

## Rántsuk le a fátylat a kamatról!\*

Ábel István – Lóga Máté – Nagy Gyula – Vadkerti Árpád

*A pénzügyi válság utáni időszakban kialakult jegybanki gyakorlat a kamattal kapcsolatos megfontolások számos elemét megkérdőjelezte. Jelen írásban egy új elméleti keretet ismertetünk, amelyből mellőzzük a reálkamat fogalmát, mint a gazdaságpolitikai mérlegelések és az üzleti döntések számára egyaránt bizonytalan és szükségtelen kategóriát. Ez a megközelítés szakít a hagyományos közgazdasági elmélettel. A hagyományos közgazdaságtan döntően a reálemelés keretében érvel, és ez akadály a gazdasági folyamatok megértésének. Schumpeter és később Keynes is fellépett ezzel a szemlélettel szemben és a reálmegközelítést elvetve, már egy évszázaddal ezelőtt a monetáris elemzést alkalmazta. A hagyományos közgazdasági elmélet kereteiben a monetáris politikát a kamat természetes rátájához való igazodásként írják le. Ebben az írásban ettől eltérő megközelítést javasolunk. Az endogén pénzügyelmélet – a hitelpénz szerepének bemutatásával – a pénzteremtésben a kereskedelmi bankok hitelezési tevékenységét állítja a középpontba. Ez a felfogás új keretbe helyezi a jegybanki monetáris politikát is. E megközelítés szerint a kamatok meghatározásában a jegybanknak kizárólagos szerep jut, de csökken a kamatpolitika központi jelentősége. A jegybank szerepe és működése megváltozik amiatt, hogy elismertük a kereskedelmi bankoknak a pénzteremtésben játszott döntő szerepét. A pénzteremtés irányítását a jegybank már nem kizárólag a kamatpolitika alakításával gyakorolja, hanem a hitelezésnek a mikro- és makroprudenciális szabályozásán keresztül.*

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** E43, E52, E31

**Kulcsszavak:** makroökonómia, gazdaságpolitika, monetáris politika, kamat

---

\* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

Ábel István a Budapesti Gazdasági Egyetem egyetemi tanára. E-mail: [abel.istvan@uni-bge.hu](mailto:abel.istvan@uni-bge.hu)

Lóga Máté a Magyar Nemzeti Bank főosztályvezetője. E-mail: [logam@mnb.hu](mailto:logam@mnb.hu)

Nagy Gyula a Budapesti Gazdasági Egyetem főiskolai tanára. E-mail: [drnagy.gyula@uni-bge.hu](mailto:drnagy.gyula@uni-bge.hu)

Vadkerti Árpád a Magyar Nemzeti Bank szakmai titkára. E-mail: [vadkertia@mnb.hu](mailto:vadkertia@mnb.hu)

A tanulmány az MTA–BGE Makrogazdasági fenntarthatósági kutatócsoport keretében, az MTA Támogatott Kutatócsoportok Irodájának támogatásával készült. Nagy Gyula a kutatócsoport tagja. A cikkben leírtak a szerzők véleményét tükrözik, ami semmilyen formában nem tekinthető az általuk képviselt szervezetek (MNB, BGE) hivatalos véleményének.

A magyar nyelvű kézirat első változata 2018. november 5-én érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <http://doi.org/10.25201/HSZ.18.3.2951>

## 1. Joseph Schumpeter gazdasági fejlődés elmélete és a monetáris elemzés

A 2008-ban világméretűvé vált pénzügyi válságot követő vitákban megsokasodtak a kritikák a napjaink közgazdasági gondolkodását uraló, a klasszikus, majd később a neoklasszikus elméletekre építő, ún. főáram (*mainstream*) közgazdaságtanával szemben. Ennek a főáramnak a szemléletmódjával, az általa kijelölt paradigmával kapcsolatos elégedetlenségnek hangot adott szinte minden érintett, a gazdaságpolitika irányítói, alkalmazói és alanyai, valamint a széles közvélemény egyaránt. A vitákban kirajzolódó alapvető probléma felismerése már régebben megtörtént, de mégsem eredményezett változást a közgazdaságtan tankönyveiben. Joseph Schumpeter által 1911-ben felvázolt, a gazdasági fejlődésre és innovációra vonatkozó elmélete már akkor kifogásolta a hagyományos (klasszikus) közgazdaságtan megközelítésének máig nyomasztó legfőbb hiányosságát. Nevezetesen azt, hogy az elmélet a *reáelemzés* elveire épül, miközben a gazdasági szereplők a döntéseiket a pénzben mért nominális folyamatokban tükröződő teljesítményt mérlegelve hozzák meg (Schumpeter 1980). Schumpeter élesen bírálta és szakított a mai szóhasználattal főáramnak nevezett (akkor domináns klasszikus) elmélettel. Egy későbbi írásában Schumpeter a reáelemzés lényegét így foglalta össze:

*„A reáelemzés abból az elvből indul ki, hogy a gazdasági élet minden lényeges jelensége leírható a javak és szolgáltatások kategóriáival, a rájuk vonatkozó döntésekkel és a köztük fennálló összefüggésekkel. A pénz pusztán a tranzakciók lebonyolításához szükséges szerény technikai szerepet játszik ebben a képben. [...] Addig, amíg e szerepét rendben ellátja, a pénz nem befolyásolja a gazdasági folyamatokat, amelyek ugyanúgy viselkednek, mint egy barterra épülő gazdaság: ez lényegében a pénz semlegességének elve. Emiatt a pénzt egyfajta „fátyolnak” tekintik inkább azokon a dolgokon, melyek igazán fontosak a mindennapi gyakorlatban a háztartások és a vállalatok, valamint az ezeket elemzők és megfigyelők számára. Amikor az alapvető jellemzőket vizsgáljuk, ez a fátyol nemcsak, hogy figyelmen kívül hagyható, hanem direkt félre kell húznunk annak érdekében, hogy a dolgok igazi arca feltárulkozzon.” (Schumpeter 1954:264)*

Schumpeter nem volt híve ennek a „klasszikus” felfogásnak, ő a monetáris elemzés mellett érvel az éppen idézett rész folytatásában:

*„A pénz az elemzési struktúra legalapvetőbb szintjén jelenik meg a monetáris elemzésben, mely elveti azt a feltételezést, mintha a gazdasági élet bármely fontos jelensége egyfajta barter gazdasági modellel leírható lenne. A pénzben kifejezett árak, a pénzjövendelmek és e pénzjövendelmekkel kapcsolatos megtakarítási és befektetési döntések innentől már nem kezelhetők mellékesen, nem tekinthetők a termékek, szolgáltatások és a közöttük lévő cserearányok mennyiségeivel kifejezhető összefüggések szempontjából [...] lényegtelen tényezőnek. A pénzügyi összefüggések önálló*

*életre kelnek, jelentőségük támad, és el kell ismerni, hogy a kapitalista rendszer lényeges folyamatai függhetnek e „fátyolnak” tekintett jelenségtől, és a mögötte lévő arc lényeges elemei veszhetnek el, ha ezt nem vesszük figyelembe.” (Schumpeter 1954:265)*

