze 53 százalék volt). Emellett az információáramlás felfutását a digitális eszközök és szoftverek terjedése, illetve a digitális tárolási kapacitás fajlagos költségének csökkenése is támogatta. Ebben a környezetben a döntéshozók egy komoly kihívással kerülnek szembe: hogyan biztosítsák és hogyan támogassák azt, hogy az egyének, a vállalkozások és a kormányok a lehető legjobban használják ki az adatokat, a hálózatokat és az alkalmazásokat. Erre egyértelmű válasz a digitalizációs átmenet felgyorsítása.

A következő évtizedek egyik legnagyobb kihívása a környezeti fenntarthatóság elérése és hosszú távú biztosítása lesz. A klímaváltozás és a kapcsolódó ökológiai problémák az egyik legfontosabb külső kockázati tényezőt jelentik a társadalmak és gazdaságok működésére nézve, illetve ezen keresztül a pénzügyi közvetítőrendszer stabilitása szempontjából is. Egy olyan korszak áll előttünk, amelyben az új jövőképek által irányított felzárkózást már csak a fenntarthatósági gondolat köré lehet szervezni (Matolcsy, 2022d). Egyre több jegybank ismeri fel, hogy szerepük nem elhanyagolható az éghajlati és környezeti válságok kezelésében, ezért bár még csak kisebbségük kezeli tudatosan a környezeti kockázatát (Central Banking, 2022), mind többben kezdenek lépéseket tenni környezetvédelmi és társadalmi vonatkozásban egyaránt.

## ÚJ KORSZAKBAN ÚJ GAZDASÁGPOLITIKÁRA VAN SZÜKSÉG

Sok a hasonlóság az 1970-es és a 2020-as évtized között. Nem véletlenül, hiszen a világpolitika, a gazdaság és a pénz területén is sok a párhuzam a két évtized között. Az 50 évvel ezelőtti tapasztalatokat, szabályokat és mintázatokat fel kell használni az új korszak új gazdaságpolitikájának megalkotására.

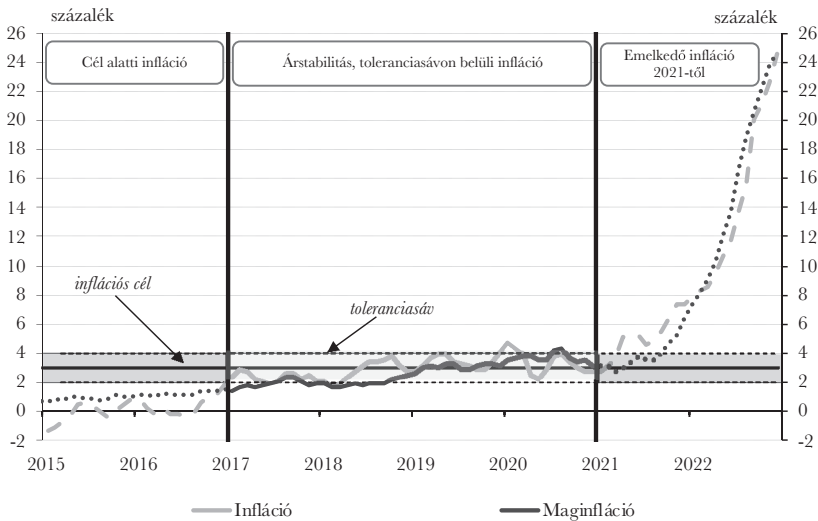
Kiindulási alapként le kell győzni az inflációt. A külső és belső egyensúlyok helyreállítása, majd az intenzív növekedési szerkezetre való átállás biztosíthatja a fenntartható egyensúlyt és a fenntartható felzárkózást. Az intenzív növekedési modell a termelékenység javítását és a zsugorodó munkaerő-állomány problémájának megoldását kínálja. Ehhez zöld átmenetre, valamint technológiai fejlődésre, azaz a digitalizációs fordulat végrehajtására van szükség. Ugyanakkor mindezek alapja csak az egyensúly és növekedés lehet, aminek helyreállításához érdemes visszatekinteni az előző, sikeres évtizedre.

*Az inflációt egyszer már sikeresen megtörtük és elértük az árstabilitást*

A 2010-es évtizedben a rendszerváltás óta első alkalommal az MNB tartósan elérte elsődleges célját és biztosította az árstabilitást. Miután sikeresen elkerültük az egyes európai országokat fenyegető deflációs környezet kialakulását a 2008-as válság utáni mérlegalkalmazkodás időszakában, az MNB 2017-től nagy pontossággal állította be az inflációt a jegybanki célnak megfelelő 3 százalékos értékre. Ez nemzetközi összehasonlításban is kivételes eredmény volt, mert 2017 eleje és 2020 vége között az átlagos infláció éppen 3 százalékon alakult, azaz meggyezett a jegybanki céllal, és ezen időszakban 48 hónapból 44 alkalommal az infláció a 3 százalékos szint körüli  $\pm 1$  százalékos toleranciasávban alakult (4. ábra).



4. ábra: A hazai inflációs periódusok alakulása



Forrás: MNB, KSH

Az alapkamat historikus mélypontjára való csökkentésével a hagyományos eszköztár elérte a határait. Ezért a jegybank bátor, innovatív és unortodox lépésekkel véget vetett a hitelszűke (credit crunch) állapotának, valamint elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül, célzott eszközeivel sikeresen erősítette a gazdaság belső forrásokból való finanszírozását. Az MNB 2013 és 2019 között összességében több pénzügyi forrással járult hozzá a magyar gazdaság felzárkózásához, mint a 2014–2020 közötti uniós költségvetési ciklus Magyarország számára elérhető teljes keretösszege. A jegybanki programok érdemben mérsékeltek a magyar gazdaság külső és belső sérülékenységét, miközben a gazdasági növekedést – az árstabilitás veszélyeztetése nélkül – is jelentősen támogatták. Ez hozzájárult Magyarország fenntartható felzárkózásának megindulásához az Európai Unió átlagához viszonyítva.

