

A digitális jegybanki pénz dilemmái és trilemmái

Kutasi, Gábor

Nemzeti Közszerológálati Egyetem

kutasi.gabor@uni-nke.hu

Dirk Niepelt (szerk)

Central Bank Digital Currency: Considerations, Projects, Outlook

LONDON, CEPR PRESS, 2021



A blokklánc-technológiára épülő digitális pénz már bő évtizede foglalkoztatja a jegybankokat, sőt néhány közülük a megvalósítás felé is tett lépéseket, amelyekről Dirk Niepelt (szerk.) *Central Bank Digital Currency: Considerations, Projects, Outlook* című könyve is közöl tapasztalatokat. Mégis viszonylag kevés tapasztalattal rendelkezik egyelőre a világ e kérdésben, és empiria nélkül sok kérdés vár még megválaszolására a témában. A Center for Economic Policy Research (CEPR) kutatói és szakértői hálózata számos megközelítésből járja körül a központi banki digitális pénz (CBDC) nyitott kérdéseit. Volt és jelenlegi jegybanki vezetők és tanácsadók, BIS-elemzők, egyetemi kutatók alkotják a szerzőgárdát. Alapvetően rövid, velős elemzéseket olvashatunk egy-egy problémára vagy jegybanki tervekhez vonatkozóan. Ugyanakkor – mint az a kötet kiindulópontja – egy jelentős részben feltáratlan szakterületen gondolat kísérleti próbafutásokat végez, előrevetítve a jövőbeni kutatási projektet, és nem törekszik holisztikus, rendszerszerű válaszok megfogalmazására. A rövid fejezetek is jellemző-

en úgy végződnek, hogy nyíltan vagy a sorok között inkább több kutatásra váró gyakorlatias részletkérdést tesznek fel, mint amennyit előzőleg megválaszolnak. Sok esetben túlzottan óvatoskodónak tűnnek a szerzők, noha a könyv implicit célja éppen a szabad felvetések lehetőségének kinyitása egy, a gyakorlat szempontjából még viszonylag érintetlen szakterületen. Mégis gondolatébresztő a monetáris politika és a pénzügyi felügyelet számos területén a különböző szerzők gondolatai között feszülő ellentmondások ellenére is.

A jegybankok óvatosságát az magyarázza főképp, hogy ha a gazdaság átszokik a CBDC-re, akkor a pénzügyi közvetítők, azaz a kereskedelmi bankok kiszorulhatnak, ami veszélyezteti a pénzügyi stabilitást. Erre egyébként az ötödik fejezet azzal reagál, hogy a CBDC kibocsátása feltökésíti a jegybankot, és a pénzügyi kockázatok kivédhetők, ha a jegybanki pénztőke (*funding*) megfelelően kerül befektetésre.

■ Az aggodalmakkal szemben a könyv **ELSŐ FEJEZETE** éppen olyan megoldásokat vesz sorra, amelyek a kereskedelmi bankoknak még nagyobb teret nyitnak a finanszírozási piacon. Azon alapszik a gondolatmenet, hogy a kereskedelmi bankok számára kedvező, aszimmetrikus alkupozíció áll fenn minden ország pénzpiacán a bankok korlátozott száma miatt. Ha a CBDC képes növelni a verseny intenzitását, akkor az úgy képes kiterjeszteni a banki termékek hozzáférhetőségét a nem banki szereplőket helyzetbe hozva, hogy közben a bankok számára bővíti a pénzpiacot.

Rögtön haladó szintű megközelítésben értelmezi a digitális pénzt: A kamatozó CBDC lényegében a bankbetét alternatívájaként működő jegybanki kriptopénz lenne, amely egy nem tökéletesen versenyző bankbetéti piacon képes növelni a bankok betétállományát, mégpedig a következő módon: A tökéletlen verseny ebben az esetben azt jelenti, hogy a kereskedelmi bankok megtehetik, hogy a betéti kamatokat az egyensúlyi (azaz a versenyző

piaci) szint alatt tartásák. A kamatozó CBDC alkalmazása esetén viszont a jegybank által megválasztott kamatszint képes lesz kamatminimumként működni, hiszen a betétesek választhatnak, hogy kamatozó CBDC-ben vagy kereskedelmi banki betétben tartják-e a pénzüket. Így a kereskedelmi bankok nem lesznek érdekeltek a betéti kamat alacsony szinten tartásában, ami viszont megnöveli a lakosság betételhelyezési hajlandóságát, így a bankbetét piacát mindaddig, amíg a banki nyereség pozitív, azaz a hitelkamatok meghaladják a betéti kamatot. A betétállomány növekedése pedig a kihelyezhető banki hitelállományt is megnöveli, ami a beruházási piacon és a beruházási multiplikátoron keresztül a reálkibocsátásra is kedvező lehet.