A reáelemzés körébe tartozó elméletek abból indulnak ki – Rodrik (2015) kifejezésével „kritikus feltételezésként” elfogadják azt a hipotézist –, hogy a gazdaság működése megfelelően leképezhető pusztán reálváltozók közötti összefüggésekkel. A pénz ebben a képben csak ezeket a reálösszefüggéseket „közvetíti”, vagy fedi le fátyolként. Mivel a pénznek csak annyiban van szerepe, hogy a cserét olajoztató tegye, ez egyben azt jelenti, hogy az ilyen leírás a gazdaságot lényegében közvetlen árucserén alapuló (barter) gazdasággént képezi le. Még hozzá olyan rendszerként, amelyben a csere – köszönhetően a pénz közvetítő szerepének – lényegében gördülékeny, költségmentes és koordinált. Ez a *tökéletes versenypiac* feltételezését jelenti. Ezzel szemben a monetáris elemzés a cserefolyamatok *tényleges* pénzügyi tükröződéseként megjelenő pénzfolyamatokkal foglalkozik. A pénzüvedelmekkel, a nominális árakkal és a befektetésekkel kapcsolatos döntések hatásaival, amelyben a pénzfolyamatok önálló és sajátos jelentőségre szert téve meghatározzák a gazdasági körfolyamatot. A *tényleges* jelző azt hangsúlyozza, hogy a hatások között a szereplők hatalmi viszonyaiból adódó következmények, vagyis maga a hatalom is jelen van, ellentétben a tökéletes versenypiac ideájával, ahol a hatalom betüremkedése a tökéletesség hitén ütne rést. Schumpeter gazdaságfejlesztés-elméletének kulcseleme az, hogy a gazdasági fejlődés nem írható le a főáramot uraló reáelemzéssel. A főáram felfogásával, gondolkodásmódjával való szakítását különösen világosan fogalmazza meg a bankhitelnek a gazdasági változásnál játszott kulcsfontosságú szerepével kapcsolatban. Az innovációt, az új kombinációk megjelenéséhez szükséges erőforrás-átcsoportosítást a hitel teszi lehetővé (Schumpeter 1980:116–117).

Ebben az írásban a főáram kamatelméleteinek hiányosságaira világítunk rá. Ez összefügg azzal, hogy a klasszikus közgazdaságtan és sok szempontból a mai főáramú neoklasszikus elmélet a kamat meghatározásával kapcsolatban is ragaszkodik a reálmegközelítéshez.

A főáram hiányosságainak tárgyalása során az egyik nehézség az, hogy olyan, mint főáram, valójában nem létezik. Különböző irányzatok vannak, és ezeket csak nagyon általánosító szinten lehet egy kalap alá venni. Itt főáramnak tekintjük a klasszikus makroökonómia mellett ennek későbbi verzióit, így a neoklasszikus és annak újkeynesiként ismert továbbfejlesztését egyaránt. Gyakran hivatkozunk Schumpeter és Keynes által megfogalmazott kifogásokra. Ők nyilvánvalóan a klasszikus verziót célozták a kritikai megjegyzéseikkel. Ebből adódóan az újkeynesi verzióval szemben talán másként fogalmaztak volna. Idézett megállapításaikat ebben az írásban a *posztkeynesi* megközelítés szerinti hangsúlyokkal és áthallásokkal alkalmazzuk.

A következő részben egy kitérőt teszünk annak érdekében, hogy világosabban elhelyezzük írásunkat ezen irányzatok térképén. Ennek során a különböző elméleti felfogások monetáris politikára vonatkozó megállapításait emeljük ki. A főáramot a neoklasszikus iskola újkeynesi továbbfejlesztésével reprezentáljuk. Ebben a részben ezt „új konszenzus” névvel illetjük, hiszen ez tekinthető jelenleg a monetáris politika makroökonómiai keretének.

## 2. A főáram és a posztkeynesi megközelítés főbb eltérései

A gazdaságpolitika alakításában az 1929–1933-as gazdasági világválságot követően, vagy még inkább a II. világháború után, a keynesi felfogás uralkodott. Keynes gyökeresen szakított a klasszikusok megközelítésével. Ennek egyik fontos eleme az volt, hogy a szabadverseny és a piac mindenhatóságával szemben az állam a hatékony kereslet fenntartása érdekében beavatkozik a gazdasági folyamatokba. Az 1970-es évekre ez a gazdaságpolitika válságba került. A költségvetési költségek ellenére lelassult a növekedés, miközben az infláció elszabadult (stagfláció). E kihívásra a neoklasszikus szintézis és a monetarista megközelítés adott választ azzal, hogy visszaszorította a költségvetési költségekét. A monetáris politika elsődlegességét hangsúlyozva szigorú restriktívot vezettek be, és ezzel sikeresen fékeztek le az inflációt. A monetáris politika elméleti keretként Milton Friedman elveit alkalmazták. Eszerint a pénzmennyiséget a jegybank a stabilnak feltételezett pénzmultiplikátoron keresztül a jegybankpénz (jegybanki tartalékok) adagolásával jól kézben tudja tartani.

Az elmélet alkalmazhatóságával kapcsolatban azonban gond adódott, mivel a pénzmultiplikátorról bizonyosodott, hogy nem stabil, hanem értéke változó. A pénzpiacok és a banki szolgáltatások fejlődésével megjelenő új termékek és fizetési szolgáltatások miatt a pénzmennyiség definíciójával is gondok támadtak. A korábbi fogalmak a pénzmennyiség kategóriáival már nem írták le jól a pénz valódi szerepét a gazdaságban. A monetáris politika gyakorlati problémáinak kezelésére főképpen újkeynesi körbe sorolható közgazdászok munkái nyomán egy új neoklasszikus konszenzus alakult ki (*Lavoie 2004:15–16*). Az új konszenzus beépítette a gyakorlati változásokat, így elfogadta, hogy a jegybankok felhagytak a pénzmennyiség szabályozásával és a kamatmeghatározásra koncentráltak. Ez a neoklasszikus elméletben azt jelentette, hogy elhagyták az IS-LM keretet (*Blinder 1997, McCallum 2001, Romer 2000*). Az újkeynesi módosítások egyben azzal a következménnyel jártak, hogy a főáram a posztkeynesi (Modern Monetary Theory) elvek közül két sarkalatos elemet beemelt: az endogén pénzkínálat és az exogén kamatrátát elvét. Ez azt jelenti, hogy a pénzmennyiség jegybanki (exogén) kontrolljának feltételezését elengedték, és helyette a monetáris politika a jegybanki operatív folyamatoknak a kamatok jegybank által történő (exogén) meghatározására fókuszált. Ezzel szemben az IS-LM szemlélet azt feltételezte, hogy a pénzmennyiséget exogén módon a jegybank határozza meg,

a kamat pedig a piacon endogén módon alakul a megtakarítások kínálatának és a beruházási keresletnek a piacon történő egyensúlyba kerülése alapján.

A főáram, vagyis a monetáris politika esetében a neoklasszikus szintézis új-keynesiánus korrekciója, melyet az 1. táblázatban az új konszenzus megjelöléssel szerepeltetünk, nagyon közel van ahhoz, amit a jelenkor gazdaságpolitikai kereteiről a posztkeynesi megújítás felvet.