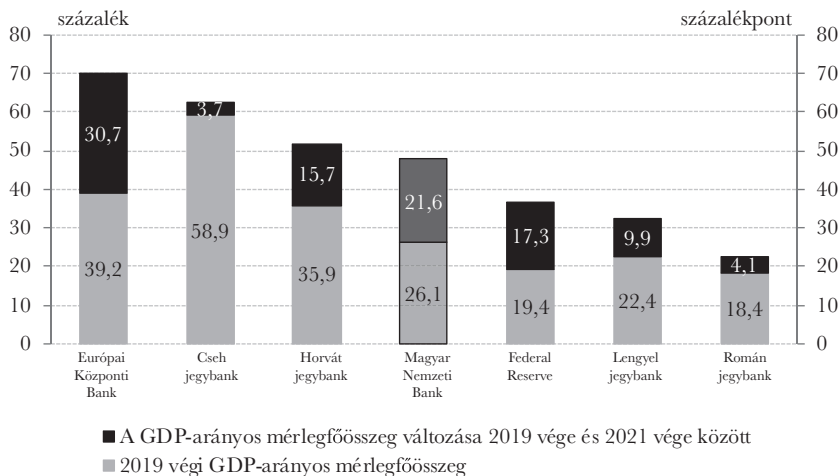
*Az új évtized első kihívása hamar megérkezett*

2020-ban a koronavírus-járvány következtében egy összetett válsággal kellett Magyarországnak szembenéznie. A magyar gazdaságot azonban stabil fundamentumok és erős növekedés mellett érte a járvány: a 2010-es évtizedben követett gazdaságpolitika fenntartotta hazánk makrogazdasági egyensúlyát, valamint csökkentette külső és belső sérülékenységét. Az MNB a koronavírus-válságot megelőző években szűkítette a mérlegét, így megfelelő mozgástérrel rendelkezett a gazdasági kihívások tartós kezelésére. A lépéseink középpontjában – a 2013-as monetáris politikai fordulattal összhangban – még a járvány okozta kihívások közepette is változatlanul a jegybanki célok teljesítése állt.

A járvány kitörésekor a Magyar Nemzeti Bank gyors és célzott lépések sorozatáról döntött. A jegybank azonnali likviditásnyújtó és piacstabilizáló lépéseket hajtott végre, valamint átalakította monetáris politika eszköztárát, ami megváltoztatta működési keretrendszerét. Emellett az MNB a monetáris transzmisszió hatékonyságának és az állampapírpiac stabil likviditási helyzetének megőrzése érdekében állampapír-vásárlási programot indított. A jegybank megjelenése a másodlagos piacon már önmagában piacstabilizáló erőt jelentett, amelynek hatására az állampapírhozamok már a tényleges vásárlások megkezdése előtt számottevően csökkentek. A program keretében végrehajtott vásárlások hatására mérséklődtek a költségvetés kamatkiadásai, miközben az államadósság lejárat szerkezetének hosszítása is megvalósulhatott.

A koronavírus-járvány okozta negatív gazdasági hatások tompítására és a gazdasági növekedés helyreállításának támogatására az MNB a jegybankmérleg jelentős mértékű bővítésével reagált. A jegybankmérleg növekedése az egyik legnagyobb volt Európában: a mérleg a GDP 26 százalékáról a GDP 38 százalékára nőtt 2020-ban, majd a GDP 47,7 százalékára 2021-ben (5. ábra). Mindez azt jelenti, hogy a járvány kitörésének évében az MNB több mint 5 ezer milliárd forintnyi új forrást biztosított a magyar gazdaság számára, a járvány során pedig összességében több mint 11 ezer milliárd forintot.

5. ábra: A vizsgált jegybankok GDP-arányos mérlegfőösszegének változása 2019 vége és 2021 vége között



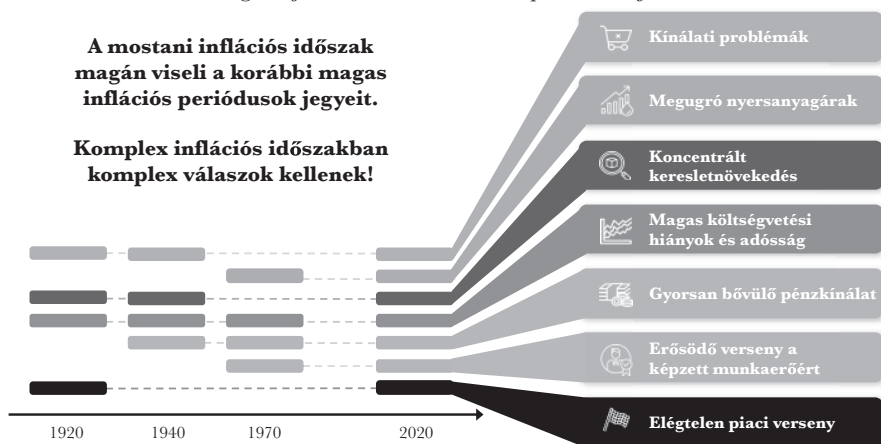
Forrás: Jegybankok honlapjai

Az MNB ezen belül 3000 milliárd forintnyi olcsó és stabil forrást biztosított a kkv-szektor hitelezésére az NHP Hajrá konstrukció keretében. A jegybanki hitelprogramok támogatták a magyar gazdaság növekedési motorját, a kkv-szektor működési képességét, valamint fenntartották a kedvező beruházási folyamatokat. A 2021. szeptember 30-án lezárult NHP Hajrá az egyik leghatásosabb eszköz volt a válságkezelésben, mintegy 62 ezer hitel-, illetve lízingszerződés jött létre, több mint 40 ezer hazai vállalkozás forráshoz jutását elősegítve, ami kivételes segítséget jelentett a járvány alatti időszakban.