A szerzők azzal sajnos nem foglalkoznak, hogy a kamatozó CBDC mennyiben jelent többletbefolyást a jegybank számára a hitel- és betétpiacon a jelenleg rendelkezésre álló kamateszköztárhoz képest, sem azt, miként hat a jegybank mérlegére. Annyiban bizonyosan többletlehetőség, hogy a jelenlegi, kereskedelmi bankok felé közvetített kamatok ki vannak szolgáltatva a bankszektor hitelezési és betétgyűjtési hajlandóságának, illetve kockázatvállalási és -érzékelési hajlamának, míg a kamatozó CBDC határfoka közvetlenül a nem banki szereplők megtakarítási hajlamán múlik. A nem kamatozó CBDC esetében is egyébként a pénzpiaci verseny javulása és ezen keresztül a likviditás bővülése prognosztizálható a könyv szerint.

A **MÁSODIK FEJEZET** a big data világában a lakosság által alulbecsült információs jogok (*privacy*) veszélyeiből és torzító hatásaiból indul ki, valamint azt a már jól ismert dilemmát boncolgatja, hogy vajon a CBDC-k esetében joga van-e az államnak adatokat gyűjteni a felhasználóról, vagy a klasszikus kriptopénznek megfelelő anonimitás biztosítása a követendő. Egy meglepő és új gondolatot vet fel a CBDC-hez kötődő adatforgalom kapcsán. Annak

ellenére, hogy a felvezetőben az információ-tudatosság és az adatkezelési korlátok fontosságát hangsúlyozza, a CBDC esetében éppen a „Nagy Testvér” adatgyűjtési lehetőségére hívja fel a figyelmet, amin keresztül a jegybank gyorsabban le tudja követni a pénzpiaci fordulatokat, és hamarabb fel tudja ismerni a pénzpiaci eszközök értékvesztését, a likviditás beszűkülését és a kockázati hajlam változását. Ezekből következően pedig gyorsabban tud reagálni. A fejezet végére már teljesen megfelelkezik az információs jogokról, az adatkezelési szabályokról és az állam információgyűjtési korlátairól.

A **HARMADIK FEJEZET** a blokklánc-technológia összefüggéseit magyarázza el a CBDC vonatkozásában, valamint azt a digitális folyamatot, amely során arra fókuszál, hogy a gyakorlatban vajon kihagyhatók-e a pénzügyi közvetítők a jegybank és a nem banki szereplők között. Következtetése az, hogy teljes mértékben nem, mert egyrészt nagyobb mértékű a fogyasztók bizalma a hagyományos pénzügyi intézetek iránt, mint a kormányzati szervek vagy a blokklánc-technológiát szállító BigTech cégek irányába, másrészt a kétszintű helyett egybankos modell olyan mértékű adatkoncentrációt eredményezne, amely monopolizáció csak rontaná a – ha nem is tökéletesen, de – versenyző piaci hatékonyságot. Ez utóbbi megállapítása ellentétben áll az első fejezet következtetésével és a második fejezet információs hatékonyságra vonatkozó megállapításával. A BIS-szakértők által írt fejezet a multilaterális CBDC-rendszerben (multi-CBDC) látja a lehetőséget – az üléspont határozza meg az álláspontot –, amely képes felügyelni a nemzetközi pénzügyi tranzakciókat.

A **NEGYEDIK FEJEZET** a lakossági CBDC (rCBDC) informatikai alternatíváit, a számlák és egyenlegek használatával működő, illetve a token alapú kriptovaluta-technológiákat tekinti át. Elsősorban arra hívja fel a figyelmet, hogy a törvényi szabályozás nincs meg-

felelően felkészülve az rCBDC beillesztésére a készpénzkibocsátási gyakorlat, a monetáris célrendszerbe illeszkedés és a hozzáférhetőség szempontjából.