<b>1. táblázat</b>		
<b>A posztkeynesi elvek és a főáram (új konszenzus) tanítása a monetáris politikáról</b>		
	<b>Főáram (új konszenzus)</b>	<b>Posztkeynesi</b>
Schumpeter-elv	Reáelemzés	Monetáris elemzés
Egyensúlyi kamat, természetes kamatláb	Az egyensúlyban a termelékenység és a megtakarítás határozza meg. (Wicksell)	Nincs gazdaságpolitikai jelentősége. Az egyensúly bármilyen kamat mellett létrejöhethet, és nem feltétlenül jelent teljes foglalkoztatást.
Írányadó kamat	Klasszikus főáram: a piac határozza meg (endogén). Új konszenzus: a jegybank határozza meg (exogén).	A jegybank határozza meg (exogén).
Pénzkínálat	Klasszikus főáram: a jegybank határozza meg (exogén). Új konszenzus: nem jegybanki célváltozó (jegybanki szempontból endogén, a jegybanki tartalékok alakulásán keresztüli pénzmultiplikáció).	A gazdaság hitelkereslete határozza meg (a bankrendszer endogén módon alakítja, a pénzmultiplikáció nem releváns).
Infláció	Az inflációt a pénzmenyiség túlkínálata okozza.	Az árak és a gazdaság növekedéséhez a pénzmenyiség alkalmazkodik a hitelek változásával. Az áruforgalom pénzigénye és a hitelállomány bővülése egymással összefüggésben együtt megy végbe.
Pénzügyi stabilitás	Az árstabilitás fenntartja a pénzügyi stabilitást (egy cél – egy eszköz).	Az árstabilitás mellett a jegybank a bankok mérlegstruktúrájának szabályozásával szolgálja a pénzügyi stabilitás fenntartását. (több cél – több eszköz)

Ebben az írásban a kamatlábra vonatkozó hagyományos (főáram által tanított) nézeteket vesszük sorra és állítjuk azokat szembe a posztkeynesi modern értelmezéssel. Az új konszenzus Wicksell azon állítását tartja szem előtt, hogy a jegybankok a kamatláb természetes egyensúlyi rátájához igazodnak a kamatdöntéseikkel. A posztkeynesi megközelítés ezt vitatja. *Lavoie (2014)* kiemeli, hogy a posztkeynesi megközelítés és az új konszenzus között – amely ugyanúgy elfogadja a pénzkínálat endogenitását –, az a nagy különbség, hogy a posztkeynesiánusok elvetik a kamat természetes rátájának fogalmát (*Lavoie 2014:190*).

### 3. Irving Fisher kamatelméletéről

A közgazdaságtan domináns irányzatainak a kamat meghatározódásáról alkotott képe nagyon sokrétű, de van egy közös vonásuk. A legtöbb megközelítés a reálemelés körébe sorolható. Az elmélet az *egyensúlyi* kamatra koncentrálnak, amelyet alapvetően reáltényezők határoznak meg az egyensúlyban, a monetáris összetevőknek csak az ettől való eltérésekre, a piaci kamatokra van hatása. Az egyensúlyi kamatot a monetáris politika *semleges* kamatnak nevezi, mert ez felel meg annak a kamatszintnek, amikor a kibocsátás éppen a potenciális szinten van, és a kamatszintje sem inflációs, sem deflációs feszültséget nem okoz.

A reálemelés kizárólagosságára építő közgazdaságtan leegyszerűsítve olyan gazdaságot feltételez, amelyben a pénzfolyamatok pusztán egyszerűbbé, rugalmasabbá teszik a cserét, de az egyensúlyi arányok kialakulására a pénznek nincsen hatása. A pénzügyi instrumentumok csak a csere lebonyolításában, közvetítésében, annak lehetővé tételében játszanak szerepet. A klasszikus kamatelmélet egyik leginkább kidolgozott formáját megfogalmazó Irving Fisher amerikai közgazdász ebben a gondolkodási keretben alkotott máig maradandót.

Fisher kamatelmélete abból indul ki, hogy minden gazdasági egység képes jólétét intertemporálisan (különböző időszakokra vonatkozóan) maximalizálni azon keresztül, hogy az intertemporális reáljövedelméhez hozzáigazítja a preferenciái szerinti fogyasztását (Fisher 1907, 1930). Ha az egyik periódusban kevesebbet fogyaszt, mint amennyit a jövedelme lehetővé tene, akkor a megtakarításból pénzügyi eszközt vásárol (vagy hitelt nyújt). Fordított esetben pedig a portfólióból eladva (vagy hitelt felvéve) tud a folyó jövedelménél többet fogyasztani. A portfólióelemek eladása és vétele hozammaximalizálás céljából történik. Ezt azon keresztül tudja elérni a gazdasági alany, hogy a hozamot realizáló pénzügyi portfólióját kezeli, például készpénzben vagy kötvényben tartja. A nagy hozamot biztosító elemeket vásárolja, az alacsony hozamúakat pedig eladja. E folyamat eredményeként a hozamok a piacon kiegyenlítődnek, mivel a magasabb hozamú eszközök iránti kereslet felhajtja azok árát, ami csökkentőleg hat az ezen eszközökbe történő befektetés hozamára.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Például, ha egy 100 egységbe kerülő eszköz minden évben 10 egység hozamot termel (10 százalék), akkor ezen eszköz árának növekedése, mondjuk megduplázódása esetén az eladó haszna nagyon nagy, de a befektető (új tulajdonos) hozama továbbra is 10 marad, ami már csak 5 százalékot jelent a 200 egységnyi befektetésére.

A piacon kialakuló egyensúlyi reálhozamot a *kamat természetes rátájának*<sup>2</sup> nevezzük az elméletben. Ezt szokás jelölni  $r^*$ -gal. A pénzügyi eszközök piaci kamatát  $i$  jelöli. Fisher értelmezésében  $i$  az egyének türelmetlenségét, az időpreferenciát fejezi ki, míg  $r$  a befektetés reálhozamát, a befektetés költségek feletti hozamrátáját (Fisher 1930:280). Az intertemporális jólétmaximalizálás esetén az egyensúlyban a pénzügyi eszköz nominális hozama (a hitel kamata)  $i$  és a kamat természetes (reál) rátája  $r^*$  között az alábbi összefüggés teljesül:

$$i_t = r_t^* + E_t(\pi) \quad (1)$$

ahol  $E_t(\pi)$  a jövőre vonatkozó inflációs várakozást jelöli a  $t$ -edik időpontban.

A Fisher-féle elmélet szerint, amennyiben az (1) egyenletben szereplő változók között  $i$  kisebb lenne, mint  $r_t^* + E_t(\pi)$ , akkor ez azt jelzi, hogy a hitelfelvétel költsége alacsonyabb, mint a reáleszközbe történő beruházás nominális hozama. Ekkor érdemes hitelből beruházni. A beruházások növekedése nyomán azonban az infláció növekszik, mivel a beruházási javak árát a növekvő kereslet felhajtja. Az (1) összefüggés alapján ekkor az infláció növekedése a nominális kamatok emelkedését okozza mindaddig, amíg az egyenlőség helyre nem áll. A fordított esetben viszont, vagyis amikor a nominális kamat ( $i$ ) magasabb, mint a beruházás hozama, a hitelkereslet csökken, és a hitelből történő vásárlások visszaesésével az infláció is csökken, amíg az egyensúly helyre nem áll. Fisher itt vázolt kamatelméletében a *nominális kamat ( $i$ ) alkalmazkodik az (1) egyenlet jobb oldalán szereplő  $r_t^* + E_t(\pi)$  kifejezéshez*. A nominális kamat tehát az egyenlet jobb oldalán megjelenő, alapvetően reálösszefüggések által meghatározott tényezőktől függ, ezért nevezzük ezt a *kamat reálméletének*.