## AZ ÉVTIZED LEGNAGYOBB KIHÍVÁSA ÚJRA AZ INFLÁCIÓ LETT

A Magyar Nemzeti Bank egy gyorsan változó, korábban nem látott gazdasági kihívásokkal teli időszakban is sikeres válságkezelést tudott végrehajtani. Ennek eredményeként hazánk az elsők között érte el újra a járvány előtti teljesítményét. Azonban a gazdaságok újraindulása az egész világon új kihívást hozott: az infláció a '70-es évek óta nem látott szintre emelkedett, miközben már a globális recessziós félelmek is megjelentek a világban (6. ábra). Az 1970-es évek tanulsága egyértelmű minden jegybank számára: aki hezitál és túl későn vagy túl kicsit lép, annak egy évtizedre elhúzódó, magas inflációval kell szembenéznie. Épp ezért minél előbb vissza kell térnünk az egyensúly és a fenntartható felzárkózás pályájára, amihez jegybanki oldalról az árstabilitás megteremtése jelenti az alapot. Elengedhetetlen az összhang a gazdaságpolitikai ágak között a fenntartható növekedés biztosítása érdekében: ehhez a költségvetési politikának a felborult egyensúlyok helyreállítására kell törekednie, míg a versenypolitikáért felelős döntéshozóknak a piaci verseny javítását és a túlárazások elkerülését kell ösztönöznie. A hosszú távú, strukturális programok indítása a versenyképesség növelésén keresztül továbbra is kulcstényező ahhoz, hogy a 2020-as évtized sikeres legyen a magyar gazdaság számára.

6. ábra: Az elmúlt 100 év magas inflációs időszakainak konceptuális ábrája

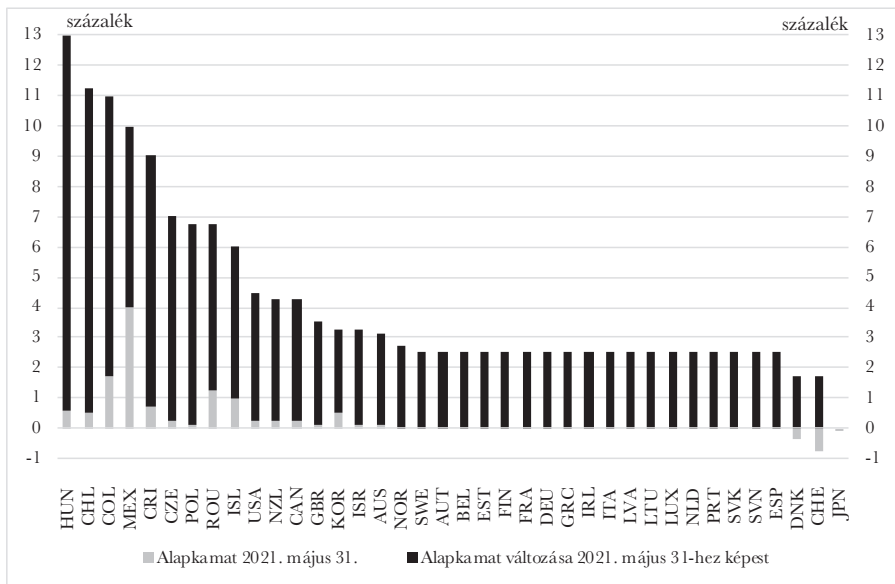


Forrás: MNB

Az infláció megtöréséhez a teljes monetáris politikai eszköztár erőteljes és határozott alkalmazására van szükség. A Magyar Nemzeti Bank az elsők között ismerte fel az inflációs tendenciák megváltozását és határozott választ adott rá. Az MNB Európai Unióban elsőként indította el a kamatemelési ciklusát 2021 júniusában. A kamatkondíciók szigorításával párhuzamosan megkezdődött a válságkezelő eszközök kivételése is. Az NHP Hajrát a 3000 milliárd forintos keret kimerülésével a jegybank lezárta, majd megszüntette a hosszú lejáratú fedezett hiteleszköz alkalmazását. Ezt követően a jegybank több lépésben mérsékelte az állampapír-vásárlásokat és 2021 decemberében lezárta a programot. Az MNB a szigorítási ciklus megkezdése óta összességében a leghatározottabb kamatemelést hajtotta végre. Az alapkamat 16 hónapon keresztül

folyamatosan, összesen 1240 bázisponttal emelkedett és 2022 szeptembere óta 13 százalékon áll. Ez az OECD országok között a leghatározottabb fellépés (7. ábra). Az eddigi kamatlépések és az infláció 2023-ban kezdődő csökkenése elősegíti, hogy az előretékinő reálkamat Magyarországon stabilan pozitív maradjon, ami biztosítja az infláció tartós csökkenését.

7. ábra: A jegybanki alapkamatok összehasonlítása az OECD országokban



Forrás: cbrates.com, countryeconomy.com. Megjegyzés: Törökországot nem tartalmazza az ábra, a török alapkamat 2021. május 31-én 19 százalék volt, jelenleg 9 százalékon alakul.

2022 végétől egyre markánsabban látszódnak egy globális inflációs fordulat jelei, ami szintén segíti, hogy hazánkban 2023-ban az infláció is csökkenő pályára álljon. Ugyanakkor az infláció ellen továbbra is küzdenünk kell: a '70-es évtized tanulsága, hogy ha a gazdaságpolitikusok túl korán dőlnek hátra, akkor a magas infláció gyorsan visszatérhet. A hazai magas árdinamikában meghatározó szerepe van az élelmiszerárak magas inflációjának, ami részben a hazai élelmiszeripar gyenge termelékenységéből fakad. Az MNB a folyamatok értékelése során kiemelt figyelmet fordít a vállalati költségeket jelentősen meghaladó árazások és a kapcsolódó inflációs kockázatok azonosítására is.