Az **ÖTÖDIK FEJEZET** alapvetően a piactorzító kockázatokat veszi sorra. A fent említetteken túl kifejti, hogy a CBDC bevezetése megnövelné a politikai/intézményi kockázatot a bankszektorban. Egyrészt azzal magyarázható mindez, hogy tovább erősödne a jegybanki befolyás a CBDC-kamatokon keresztül, és akkor az önmagában felerősítené a nem pusztán gazdasági szándékok érvényesülését. Másrészt a jegybank erősebb piaci befolyása a piaci lobbicsoportok befolyásának erősödését eredményezheti vagy a szigorítás, vagy a lazítás irányában. Így az utóbbit az intézményen keresztül felerősödött piaci torzításnak tekintti a fejezet szerzője. Harmadrészt pedig a jegybank likviditásteremtő képességének bővülése felerősítheti a jegybank végső hitelezőként való bankmentő beavatkozását (*lender-of-last-resort*), ugyancsak felpuhítva a pénzügyi szektor hatékonysági kereteit, ami már a pénzügyi stabilitást is aláásná. Továbbá a CBDC-n keresztül megjelenő likviditás teret ad a papírpénz további kiszorításának, ami viszont hátrányba hoz bizonyos társadalmi csoportokat. Mindezen kockázatok érvényesülése a jegybanki feyelmen múlik. A fejezet konklúziója, hogy nem csupán a közgazdasági költségek és hasznok felmérését kell elvégezni a CBDC bevezetése vagy elvetése esetén, hanem szélesebb körű intézményi, társadalmi és politikai elemzésen alapuló döntés-előkészítést szükséges megvalósítani.

A **HATODIK FEJEZET** politikai gazdaságtani elemzése a digitális valuta lehetetlenségi trilemmáját fogalmazza meg. A trilemma három sarka, ami a monetáris politika fő célkitűzései között megfogalmazódik, a következő:

① A pénzügyi stabilitás biztosítása, vagyis elkerülhető legyen az, hogy a befektetők elkezdjenek kimenekülni a jegybank eszközeiből

(*spending run*). Márpedig a CBDC mint digitális valuta lehetővé teszi, hogy azonnal lefusson a teljes kimenekülés.

② Az árstabilitás fenntartása.

③ Az optimális kockázatmegosztás a rövid távú betétek és a hosszú távú beruházások lejárata közötti egyensúlyozás során. A *Diamond és Dybvig* (1983) által felvázolt modell alapján a bankszektor rövidebb távú háztartási betéteket gyűjt a háztartásoktól a hosszabb távú vállalati beruházások finanszírozására. A háztartások rendszeresen felbontják a bankbetétjüket fogyasztási céllal. A bankszektor feladata a rövid távú betéti megtakarítás és a hosszú távú beruházásfinanszírozási igény közötti koordináció.

Schilling et al. (2020) alapján a három cél együtt fenntarthatatlan a CBDC kizárólagos alkalmazásával, mert ez esetben a CBDC áru-piaci elköltése felel meg a bankbetétből való pénzkivételnek.¹

A HETEDIK, NYOLCADIK, KILENCEDIK ÉS TIZEDIK FEJEZETEK a pénzügyi technológia (FinTech) szabályozása felől közelítik a kérdést. Egyrészt arról gondolkodnak, hogy a CBDC megjelenése átalakítja-e a digitális fizetési megoldásokat, amin keresztül alternatívát kínál a kriptodevizákkal szemben, és egyben kiterjeszti a pénz elérhetőségét a társadalom különböző rétegeire (*financial inclusion*). Vagyis a CBDC esetleges jövőbeli elterjedése jelentős technológiai kihívás és feladat elé állítja a FinTech és BigTech cégeket azáltal, hogy az eddig viszonylag periférikus kriptovaluták tranzakciós volumenének többszörösét kell tudniuk zavartalanul és biztonságosan megvalósítani. Másrészt költség-haszon elemzést végeznek a CBDC bevezetése kapcsán. A hasznok közé a szokásos tranzakciósköltség-megtakarítások és a pénzügyi ellenőrizhetőség mellett a kockázatos kriptopénzek kizorítását és a negatív khatatok kiterjesztett alkalmazását sorolják.