Fishernél kiemelt szerepet kapnak az olyan egyéni viselkedéssel kapcsolatos reálkategóriák, mint a fogyasztási viselkedést befolyásoló türelmetlenség, az önkontroll, a jövő nemzedék iránti felelősség és a divat (Fisher 1930:284). De ide sorolható az előrelátás is, amely segít a várható infláció megragadásában, amellyel a gazdaságról alkotott reálemeléshez hozzáilleszhető az infláció monetáris kategóriája.

<sup>2</sup> A természetes kamatláb (*natural rate of interest*) koncepciója az elmúlt száz évben együtt alakult a tőke-, pénz-, hitel- és értékelméletek változásával. Fisher (1930) művéig vezetik vissza a fogyasztás intertemporális maximalizálásán alapuló kamatelméletet. Ez a főáram ma is. Az intertemporális fogyasztásmaximalálás elsőrendű maximum-feltételét határozza meg az Euler-egyenlet:

$$c_t^{-1/\sigma} = E_t \left[ \frac{1+r_{t+1}}{1+\rho} c_{t+1}^{-1/\sigma} \right],$$

ahol a jelen fogyasztása ( $c$ ) a reálkamatláb ( $r$ ) csökkenő függvénye, és a csökkenés mértéke függ az intertemporális helyettesítés elaszticitásától ( $\sigma$ ) és a lakosság diszkontrátájától ( $\rho$ ). A fogyasztói döntés sok aspektusa intenzív kutatások tárgya. A kamat kapcsolat a diszkontálás és az időpreferencia kérdései köré csoportosítva széles áttekintést ad erről Cohen et al. (2016).

#### 4. Irving Fisher kamatelméletének kritikája

A közgazdaságtanban erősen tartja magát az a nézet, hogy Fisher reálkamatláb kategóriája, amely elvezet az egyensúlyi vagy semleges kamatlábhoz, a jegybankok működésének alapja, és az inflációs célkövetés lényegét ragadja meg. Azt sugallja, hogy a jegybanknak egyedül és kizárólag az inflációval kell törődnie, és ezt legjobban úgy érheti el, ha a jegybanki kamatlábak alakításával igazodik az egyensúlyi kamathoz, melyet a megtakarítások és a beruházások egyensúlya határoz meg. Milton Friedman ezt a tévhitet fokozta azzal, hogy egy, a pénzmennyiség növekedésére vonatkozó szabályt fogalmazott meg e cél elérésére, amely akár a jegybank teljes kikapcsolásával szolgálhatná ezt a célt. A jegybanknak a kamat alakításában játszott szerepe, szoros felelőssége kérdésére később még visszatérünk ebben az írásban. Fisher elméleti elgondolásait saját belső logikájában fogjuk most megvizsgálni, és nem annak tükrében, hogy a monetáris politikára vonatkozóan milyen következtetés vonható le ebből.

A kritikákat *Tymoigne (2006)* részletesen elemzi, és a Fisher kamatelméletével szemben felhozott érvek között ismerteti *Keynes (1965)*, *Harrod (1971)* és *Davidson (1986)* megállapításait. Az (1) alakban megadott Fisher-egyenletből kiindulva azt mondhatjuk, hogy miután az egyensúlyi reálkamatláb ( $r^*$ ) nagyságát adottnak tekintjük – amit a gazdaság strukturális összefüggései determinálnak –, a nominális kamatláb ( $i$ ) alakulását az infláció változása határozza meg. A folyamat dinamikáját Fisher szerint a következő arbitrázsmechanizmus biztosítja: tegyük fel, hogy egy olyan egyensúlyban vagyunk, amikor a nominális kamatláb éppen megfelel az egyensúlyinak, de a jegybankról azt gondolják, hogy a pénzmennyiséget növelve inflációt fog generálni. Ekkor az (1) egyenlet azt diktálja, hogy a nominális kamatláb a piacon azonnal emelkedni kezd az inflációs várakozások fokozódása következtében. Keynes ezt a mechanizmust három okból kifolyólag nem fogadta el (*Tymoigne 2006:3*). Az egyik kifogása arra vonatkozott, hogy a döntéshozók csak a nominális kamatlábat ismerik, kizárólag ez az egyetlen megfigyelhető változó az (1) egyenletben. Ha ez a kamatláb emelkedik, akkor a kötvénybefektetéseken árfolyamvesztés keletkezik, aminek mérlegelése teljességgel hiányzik az (1) összefüggésből. Keynes második kifogása azzal függött össze, hogy a tőkejavak (beruházások) és a fogyasztás változása (megtakarítások) között fordított az összefüggés, mint azt Fisher feltételezi. Keynes azt hangsúlyozza, hogy a magas kamatláb miatt a fogyasztásról való lemondás (magasabb megtakarítás) *nem jelent* beruházásnövekedést. Ha valamit okoz, az ennek éppen a fordítottja, hiszen a kereslet csökkenése a beruházásokra is negatívan hat. Keynes harmadik ellenérve summásan az volt, hogy Fisher magyarázata azért is téves, mert az infláció változása és a kamatláb közötti közvetlen kapcsolatot nem támasztja alá a Fisher által vizsgált jelen és jövőbeli



fogyasztás közötti arbitrázsmechanizmus. A kamatláb az infláció növekedésének hatására fokozódó *bizonytalanság* miatt emelkedik, és nem a haszonáldozat miatt. A növekvő bizonytalanság a gazdálkodókat a likvid és a nem likvid eszközök közötti arányok változtatására készíti. Önmagában a bizonytalanság növeli a likvid eszközök fontosságát, és a két eszközcsoport közötti egyensúly csak magasabb kamatláb mellett állna helyre.

Fisher életművében kiemelt jelentőséget kapott az 1929–1933-as nagy gazdasági válság és az adósságfelhalmozás kérdése, amelyet mai szemmel nézve is világosan látott (*Fisher 1933, Shiller 2011*). A sors fintora, hogy mégis egy – a *New York Times* 1929. október 22-i számában megjelent – balszerencsés kijelentése vált híressé, amelyben részvényvásárlásra buzdított, mivel az árfolyamokat alacsonynak ítélte meg. Két nappal később a tőzsde összeomlott. *McGrattan – Prescott (2001)* elemzése a vállalatok fundamentális értékeléséből kiindulva arra jutott, hogy Fishernek mégis igaza volt a részvények alulértékelttségét illetően, mert a részvényárfolyamok még a csúcson is relatíve alacsonyak voltak a vállalatok fundamentális (reál) értékeléséhez képest. Mindez azonban a reálemelésre épülő elmélet kudarcra is egyben, hiszen a reálemelés alkalmatlanságát bizonyítja olyan pénzügyi jelenségek terén, mint például a pénzügyi válság.