Szükséges tehát a türelem és a szigorú monetáris kondíciók fenntartása az árstabilitás újbóli megteremtése érdekében, így biztosítva az inflációs várakozások horgonyzását és az inflációs cél fenntartható módon történő elérését. Az árstabilitás nem csupán az infláció letörésének szándéka miatt fontos: a fenntartható felzárkózás árstabilitás nélkül nem valósulhat meg. Az MNB-nek el kellett kerülnie, hogy az infláció egy öngerjesztő, a növekedést korlátozó erővé váljon. Az MNB új eszközei is a szigorú monetáris kondíciók érvényesülését támogatják, amelyek jelentősen szűkítik a bankközi likviditás mértékét. Így az eddigi kamatlépések hatása minden résziparban erősebben érvényesül.

*Az infláció elleni harcban és az évtized megnyerésében is kulcsfontosságú lesz az egyensúly visszaállítása*

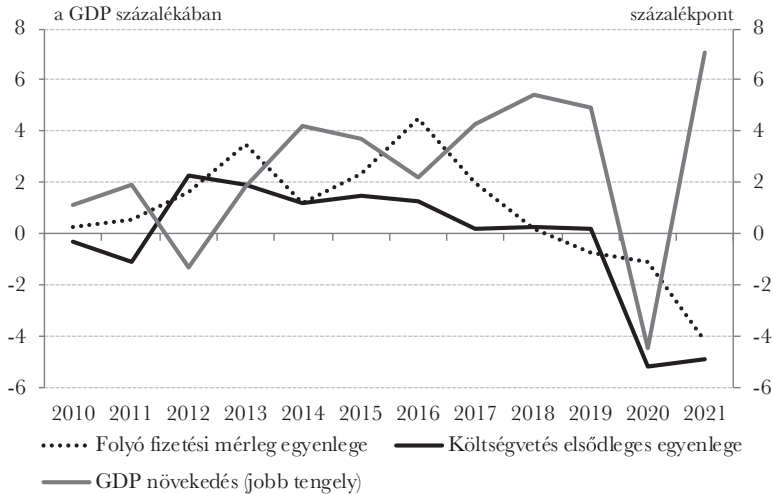
Az MNB 2021-ben időben és proaktívan lépett, ezzel megtörhető a magas infláció és nagyobb eséllyel nyerhető meg a 2020-as évtized is. A járvány elleni védekezés sikeres volt, támogatni kellett a gazdaságot, azonban a globális infláció gyors emelkedése új megközelítést igényel a teljes gazdaságpolitika szintjén. Az elmúlt időszakban megbomlott az egyensúly és növekedés képlete. Az előző évtizedet megnyertük, aminek a legfőbb tanulsága éppen az volt, hogy egyszerre kell törekedni az egyensúlyok fenntartására és a növekedés biztosítására. Jelenleg a belső és a külső egyensúly egyidejű javítására van szükség.

Intő jel az évezred első magyar válsága, amelynek egyik sajátossága volt, hogy hazánk már jóval a 2008-as globális pénzügyi válság előtt egy önálló pénzügyi csapdába került. A gazdasággal kapcsolatos problémákat akkor is az ikerdeficit jelezte a legerősebben: az államháztartás és a folyó fizetési mérleg egyaránt jelentős hiányt mutatott. A korai, belső természetű pénzügyi és gazdasági válság egyértelműen annak a következménye volt, hogy Magyarország 2002-től elveszítette a pénzügyi egyensúlyt (Matolcsy, 2020). A hibás gazdaságpolitika ára jelentős volt, egy évtizedre leállt a felzárkózás, és a 2004 és 2010 közötti időszakban újból adósságcspadába ejtette magát Magyarország. 2010-től a magyar gazdaságpolitika azonban visszatért a pragmatikus közgazdasági gondolkodáshoz. Ennek középpontjában az állt, hogy a munka, a tőke, illetve a tudás (technológia) termel új értéket, és nem az eladósodásból finanszírozott növekedés. A fordulat egy új gazdaságfilozófián és új gazdaságpolitikán alapult, aminek középpontjában olyan strukturális reformok és innovációk álltak, amelyek korábban elmaradtak, valamint nélkülözhetetlenek voltak az egyensúlyi és növekedési fordulathoz. 2010 után hazánk a pénzügyi egyensúlyt a foglalkoztatás és a növekedés javításán keresztül kívánta elérni, amelynek fő eszközei az adóreform és a költségvetés strukturális reformjai voltak, majd ezt támogatták 2013-tól a Magyar Nemzeti Bank célzott intézkedései is.

A 2010-es költségvetési fordulat kijavította a korábbi hibákat, azonban a 2021-es évben riasztó hasonlóságot láttunk, ezért megfelelő gazdaságpolitika hiányában ismét elveszthetünk egy évtizedet. Ezért a korábbi tapasztalataink és a sikeresen megnyert 2010-es évek gazdaságpolitikai megfontolásainak felelevenítésével érdemes egy újfajta megközelítést felvázolni. A költségvetési hiányt újra 3 százalék alá kell csökkenteni, ami – a jegybanki lépéseivel összhangban – gyorsan mérsékelné az inflációt és a folyó fizetési mérleg hiányát, emellett csökkentené az ország külső sérülékenységét az államadósság visszafogásán keresztül (8. ábra). Ez összességében visszavezetne a fenntartható egyensúly és a fenntartható felzárkózás pályájára, ami a 2020-as évtized jövőbeli eredményeit alapozza meg.

2010 után a magyar államháztartási konszolidáció erőteljesen eltért a többi IMF programország konszolidációjától: megszorító gazdaságpolitika helyett egy innovatív magyar modellre, a külső eladósodás helyett a belső erőforrások kiaknázására helyezte a hangsúlyt. Emellett Magyarország nem hozott növekedési és foglalkoztatottsági áldozatot a fenntartható egyensúly érdekében, miközben sok más tagállam igen, de ezek az áldozatok nem eredményezhettek fenntartható egyensúlyt az államháztartás körében, mert a politikai stabilitás elromlása lefékezte és leállította a strukturális reformokat.