A nem jegybanki kibocsátású kriptopénzek esetében amúgy is felmerül a kérdés, hogy a

CBDC bevezetése esetén mit kezdjen a jegybank és a pénzügyi szabályozó ezekkel a kriptovalutákkal. Kiszorítsa, kitaltsa, korlátozza, az elérhetőséget, vagy limitálja a tartalékolható mennyiséget? A kockázatok esetében a jogi megfelelés és a szabályok betartására hívják fel a figyelmet. Valamint attól tartanak, hogy a profitorientált szolgáltatókat elriasztja vagy kiszorítja a fizetési szolgáltatók piacáról (*disintermediation*), így romlik a hatékonyság. Majd sorra kerül a token és a lakossági platformok összekapcsolásának (*bundling*) szabályozási, technikai kérdése. Érdekes módon a nemzetközi monetáris rendszert vizsgáló fejezet esetében nem merül fel semmilyen formában az a kérdés, hogy a CBDC-k elterjedése hogyan érinthetné a devizatartalékokat. Vajon CBDC-ben lehetséges-e technikailag és érdemes-e monetáris szempontból devizatartalékot képezni? Nemzetközi készenléti hitel vagy pénzügyi mentőcsomag CBDC formában működhet-e?

Az utóbbi kérdések már csak azért is érdekesek lennének, mert az ezeket követő tizenegyedik fejezet épp a stabilkoinnak (*stablecoin*) nevezett CBDC-kről szól, amelyek más jegybanki pénzek (pl. USD vagy euró) értékéhez vannak rögzítve. Implicit módon ez a fejezet arra a kérdésre is rávilágít, ami talán elsőre eszünkbe sem jutna, hogy vajon a CBDC értéke feltétlenül meg kell-e, hogy feleljen a hagyományos nemzeti jegybanki pénz értékének. Eltérhet-e az amerikai dollár CBDC-értéke az USD értékétől? Vagy a svédkorona-CBDC mindig ugyanannyit érjen, mint a SEK?

■ A könyv második része nyolc fejezetben keresztül a különböző jegybanki CBDC-projektek tapasztalatait és az ezeken alapuló szakmai gondolatokat és ajánlásokat tárja elénk. Megismerhetjük a CBDC bevezetésére vonatkozó, viszonylag előrehaladott svéd, kanadai, ECB-s és amerikai gondolatokat és terveket. Szembetűnő a kínai megközelítés hiánya a könyvben, noha az ő esetük is úttörő felvételekkel szolgálna. Ezzel együtt izgalmas szem-

beállításban jelenik meg az amerikai Fed gondolkodásmódja – ellentétben a kanadai, svéd és EU-s jegybanki gondolkodással. Míg az utóbbi három esetében a modernitás és progresszió hajtja a gondolkodást, a Fedre inkább a gyanakvó távolságtartás jellemző. Persze mindkét megközelítés eredménye egyelőre az, hogy nincs digitális jegybanki pénz egyik gazdaságban sem. A kétirányú megközelítés azonban lehetővé teszi, hogy szélesebb perspektívában gondolkodjon a könyv a CBDC-ről.

A kanadai, svéd és EU-s elemzések abból indulnak ki, hogy a készpénz (papírpénz) kizorulóban van ezekből a gazdaságokból, tehát megfelelő a pillanat arra, hogy a CBDC-ről tevőlegesen gondolkozzanak. Mindhárom megközelítés lényegében kizárólag a stabilkoinnal mint egyetlen elfogadható és lehetséges technikai megoldással számol. Mégis annyi bizonytalansági tényező van, hogy még egyelőre ezek a CBDC bevezetése szempontjából progresszívnek számító jegybankok is csak addig képesek eljutni, hogy határozottan deklarálják szándékukat a digitális jegybanki pénz valamikori jövőbeli bevezetésére. Ami visszatartja őket, az számos bizonytalanság az alábbi hatások tekintetében: pénzmosás, lakossági hozzáférhetőség, compliance, a kereskedelmi bankok kizáródása (*disintermediation*), a verseny és hatékonyság csökkenése, a pénzügyi szolgáltatások várható tényleges költségszökkenése. A kanadai álláspont szerint a felsorolt mellékhatások esetében a piacszerkezet a leginkább meghatározó. A svéd vélemény abban a tekintetben hoz be új szint a CBDC nyitott kérdései közé, hogy nem tekinti automatikusnak és magától értetődőnek, hogy a digitális jegybanki pénznek konvertibilisnek kell lennie akár a hagyományos jegybanki pénzzel, pláne más ország valutájával szemben. Az Európai Központi Bank digitáliseuró-projektje kapcsán pedig végre előkerül az árfolyamkockázat kérdése is, amiről a könyv szerkesztője és szerzői addig valahogy megfeledeztek.