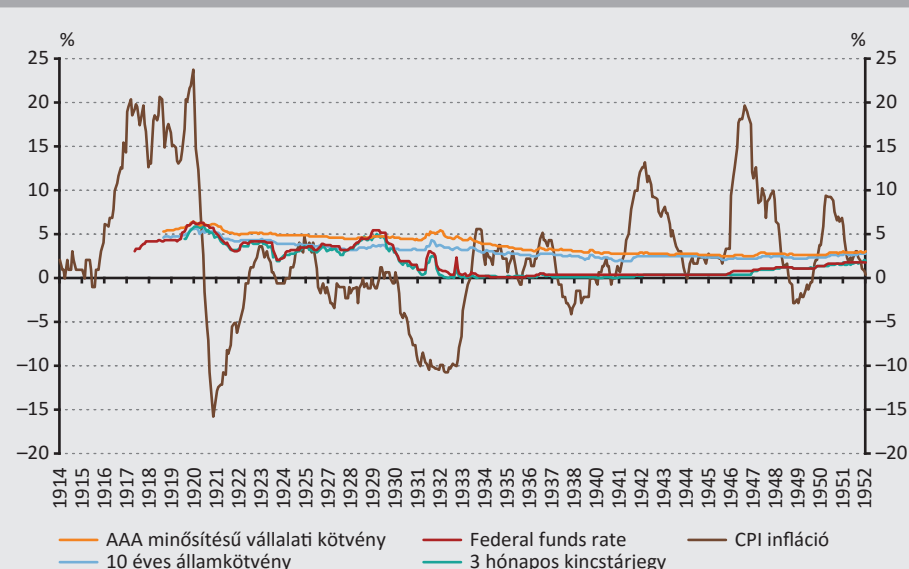
A reálemelés a tökéletesen versengő piac és a döntéshozó racionális kalkulációjából adódó kimenetek útján elért egyensúlyt propagálja. Azt vallja, hogy az egyensúly kialakulását a kormányzati beavatkozás vagy a szabályozási korlátozások csak hátráltatják, és ezáltal instabilitást okoznak. A piacok árjelzéseinek mintájára a jegybanknak a kamatalakulásba sem lenne szabad beleavatkoznia. Sokan a globális pénzügyi válság egyik okát éppen abban látják, hogy az amerikai Fed túl sokáig szükségtelenül alacsonyan tartotta a kamatokat és ezáltal túlzott spekulatív befektetéseket generált. Ezt a felfogást gúnyolta ki *Tymoigne (2017)*, amikor a reálemelés lépéseit követve azzal érvelt, hogy a kamatok alakítását hagyni kellene a piaci erők befolyásának. A gazdasági szereplők számára viszont biztosítani kellene, hogy racionális kalkuláció alapján döntsék el, érdemes-e beruházni a vállalatba, az oktatásba vagy az egészségügybe. Mindig éppen oda, ahol a határhozam nagyobb, mint a határköltség. Ha a kamat magas szintje azt jelzi számára, hogy a jóléte növelését szolgáló befektetés hozama nem elég nagy, akkor a racionális gazdasági szereplő megelégszik azzal, hogy nincs háza, vagy nem megy egyetemre, mert ez nem előnyös számára.

## 5. Fisher kamatelméletének empirikus magyarázó ereje kétséges

A piaci kamat és az egyensúlyi reálkamat, valamint az inflációs várakozások közötti összefüggést leíró (1) egyenlet alapján azt gondolhatnánk, hogy az infláció és a kamat között szoros korreláció figyelhető meg. Az egyensúlyi kamatról nem feltételeznénk, hogy nagyon gyakran ingadozna, míg a megfigyelhető kamat és a megfigyelhető infláció kevésbé stabil. Fisher korának, a II. világháborút megelőző éveknek az amerikai gazdaságára vonatkozó adataiban ennek a korrelációnak nyoma sincs az 1. ábra tanúsága szerint.

*Tymoigne (2006)* a kamatok és az infláció közötti korrelációt többféle módszerrel elemezte, és kimutatta, hogy az amerikai gazdaságban az 1953 előtti időszakban e változók között igen gyenge kapcsolat volt. 1953 után a Fed monetáris politikája érzékelhetően megváltozott, és az infláció, valamint a foglalkoztatás befolyásolására gyakran alkalmazta a kamatot. Ebből adódóan a kamatok és az infláció között szoros korreláció alakult ki (2. ábra). Ez a korreláció azonban nem tekinthető olyan összefüggésnek, amely Fisher elméletét támasztaná alá. A kamatok piaci mechanizmusok mozgatta alakulását az infláció nem befolyásolja, hacsak a jegybank külső beavatkozása nem alakítja a kamatot az infláció függvényében (*Tymoigne 2006:31*).

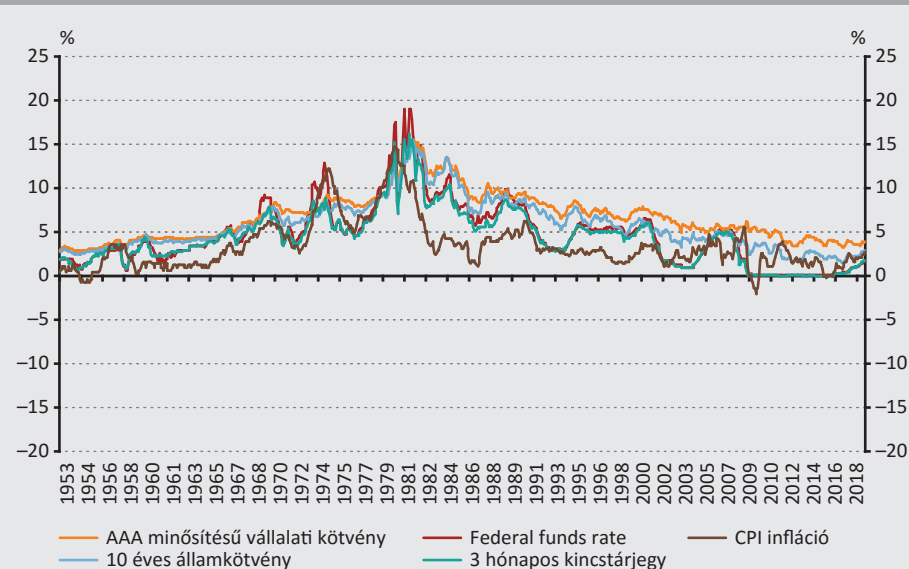
**1. ábra**  
Különböző lejáratú vállalati kötvények és állampapírok hozama, valamint a piaci kamatok és az infláció az USA-ban (1914–1952)



Forrás: Federal Reserve of St.Louis, National Bureau of Economic Research, Bureau of Labor Statistics

## 2. ábra

Különböző lejáratú vállalati kötvények és állampapírok hozama, valamint a piaci kamatok és az infláció az USA-ban (1953–2018)



Forrás: Federal Reserve of St. Louis, National Bureau of Economic Research, Bureau of Labor Statistics

## 6. Keynes kamat- és pénzelmélete: likviditási preferencia és a pénzügyi kondíciók

A vállalkozások pénzügyei szempontjából meghatározó jelentősége van a likviditás és a fizetőképesség fenntartásának. A vállalkozások a gazdasági eredményességet nominális, nem pedig reálkategóriákban értelmezik. Mindez az olyan változókra is hatással van, mint a kamatláb. A kamat ebben a szemléletben nem a megtakarítás, hanem a portfólió illikvid irányba történő átrendezésének jutalma. A vállalatok, amikor beruháznak, a döntésüket a jövőbeli, várható pénzáramaik alapján hozzák meg, amiben a kamat nem az egyedüli, de még csak nem is a legfontosabb tényező. A kamat klasszikus elméletét – amelyet Fisher fent vázolt reál-elmélete reprezentál – a gyakorlati szakemberek nem használják, mert abban nem jelennek meg azok a pénzügyi összefüggések, amelyek mindennapi döntéseikben kiemelkedő fontossággal bírnak.<sup>3</sup>

Keynes likviditási preferenciára épülő kamatelmélete sok hasonlóságot mutat Fisher kamatelméletével. Keynes is – akárcsak Fisher – azzal érvel, hogy a gazdasági alanyok portfóliójukat úgy rendezik át, hogy a magasabb hozamú eszközöket felhalmozzák,

<sup>3</sup> Keynes kamatelméletének értékeléséhez nagy segítséget adott Szalai Zoltán (2015) írása.

az alacsonyabb hozamúaktól pedig szabadulni igyekeznek. Ez az átrendezés (arbitrázs) addig folyik, amíg a hozamok a piacon kiegyenlítődnek. Lényeges különbség azonban kettőjük között az, hogy Fishertől eltérően Keynes a pénzügyi eszközök nominális hozamára építi az érvelését, nem pedig a reáleszközök reálhozamára (lásd *Kollarik – Szalai 2017*). Keynes rendszerében a nominális kamat „horgonyozza le” a rendszert. Ez egy nagyon fontos eltérés a főáram megközelítésével szemben.