8. ábra: A GDP-növekedés, a folyó fizetési mérleg és a költségvetés elsődleges egyenlegének alakulása Magyarországon 2010 és 2021 között



Forrás: MNB

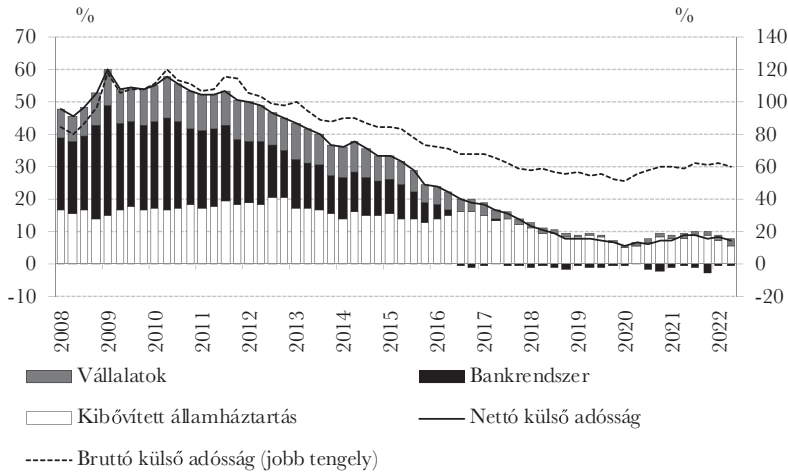
A magyar gazdaságpolitika a strukturális reformok végrehajtása mellett új finanszírozási modellre állt át és 2012 elejétől erőteljesen bevonta a hazai forrásokat a gazdaság finanszírozásába (9. ábra). Nem történt új külső eladósodás, a konszolidáció és a stabilizáció döntően belső erőforrásokra támaszkodott, ennek következtében 2012 elejétől már folyamatosan és nagymértékben emelkedtek a lakossági állampapír-vásárlások. A sikeres egyensúlyi fordulatnak köszönhetően az ország bruttó és nettó külső adósságának trendszerű csökkenése 2013–2019 között is folytatódott, amit támogatott, hogy a belső források egyre nagyobb szerepet kaptak az államadósság finanszírozásában.

Az újkori magyar gazdaságtörténet valóban legeredményesebb pénzügyi konszolidációját és gazdasági stabilizációját érte el Magyarország 2010 után. A kulcs előretétele az a belföldi megtakarítások növelése marad, amelyek a digitalizáción és a zöld átálláson keresztül az intenzív növekedési modell alapjai lehetnek, miközben egyszerre csökkentik az inflációt és a folyó fizetési mérleg hiányát.

A sikeres gazdaságpolitika és Magyarország fenntartható felzárkózásának másik pillére a külső egyensúly helyreállítása. Az őszi hónapokban a gázárak csökkenésével és a belső kereslet alkalmazkodásával párhuzamosan megkezdődött a folyó fizetési mérleg hiányának mérséklődése. Az üzemanyagokra vonatkozó ársapka kivezetése egy kedvező fejlemény, így ezen a piacon is megindulhat az alkalmazkodás. Ugyanakkor ez csak a kezdeti lépés lehet, hiszen a költségvetési deficit csökkentésével további jelentős eredményeket érhetnénk el. A folyó fizetési mérleget javítani kell, mert külső egyensúlytalanság mellett nem beszélhetünk fenntarthatóságról. Rövid távon az állami beruházások visszafogásával a költségvetési hiány csökkentése mellett – azok importtartalma miatt – a külső hiány is fékezhető, emellett

a lépés az inflációs nyomást is mérsékli. Egy átfogó folyó fizetési mérleget javító programra lesz szükség, amelynek az energiahatékonyság javításán, az energiafüggetlenségünk erősítésén és zöld átálláson kell alapulnia.

9. ábra: A nettó külső adósság alakulása



Forrás: MNB. Megjegyzés: Közgazdasági szempontból az adósságműutatók dinamikájának fundamentális alakulását nem befolyásolja a számla- és tömbarany-követelések közötti átváltás, ezért ezt a technikai hatást, illetve a tulajdonosi hiteleket kiszűrtük az idősorból. A GDP százalékában.

A külső és a belső egyensúly egyaránt fontos: a folyó fizetési mérleg, az infláció és a költségvetés hármas egyensúlyát egyszerre kell megteremteni. Ennek feltétele, hogy a jegybank és a kormány együtt fékezze meg az inflációt, majd fenntartható pályára tereljék a magyar gazdaságot. Több területen új növekedési forrásokat kell aktiválni. Fenntartható egyensúlyra és fenntartható felzárkózásra van szükség, ami jelentős kihívás, de egyben lehetőség is. A 2010-es évtizedben már bevált egyensúly és növekedés képletét a 2020-as évtizedben a fenntartható egyensúly és fenntartható felzárkózás hosszú távú stratégiájává kell továbbfejleszteni. A gazdasági felzárkózás szempontjából jelenleg Kelet-Európa a világgazdaság egyik legaktívabb területe (Sharma, 2021), azonban a lendületet fenntartani mindig kihívás, ezért van szükség a versenyképességet és az intézményi hatékonyságot célzó további strukturális reformokra (Ban, 2021). A digitalizációnak és a zöld átállásnak kell előtérbe kerülnie, a fenntartható felzárkózáshoz át kell térnünk a mai extenzív (menyinyiségi) növekedésről az intenzív (minőségi) növekedési szerkezetre. A versenyképesség, a digitalizáció és az energiahatékonyság javítása, valamint a tőke-technológia-tudás-tehetség négyesének (4T) megfelelő kombinációja a megoldás kulcsa. Nem várhatunk, az átállást most kell megvalósítani. A járvány tanulsága, hogy megfelelő intézkedésekkel rövid idő alatt is jelentős változásokat lehet elérni.