Az említett jegybankokkal szemben a Fed szakértői inkább azt a szkeptikus megközelítést alkalmazták a könyvben, hogy szüksége van-e egyáltalán az amerikai monetáris politikának a digitális pénz bevezetésére. Valóban olyan drágák-e a mai fizetési rendszerek, ami indokolná a CBDC bevezetését? Vajon ténylegesen megnöveli-e a pénz elérhetőségét egy ilyen lépés, vagy a tömegek nem fognak bankot váltani csak emiatt, hogy átjelentkezzenek a Fedhez? Hogyan hat a dollár világszerte vezető szerepére a digitális pénz? Megjegyzem, annyira nyitott még a digitális pénz jövője, hogy a könyvből sem derül ki egyértelműen, miben is különbözik pontosan felhasználói szempontból a CBDC a klasszikus jegybanki pénztől, és miben is nyilvánul meg ténylegesen az előnye.

Ami a felvetések közül látványosan kimaradt, az a CBDC devizaárfolyamra gyakorolt hatása, valamint az államkötvénypiacok és más eszközök piacának lehetőségei és kockázatai arra az esetre nézve, ha CBDC megjelenik az eszközpiacon mint likviditás.

■ A könyv mondanivalójának erőssége abból fakad, hogy egy még nyitott, új területen teljesen szabadon tesz fel kérdéseket, fogalmaz meg dilemmákat, amelyekre nem is feltétlenül akar választ adni, vagy optimális megoldást találni. Viszont képes beindítani a kutatók, szabályozók, monetáris döntéshozók gondolkodását, problémafelvetését és a jövőre vonatkozó kimenetekre és kockázatokra fókuszáló fantáziáját. Az intuíciók realitását erősíti, hogy a szerzők nagy jegybanki és/vagy kutatói tapasztalattal bíró szaktekintélyek, akik tiszta lappal indultak, és megpróbálták félretenni azokat a berögzült monetáris politikai rutínokat, amelyek a hagyományos pénzpiacon működnek. Ezzel a hozzáállással pedig világszinten is megtermékenyítik az eddig viszonylag óvatoskodó és a klasszikus pénzügyi paradigmában a CBDC-t nehezen megragadó jegybanki világot. ■

JEGYZET

- ¹ A problémát az okozza, hogy a jegybank általában nem a fogyasztói döntések alapján változtatja a likviditást. Továbbá a CBDC-n keresztüli likviditásnövelés az árupiaci fogyasztást növeli meg a jelenben, ha a gazdasági szereplők előre felismerik a pénzük vásárlóérték-vesztésének bekövetkeztét, vagyis hogy a reálgazdasági termelés nem képes olyan ütemben bővülni egyik napról a másikra, mint a digitális pénzmennyiség. Ennek következtében megnő az infláció. Annak elkerülésére, hogy a CBDC-t elköltse az árupiacon, a hiteles gazdaságpolitikának korlátoznia kell az elérhető árumennyiséget, illetve ellenkező esetben pedig bővítenie szükséges.

IRODALOM

- DIAMOND, D. W. & DYBVIK, P. H. (1983). Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity. *Journal of Political Economy*, 91(3), pp 401–419
- SCHILLING, L, FERNÁNDEZ-VILLVERDE, J. & UHLIG, H. (2020). Central Bank Digital Currency. When Price and Bank Stability Collide. CEPR Discussion Paper 15555