A másik lényeges különbség az, hogy míg a reálelemzési keretben mozgó elméletnél a kamatmeghatározáshoz nincsen szükség pénzügyi elméletre, addig Keynes érvelése egyben pénzügyi elméletet feltételez. Keynes a pénzre vonatkozó elgondolásait és magát a keynesi pénzügyi elméletet több megközelítésben tárgyalja korábbi műveiben. Írásunkban az *Általános elméletet* vesszük alapul és a Hicks-féle (1937) értelmezést, vagyis az IS-LM-megközelítést vizsgáljuk az alábbiakban annak bemutatására, hogy az IS-LM keretben értelmezve félrevezető képet kapunk.

Az IS-LM-megközelítésben az IS görbe jeleníti meg a megtakarítás és a beruházás egyensúlyát. A klasszikusok (és a mai főáram is) azt érti ezalatt, hogy a megtakarítás és a beruházás egyensúlyának létrejöttében határozódik meg az egyensúlyi kamat. Ha túl magas lenne a beruházási szándék a megtakarításokhoz képest, akkor a kamat emelkedik, csökkentve a beruházási szándékot és növelve a megtakarításokat. Fontos látnunk, hogy ebben a szemléletben mind a megtakarítás, mind pedig a beruházás *flow*, azaz *áramlási* változókat jelölnek. Ez az értelmezés teljesen idegen Keynestől. A főáram a Keynes által használt kulcsfogalmakat átértelmezve a hagyományos reálelemzésbe illesztette, mit sem törődve azzal a ténnyel, hogy Keynes monetáris elemzést végzett, és Schumpeterhez hasonlóan tagadta a főáram eljárását. Hogy lássuk, ez a tankönyvi értelmezés mennyire nem a keynesi kamatelméletéről szól, elég azt észrevenni, hogy *áramlási* összefüggéseket szerepeltet, holott Keynes kamatelmélete *stock*, azaz *állományi* kategóriákra épül. A nála kulcsszerepet játszó likviditás, mint monetáris állomány, *stock* változót jelöl. A *stock* és a *flow* változók eltérése a két elméletben pusztán egy a sok további lényeges különbség mellett. Alább részletesen is foglalkozunk a megtakarítás és a beruházás értelmezésbeli különbségeivel a reál- és a monetáris elemzésben.

Hasonlóan fontos eltérés a főáram felfogásától az, hogy Keynes az effektív *keresletre* építette érvelését (*Taylor 2010*). Ezzel szemben a közgazdaságtan ma domináns, neoklasszikus, hagyományos értelmezése abból indul ki, hogy a belföldi jövedelmet a *kínálati* oldal határozza meg, amelyben az általa elemzett egyensúlyban a termelési tényezők teljes foglalkoztatása alakul ki. A lakosság szabadon dönt arról, hogy jövedelméből mennyit kíván megtakarítani, és a beruházások ehhez a megtakarításhoz alkalmazkodnak a főáram szerint. Ez más szavakkal azt jelenti, hogy a beruházások kitöltik a keresletben a megtakarítás által okozott rést. Az e feltételezésből kiinduló elmélet nem képes mit kezdeni az olyan helyzetekkel, amikor a bankrendszer nem tud hitelezni, a lakosság kényszerből hirtelen nagyon takarékosná válik, megtakarítási

hajlandósága felszökik, a vállalkozások viszont a keresletcsökkenés miatt nem látnak beruházási lehetőségeket, ezért inkább adósságaikat csökkentik. A beruházások tehát nem töltik ki a megnövekedett megtakarítás miatt kiszélesedő rést a kereslet és kínálat között (Taylor 2010:5). Pedig az ilyen helyzet nem ritka, a legtöbb pénzügyi válság esetén ez történik.

Keynes gondolkodása gyakorlati problémákon csiszolódott, és következtetéseit közzéadó írsaiban nyomon követhető a változás. Helyenként kétségtelenül félreérthető módon fogalmaz, ami később a kamatelméletének sok téves interpretációjához vezetett. Elméletét ugyanakkor a vitákban pontosította, így a kamatelmélete tisztábban ragadható meg az „*Alternative Theories of the Rate of Interest*” címmel a *The Economic Journal* több számában 1937-ben közölt vita alapján (lásd Keynes 1937a, 1937b; Ohlin et al. 1937). Az elmélet kifejtése megtalálható az *Általános elmélet* 17., „A kamat és a pénz lényeges tulajdonságai” című fejezetében (Keynes 1965) is.

Keynes kamatelméletének alapja a likviditási preferencia, és a kamatot az eszközárak kialakulásából vezeti le. Minden eszköz esetében több tényezőtől függ a várható megtérülés (*expected return*). E tényezőket jelzi az *Általános elmélet* 17. fejezetében tárgyalt képlet, amely szerint egy eszközbe történő befektetés várt megtérülése négy főbb komponensből tevődik össze:  $q - c + l + a$ , ahol  $q$  az eszköz várható hozamát (*yield*),  $c$  az eszköztartás költségét,  $l$  a likviditási prémiumát,  $a$  pedig az értékváltozását (*expected appreciation/depreciation*) jelöli. Keynes szerint a leglikvidebb eszközök esetében (pénz) a megtérülés  $l$ -ből származik, és a többi elem ehhez képest mellékes (Keynes 1965:251).