AZ ÉVTIZED MEGNYERÉSÉHEZ A ZÖLD ÉS A DIGITÁLIS FORDULATOT IS  
VÉGRE KELL HAJTANI

Jelenleg a legtöbb inflációs célkövető jegybank az elsődleges feladatának a teljesítésére, vagyis a magas infláció letörésére koncentrál. Az 1970-es évek legfőbb tanulsága, hogy az infláció elleni határozott fellépés elmulasztása egy egész évtizedre megpecsételheti egy gazdaság sorsát. Amikor viszont az árstabilitás fenntartható módon elérhetővé válik, lehetőség nyílik a jegybankok számára az évtized nagy átmeneteinek, a zöld fordulatnak és a digitalizációnak a támogatására. Ezért az inflációval szembeni lépések mellett az is fontos, hogy már most stratégiai tervekkel rendelkezünk a magas inflációt követő időszakra.

*Zöld fordulat a jegybanki politikában*

Ma már kétség sem férhet ahhoz, hogy a klímaváltozás a 21. század egyik legnagyobb kihívását jelenti az emberiség számára. A klímaváltozás eddigi kezelése egyben tankönyvi példája a piaci kudarcnak. A jövő generációinak fenntartható, ellenálló gazdasági alapokra van szüksége, a következő 10 év stratégiai döntései határozzák meg az emberiség sorsát. A jövőnk érdekében nélkülözhetetlenek az olyan új szabályok, amelyek a hosszú távú fenntarthatóság és értékállóság köré szerveződnek. A klímaváltozás több csatornán keresztül hatást gyakorol a makrogazdasági környezetre, a pénzügyi- és bankrendszerre, valamint az árakra egyaránt (NGFS, 2022). A klímaváltozás fizikai kockázatai (pl. biodiverzitás csökkenése) és az alacsonyabb szén-dioxid-kibocsátású gazdaságra való átállás kockázatai (pl. megújuló energiaforrások elterjedése) végső soron a keresleti és kínálati folyamatokon keresztül kihatnak a kibocsátásra, az inflációra és az inflációs várakozások alakulására. Az éghajlatváltozás hatásai emellett kedvezőtlenül befolyásolhatják a termelékenységet, a beruházásokat és azok finanszírozását, valamint a piaci hangulatot is. A fenntarthatóság tehát „létkérdés” és a jövő megnyerésének minden szempontból a kulcsa. A Párizsi Megállapodásban kitűzött klímacélok azonban az életszínvonal emelkedése mellett is el lehet érni: a zöld gazdaságra való átállás egyaránt ösztönözheti az innovációt és a jólétet (Stiglitz, 2019).

A klímaváltozás a jegybanki célokra is hatással van. A megújuló technológiákra történő átállás kezdetben rendkívül költséges, ugyanakkor hosszabb távon a hatékonyság növekedése, illetve a méretgazdaságosságból fakadó előnyök enyhíthetnek az induló beruházás terhein, és nem veszélyeztetik a tiszta és fenntartható energia életképességét (Kolozi és szerzőtársai, 2022). Ezért is kiemelt fontosságú, hogy a Magyar Nemzeti Bank az európai jegybankok közül elsőként kapott zöld mandátumot (10. ábra). A jegybanktörvény változásával 2021. augusztus 2-ától kibővülő mandátuma alapján a jegybank – elsődleges céljának veszélyeztetése nélkül – támogatja a Kormány környezeti fenntarthatósággal kapcsolatos politikáját is. A zöld átmenet egy kényszer, amit fokozatosan szabad csak végrehajtani. Nem szabad abba a hibába esni, amibe a rendszerváltáskor estek a döntéshozók: a klímaváltozás ellen nem a sokterápia a megoldás. Most a jövő gazdasági modelljébe kell befektetnünk, amelyet az árstabilitás megteremtését követően célzott jegybanki eszközökkel is lehet erősíteni.

10. ábra: A környezetvédelmi és társadalmi megfontolások monetáris politikába való integráltságának szintje



Forrás: WWF SUSREG Annual Report (2021).

Megjegyzés: Az integráltsági szint meghatározásakor azt vizsgálták, hogy a központi bank figyelembe veszi-e a környezeti és társadalmi szempontokat az eszközvásárlási programok végrehajtásakor, a fedezeti keretrendszerében, illetve támogatott hitelek vagy kedvezményes célzott refinanszírozási keretek biztosításakor. Ez a szempontrendszer a tényezők pénzügyi piacokra gyakorolt jelentősége és befolyása alapján lett kialakítva.

A magyar jegybankban a zöld átálláshoz szükséges szemléletváltás már lezajlott. Az MNB gyakorlata jól példázza, hogy egy jegybank számos területen célzottan támogathatja a zöld átállást. Az MNB korábbi két úttörő kezdeményezésének – az NHP Zöld Otthon Program és a Zöld Jelzáloglevél-vásárlási Program – célja a megfelelő energetikai hatékonysággal rendelkező ingatlanokra folyósított hitelek, vagyis a zöld jelzáloghitelek elterjedésének támogatása volt. Ez a két program célzottan hozzájárulhatott a korszerű ingatlanok építéséhez és egy egészségesebb szerkezetű hazai ingatlanállomány létrejöttéhez, amely mind fenntarthatósági, mind nemzetgazdasági szempontból kiemelt jelentőséggel bír. A fentiekén túl fontos kiemelni az MNB Zöld Tőkekövetelmény-kedvezmény Programját, amelynek keretében a jegybank a környezeti szempontból fenntartható iparágak és ügyletek részarányának növelését ösztönzi a bankokat a tőkekövetelmény mérséklésével. E példák mutatják, hogy a zöld átállás felgyorsításában a jegybank a jövőben is aktív szerepet vállalhat.

*A digitalizáció lesz az új évtized hajtóereje a jegybank és a pénzrendszer tekintetében*

Korunk a nagy technológiai áttörések korszaka, amelyek innovációkat hoznak a modern élet minden területén, így a pénzügyekben is. A sikeres és fenntartható felzárkózás másik kulcsa a digitális átállás, amellyel kapcsolatban a koronavírus-járvány megmutatta, hogy rövid időn belül is jelentős változások vihetők végbe. Magyarország esetében e tekintetben van még tér

a fejlődésre, érdemes például az észet példát tanulmányozni. A digitális átállást az államnak kell vezetnie, de a folyamatból a jegybankok sem maradhatnak ki, sőt katalizátorként gyorsíthatják az átállást.

A 2020-as évek egyik meghatározó karakterjegye lesz a jegybanki működés innovációja. A digitális pénzügyek terén az MNB már egy nagyszerű példát fel tud mutatni azzal, hogy 2020 márciusában bevezette az Azonnali Fizetés Rendszerét, ami az utóbbi 30 év legnagyobb pénzügyi innovációja volt Magyarországon. Az első évben már közel 150 millió tranzakció teljesült azonnal, összesen 30 ezer milliárd forint összegben. A tranzakciók 99 százaléka öt, 96 százaléka azonban csupán két másodpercen belül ért célba. Indulása a lehető legjobbkor történt: a koronavírus-járvány alatt biztonságos távolságtartással lehetett fizetni, illetve fizikai jelenlét nélkül lehetett pénzt küldeni akár számlaszámra, akár másodlagos azonosító segítségével telefonszámra vagy e-mailre (MNB, 2021).

A digitális átállás szempontjából meghatározó innováció – amivel a világ jegybankjai most még csak kísérleteznek – a digitális jegybankpénz lesz (11. ábra). A digitális jegybankpénzt legkésőbb a következő évtized során minden jegybank valamilyen formában alkalmazni fogja. A digitális jegybankpénzek belépése kielezi a vitát a pénzügyi rendszer jövőjéről. Az állam és a magánszektor, a jegybank és a bankrendszer, a jegybank és a kormányok, a törvényhozás és a végrehajtó hatalom közötti munkamegosztás, az érték- és érdekérvényesítés szabályai viták kereszttüzebe kerülhetnek. A magyar jegybank egy szövetségi kapcsolatban hisz a Parlament, a kormány, a jegybank és a pénzügyi szektor szereplői között (Matolcsy, 2022e). A mai két-szintű bankrendszert nem az egyszintű pénzügyi rendszer felé érdemes elmozdítani, hanem pont fordítva, a maihoz képest összetettebb, de koncentráltabb, ezért erősebb pénzügyi rendszer felé. Ez egy fúziós és platformokon alapuló, jellegében 3.0-s pénzügyi rendszert hozhat az évtized végére Magyarországon.

11. ábra: DJBP kutatások és kísérleti (pilot) projektek világtérképe



Forrás: MNB szerkesztés

Minden jegybanknak korlátlan felhatalmazást kellene adni saját digitális valuta kibocsátására, hogy a teljes pénzügyi rendszer szabályozott módon térhessen át a jelenlegi petrodollár-, illetve eurdollár-alapú rendszerről egy új rendszerre. A digitális jegybankpénzben egyszerre és vegyesen lehetne alkalmazni a mesterséges intelligencia, a big data és a blokklánc-technológia. Emellett a digitális jegybankpénzek megteremtik a lehetőségét annak, hogy az általános mennyiségi lazítás helyett célzott eszközöket is alkalmazhassunk a jövő kihívásaival szemben. A digitalizáció nyújtotta lehetőségek kihasználása és a digitális jegybankpénz nélkül viszont nem fogjuk tudni rendezetten lezárni az 1996 és 2021 közti, elmúlóban lévő globális pénzügyi rendszert.

Pedig pontosan ez az, amit a digitális jegybanki pénzek nyújthatnak azáltal, hogy védőhálót kínálnak minden magánszereplő által kezelt tranzakció számára. A digitális jegybankpénz bevezetésével tovább erősíthetjük a monetáris politikai transzmissziót, biztosíthatjuk a határokon átnyúló pénzforgalmat, javíthatjuk a pénzügyi bevonódást, sőt még az adóelkerülést és korrupciót is leküzdhetjük. Nem kell megkerülni a bankokat, ellenkezőleg: ez a központi bankok, a tradicionális bankok/pénzügyi intézmények és a régi rendszert felváltó új pénzügyi világ szereplőinek „3.0 verziójú” rendszere lesz. Összességében a jövő pénze egybeesik a pénz jövőjével.

## KONKLÚZIÓ

A 2020-as évek elején egy rendkívül összetett egészségügyi, társadalmi és gazdasági válsággal lezárult az előző világgazdasági korszak. Az 1970-es évek tanulságainak és az új évtized mintázatainak felismerése rámutat arra, hogy a 2010-es évektől teljesen eltérő évtized következik, amely számos veszélyt tartogat. Geopolitikai szempontból ismét egy kétpólusú világ felé tartunk, miközben gazdasági szempontból a „Nagy mérséklődést” (Great Moderation) felváltja az instabilitás kora (Great Tension).

Egy új korszak határán állunk, azonban az új évtized is megnyerhető. A 2010-es évtizedben már sikeresen bevált egyensúly és növekedés képletét a 2020-as évtizedben a fenntartható egyensúly és fenntartható felzárkózás hosszú távú stratégiájává kell továbbfejleszteni. Kiindulási alapként le kell győzni az inflációt és meg kell javítani, amit a koronavírus-járvány elrontott. A költségvetési hiányt újra 3 százalék alá kell csökkenteni, ami a jegybank lépéseivel összhangban az inflációt és a folyó fizetési mérleg hiányát is mérsékelné, emellett csökkentené az ország külső sérülékenységét az államadósság visszafogásán keresztül. Ezután az intenzív növekedési szerkezetre való átállás, a digitális és zöld átmenettel összhangban biztosíthatja a fenntartható egyensúlyt és a fenntartható felzárkózást.