Amint a likviditási preferencia változik, az eszközök árai is változhatnak. Ha csökken a likviditás iránti igény, akkor a változás legnagyobb mértékben a likvid eszközök (készpénz) iránti keresletet érinti, hiszen ezek értékelése csökken a legnagyobb mértékben. Wray (2004), ismertetve ezt az elméletet, hangsúlyozza, hogy Keynes nem állította, hogy az eszközárak egyedüli meghatározó tényezője a likviditási preferencia lenne, és azt sem, hogy a fenti képlet minden tényezőt lefedne. Az azonban egyértelmű, hogy az eszközöket állományként szerepelteti, és nem *áramlási* változóként.<sup>4</sup>

A likviditási preferencia sokféle okból változhat, és ez a piaci kamatot is befolyásolja. Semmi okunk nincs azonban azt feltételezni, hogy a likviditási preferenciát

<sup>4</sup> Foley (1975) a makroökonómiai modellek kétféle specifikációját, a stock és flow specifikációt elemezte, ahol a stock felírás a periódus elejét, a flow felírás pedig a periódus végét leíró specifikációt jelenti. A kétféle megközelítés bizonyos feltételek mellett ekvivalens. Ez akkor áll fenn, ha a flow specifikációban tökéletes előrelátást feltételezünk. Intuitív megközelítésben a periódus elejét leíró stock specifikációból a periódus végéhez a flow értékek hozzáadásával jutunk el. Itt azonban az állományok értékváltozása is része a flow-nak. Tehát az árak/árfolyamok tökéletes előrelátását feltételezve a stock és a flow specifikáció ekvivalenssé válik. Azonban az ekvivalencia ellenére Foley (1975) az értelmezésben meglévő lényeges különbségekre is felhívja a figyelmet. Foley (1975:320–321) bemutatja, hogy Keynes (1937a) és Ohlin (Ohlin et al. 1937) kamattal kapcsolatos vitájában Ohlin a flow megközelítés szerint érvel, míg Keynes a stock specifikáció keretében gondolkodik. Ebből adódik a nézetkülönbség, bár valójában ekvivalens állításokat fogalmaznak meg.

kifejező kamat egybeesne a beruházások keresletét és a megtakarítások kínálatát kiegyensúlyozó kamattal, amit a reálemelés állít.

## 7. Keynes reálváltozókkal kapcsolatos nézeteiről

*John Weeks* Keynes reálváltozókkal kapcsolatos nézeteit ismertetve kiemeli, hogy a klasszikus közgazdaságtan – a reál- és a monetáris változók közötti dichotómia miatt – kudarcot vallott a relatív árak – *így a kamat* – elméletének a pénzelmélettel való integrálása terén. (*Weeks 1998:270*). Érdemes idéznünk Keynes szavait ezen állítás megvilágítása érdekében: „A közgazdászok, amikor az értékelméletnek nevezett témakört tárgyalják, rendszerint azt tanítják, hogy az árakat a kínálat és a kereslet feltételei szabályozzák, és ebben különösen a határköltés változásainak és a rövid távú kínálat rugalmasságának tulajdonítanak előkelő szerepet. Amikor viszont a tankönyv második kötetében, vagy – még gyakrabban – külön értekezés alakjában a pénz és árak elméletével foglalkoznak, már szó sincs ezekről az egyszerű, de érthető fogalmakról. Olyan világba csöppenünk, amelyben az árakat a pénzmennyiség, a pénz jövedelmi sebessége, a körforgásnak az ügyletek volumenéhez viszonyított sebessége, a teaurálás, a kényszertakarékosság, az infláció és a defláció *et hoc genus omne* irányítja. Úgyszólván kísérlet is alig történik arra, hogy ezeket a bizonytalanabb kifejezéseket kapcsolatba hozzák a kínálat és a kereslet rugalmasságának iménti fogalmaival. Ha mégis megkíséreljük, hogy valami ésszerű rendbe szedjük, amit nekünk tanítottak, akkor az egyszerűbb fejtegetésekből körülbelül az kerekedik ki, hogy a kínálati rugalmasság zérusra csökkenését tételezik fel, a keresletet pedig arányosnak veszik a pénzmennyiséggel; a bonyolultabb fejtegetések viszont valamilyen ködös világban mozognak, ahol semmi sem világos, és minden lehetséges.” (*Keynes 1965:317*)

## 8. A megtakarítás és a beruházás eltérő értelmezése a reál- és a monetáris elemzésben

A megtakarítások és a beruházások összhangba hozására a neoklasszikus főáram a kamatlábat alkalmazza, vagyis ha alacsony a megtakarítás a beruházási igényhez képest, akkor a hitelkereslet a kamatokot növeli, a kamat emelése pedig növelni fogja a megtakarításokat, másrészt csökkenteni a beruházási szándékot és ezen keresztül a hitelkeresletet. Így végül kialakul a piacon az a kamatláb, amely mellett annyi megtakarítás keletkezik, mint amennyi a gazdaság beruházási igénye. Ez az érvelés formailag nem hibás, ugyanis a beruházás és a megtakarítás egyaránt flow jellegű változó. Ebben a felfogásban reálváltozókkal és nem pénzügyi változókkal foglalkozik az elmélet, hiszen a beruházásra kerülő terméktömeg és a nem fogyasztásként definiált megtakarítás egyaránt reálváltozó. *A reáleméletben a megtakarítás határozza meg, hogy mennyi lesz a beruházás.*

Keynes ugyanakkor a kamat nagyságát nem így, hanem a pénz és a kötvények közötti *likviditási preferenciából* vezeti le. A készpénzen nincsen kamat, de ha lekötik azt, kötvényt vesznek rajta, befektetik, akkor magasabb hozam érhető el. A kamat nagyságától függ, hogy a magánszektor mekkora likviditásról hajlandó lemondani a kamatbevétel érdekében. Keynes kamatelméletével kapcsolatban szembetűnő, hogy itt nem kerül említésre a beruházás. Ebben az érvelésben pénzügyi változókkal dolgozunk. A likviditás és a pénz itt aktív szereplő. A kamatot a likviditás mint állományi (*stock*) változó iránti igény befolyásolja. A *stock–flow* megkülönböztetésnek itt vízvázlatzó szerepe van, hiszen a beruházás flow változóként nem keverhető ebbe a kamatmeghatározásba. Ugyanígy a flow változóként értelmezett megtakarítás sem.<sup>5</sup>

Itt a kamat a beruházásoktól függetlenül alakul ki, a beruházási szándékok igazodnak a piacon kialakult kamathoz. Azonban, ha a beruházás a kamaton keresztül meghatározottá válik, ez egyben azt is jelenti, hogy a megtakarítás is meghatározottá vált. A megtakarítás, vagyis a megtermelt terméktömegeből (jövedelemből) nem fogyasztásra fordított rész a beruházás. *A monetáris elemzésben a beruházás határozza meg, hogy mekkora lesz a megtakarítás.*

Fontos hangsúlyozni, hogy a reál- és a monetáris elemzés különbsége nem a fogalmak eltérő értelmezéséből adódik. A monetáris szemléletben a flow változóként értelmezhető megtakarítás fogalma éppen úgy terméktömeget jelöl, mint a reálemzésben. Azt a terméktömeget, amit nem fogyasztásra fordítanak. A terméktömeg mérése és összesítése mindkét szemléletben aggregált jövedelem meghatározása is egyben. A reálemzés és a monetáris elemzés egyaránt jövedelemkategóriákat használ, amelyek tartalma és definíciója is azonos, de a közöttük lévő összefüggések lényegesen eltérőek lehetnek. A reálemzésben a megtakarítás növekedése csökkenti a kamatlábat, és a beruházások növekedését eredményezi. A monetáris megközelítésben a megtakarítás növekedése csökkenti a keresletet, de a beruházások finanszírozására vagy a kamatra nincsen hatással, mivel a beruházásokat nem a folyó évi megtakarítás finanszírozza, a kamatot ugyanakkor a likviditás állományára vonatkozó preferencia, nem pedig az éves megtakarítás flow változója határozza meg.