A Magyar Nemzeti Banknak is az új korszak kihívásaira gyorsan és hatékonyan reagálva kell alakítania a döntéseit. A Magyar Nemzeti Bank az elsők között ismerte fel az inflációs tendenciák megváltozását és határozott választ adott rá. A magyar jegybankban a zöld átálláshoz szükséges szemléletváltás már lezajlott. A digitalizáció terén az MNB az Azonnali Fizetés Rendszer bevezetésével az utóbbi 30 év legnagyobb pénzügyi innovációját hajtotta végre. Eközben a jövő pénzének – a digitális jegybankpénz – kutatásával az MNB a jövő modern pénzügyi rendszerének kihívásaira is készen áll.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- Ban, Cornel (2021): *Letter: Eastern Europe's growth model has risk of stagnation baked in*. Megjelent: ft.com, 2021. szeptember 16. <https://www.ft.com/content/0257a430-e5f7-47e1-8e61-0bb4763c5827>
- Beetsma, Roel – Baarsma, Barbara (2022): Reducing public debt need not be a punishment, VOXEU, 18 Jan 2022, <https://cepr.org/voxeu/columns/reducing-public-debt-need-not-be-punishment>
- Central Banking (2022): Few central banks cover environmental risk. Central Banking staff, 12 Jan 2022, <https://www.centralbanking.com/benchmarking/risk-management/7917616/few-central-banks-cover-environmental-risk>
- Erber, Georg – Fritsche, Ulrich – Harms, Patrick (2017): The Global Productivity Slowdown: Diagnosis, Causes and Remedies. *Intereconomics*, 52(1), 45-50.
- Kolozsi Pál Péter – Horváth Balázs István – Csutiné Baranyai Judit – Tengely Veronika (2022): Monetáris politika és zöld átmenet. *Hitelintézési Szemle*, 21(4), 7–28.
- IMF (2022): *Global Debt Monitor*. <https://www.imf.org/-media/Files/Conferences/2022/12/2022-12-12-global-debt-monitor.ashx>
- Matolcsy György (2020): *Egyensúly és növekedés*. MNB szakkönyvsorozat, Budapest.
- Matolcsy György (2022a): *A magyar pénzügyi átjáró*. Megjelent: magyarnemzet.hu, 2022. március 28. <https://magyarnemzet.hu/pc19/2022/03/matolcsy-gorgy-a-magyar-penzugyi-atjaro>
- Matolcsy György (2022b): *Az idő mintázatai - Az 1940-es és az 1970-es évek újraélése*. Pallas Athéné Könyvkiadó Kft., Budapest.
- Matolcsy György (2022c): *Visszatérnek-e az 1970-es évek?* Megjelent: mnb.hu, 2022. január 12. <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/elnoki-publikaciok/2022-evi-publikaciok/matolcsy-gyorgy-visszaternek-e-az-1970-es-ek>
- Matolcsy György (2022d): Új fenntartható közgazdaság (tézisek). In: Baksay Gergely – Matolcsy György – Virág Barnabás (szerk.): *Új közgazdaságtan a fenntarthatóságért*. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, pp. 10-18. <https://www.mnb.hu/web/sw/static/file/az-uj-fenntarthato-kozgazdasagtan-hun.pdf>
- Matolcsy György (2022e): *Jegybankok a 2020-as évtizedben*. Megjelent: mnb.hu, 2022. január 19. <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/elnoki-publikaciok/2022-evi-publikaciok/matolcsy-gyorgy-jegybankok-a-2020-as-evtizedben>
- MNB (2021): Egy éves az Azonnali Fizetési Rendszer. Megjelent: mnb.hu, 2021. <https://www.mnb.hu/sajtoszoba/sajtokozlemenyek/2021-evi-sajtokozlemenyek/egy-eves-az-azonnali-fizetesi-rendszer>
- NGFS (2022): Central banking and supervision in the biosphere: An Agenda for Action on Biodiversity Loss, Financial Risk and System Stability. NGFS Occasional Paper, [https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/central\\_banking\\_and\\_supervision\\_in\\_the\\_biosphere.pdf](https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/central_banking_and_supervision_in_the_biosphere.pdf)
- Rees, Martin (2022): *After Covid, Britain must learn to plan properly for extreme risk*. Megjelent: ft.com, 2022. február 21. <https://www.ft.com/content/fcc400e4-36c6-4fbd-86a0-495138b17753>
- Rodrik, Dani (2022): *A Better Globalization Might Rise from Hyper-Globalization's Ashes*. Megjelent: project-syndicate.org, 2022. május 9. <https://www.project-syndicate.org/commentary/after-hyperglobalization-national-interests-open-economy-by-dani-rodrik-2022-05>
- Sharma, Ruchir (2021): *The rise of eastern Europe is a forgotten economic success story*. Megjelent: ft.com, 2021. szeptember 13. <https://www.ft.com/content/b7e2c18b-e1c9-452d-b9d6-13db4d28fb89>
- Sharma, Ruchir (2022): *Slower Growth and Higher Inflation are the Hallmarks of a Post-Covid World*. Megjelent: ft.com 2022. február 14. <https://www.ft.com/content/6c6f4e5d-8db9-435c-aa43-505fdcd538a4>
- Stiglitz, Joseph (2019): *Fighting the climate crisis need not mean halting economic growth*. Megjelent: theguardian.com, 2019. december 9. <https://www.theguardian.com/business/2019/dec/09/climate-crisis-economic-growth-green-economy>
- Wolf, Martin (2020): *Five forces that will define our post-Covid future*. Megjelent: ft.com, 2020. december 16. <https://www.ft.com/content/dd359338-6200-40d3-8427-901bad134e21>
- Wolf, Martin (2023): *Davos: There's life in global capitalism yet*. Megjelent: ft.com, 2023. január 18. <https://www.ft.com/content/bd2f5c7c-9cbf-4892-bf16-ed9dd90059bd>