## 9. Az IS-LM-szemléltetés problémáiról

A főáram reálmegközelítésében kulcsszerepet játszó megtakarítás (S) és beruházás (I) görbéket függetlennek feltételezi az elmélet, és ezek metszéspontjában alakul ki a jövedelemtermelés egyensúlya. A valóságban azonban a megtakarítás és a beruházás nem függetlenek. Ha többet ruházunk be, akkor ez a beruházási kereslet

<sup>5</sup> A klasszikus közgazdaságtanban a megtakarítást az éves folyó jövedelem és a folyó fogyasztás különbségeként, vagyis flow változóként kezelik. Ettől eltérően a köznyelvi, de az üzleti értelmezés szerint is a bankban vagy befektetésben parkoló, korábban felhalmozott állományt (*stock*) jelöli ez a szó.

növekedésén keresztül a GDP növekedéséhez is hozzájárul. A jövedelem növekedése pedig a megtakarításokat is növeli. A magasabb aggregált beruházás nagyobb megtakarítást eredményez.

Nem véletlen tehát, hogy Keynes elemzése a reáelemzés elvetésére épül, elmélete megfogalmazásakor igyekszik kerülni minden reálváltozót, és a figyelmét a pénz és a foglalkoztatás fogalmaira építi.

Keynes kamatelméletét sok oldalról kritizálták, kifogásolták az inkonzisztenciát, és a főáram is figyelmen kívül hagyta. *Appelt (2016)* számos kritikát tekintett át, és összefoglalóan azt állapította meg, hogy Keynes kamatelméletéből messzire mutató következmények származnak, például az, hogy „a szabadpiac nem biztosítja az erőforrások hatékony elosztását. Az állam beavatkozására van szükség ahhoz, hogy megakadályozzuk a munkanélküliségre vezető túlzott megtakarítást. A beavatkozás egyik fő eszköze a kamat.” (*Appelt 2016:7*). A szabadpiac tökéletességére fókuszáló megközelítés ennek még a gondolatát is elveti, érthető okból. Keynes életútját áttekintő írásában *Szokolczai György (2016)* Keynes halála utáni mellőzöttségét a főáramnak a tényeket figyelmen kívül hagyó építkezésével hozza kapcsolatba. Így fogalmaz Szokolczai: „Amit Keynes remélt, nem valósult meg, sőt a mai világ tényei ellentétesek a keynesi jövőképpel. Az Általános elméletben megfogalmazott elveket (...) a közgazdaság-tudomány jelenlegi főárama elutasítja. (...) Ennek folytán a munkanélküliség nem szűnt meg, hanem növekszik (...), a jövedelmi és a vagyoni egyenlőtlenségek nem mérséklődtek, hanem meredeken nőttek, és ezt az állami gazdaságpolitika nem fékezte, hanem inkább elősegítette. A beruházás társadalmi kézbevétele nem lett szélesebb körű, hanem visszaszorult, és a közgazdaság-tudomány jelenlegi főiránya egyértelműen helyesli ezt az irányzatot” (*Szokolczai 2016:853–854*).

Keynes munkássága gyakorlatorientált volt, folyamatosan részt vett kormányzati szervek napi munkájában, elméleti törekvései az itt felmerülő problémák elemzésére irányultak. Ez a szemlélet a klasszikusok közgazdaságtanához való viszonyában is tükröződik, amit maga így foglalt össze: „Az elfogadott klasszikus közgazdasági elmélet felett gyakorolt bírálóunk elsősorban nem az elemzésben található logikai hibákra vonatkozott, hanem azt hangsúlyozta, hogy ennek az elméletnek a hallgatólagos előfeltételezései ritkán vagy éppen sohasem valósultak meg, ezért nem alkalmas a valóságos világgazdasági problémáinak a megoldására” (*Keynes 1965:402*). A klasszikusok, majd a neoklasszikus iskola erre úgy reagált, hogy elméleti finomításokkal lényegében azt próbálta bizonyítani, hogy nincs is szükség a Keynes által vázolt program megvalósítására. *Hicks (1937)* írása vázolta ennek az összebékítésnek a keretét, és az ennek nyomán kifejlődő IS–LM-megközelítés kiteljesedve úgy tűnt fel, mint a Keynesi közgazdaságtan beépülése a klasszikus keretekbe, holott ez számos olyan elemet őrzött meg, amit maga Keynes kifogásolt. Ezeket a fejleményeket áttekintve minősíti Keynes elárulásának az elmélet fejlődésének a folyamatát *Tily (2007)* és *Chick – Tily (2014)*.



Az IS-LM-megközelítésben az IS összefüggéssel fentebb már megfogalmaztunk néhány kifogást. Az LM oldal sem problémamentes. Az egyik legfőbb gond ezzel az, hogy a pénzmennyiséget exogén, és a jegybank által kontrollálható változónak tekinti, holott a valóságban ez endogén módon határozódik meg, és a jegybank legfeljebb egy kisebb részét ellenőrizheti annak. Az LM-felfogásban a pénzkínálat dominál, a pénzkeresletnek nincsen szerepe, holott az *endogén pénzelmélet* éppen a hitelkeresletre vezeti vissza a pénzmennyiség alakulását.

## 10. Endogén pénz – exogén kamat

Keynes és a klasszikusok közötti vita leegyszerűsítve arról szólt, hogy míg a klasszikusok azt elemzik, hogy a nominális kamat hogyan származtatható az egyensúlyi reálkamatból, addig Keynes felismerte, hogy az egyensúlyi reálkamat pusztán a reálelemzés elméleti képződménye, aminek a valóságban nincsen gyakorlati jelentősége, így a nominális kamatra vonatkozó érvelésnek sem ebből kell kiindulnia. Keynes likviditási preferenciával operáló kamatelméletében az egyensúlyi reálkamat nem jelenik meg. Keynes a *Treatise on Money* (1930) című művében még közel állt a Wicksell-féle természetes kamatláb fogalomhoz, amelyet a megtakarítások és a beruházások egyensúlyával határoztak meg. Az *Általános elméletben* azonban határozottan szakít ezzel a felfogással, mert belátta, hogy ez az egyensúly sokféle jövedelemszint (foglalkoztatási szint) mellett is létrejöhet, őt viszont csakis a teljes foglalkoztatási egyensúly érdekelte. Ezt írja: „Treatise on Money c. könyvemben definiáltam egy kamatlábat, amelyet megkülönböztetettnek és egyértelműnek gondoltam el, s *természetes kamatlábnak* neveztem; nevezetesen azt a kamatlábat, amely e könyvem terminológiája szerint egyenlőséget biztosított a megtakarítási hányad (...) és a beruházási hányad között. Azt gondoltam, hogy ez a meghatározás továbbfejlesztése és világosabb tétele Wicksell „természetes kamatlábnak”, amely – szerinte – biztosítaná valamilyen – nem egészen világosan megjelölt – árszint stabilitását. (...) Ma már nem hiszem, hogy a „természetes” kamatláb, amelyet korábban nagyon sokat ígérő gondolatnak tartottam, jelentősen előreviheti elemzésünket. Nem egyéb ez, mint a status quo fenntartását biztosító kamatláb; és a *status quo* mint olyan nem túlságosan érdekel bennünket.” (Keynes 1965:266)

Keynes elméletét a klasszikusoktól alapvetően a reálelemzés és a monetáris elemzés közötti lényegi különbség, vagyis a pénznek a gazdasági folyamatokra gyakorolt hatásával kapcsolatos felfogása különbözteti meg. Ennek egyik folyamánya az egyensúly és annak a teljes foglalkoztatással összefüggésben történő értelmezésében tükröződő eltérés. A másik a pénzelmélet, ezen belül a kamatmeghatározás terén a likviditási preferencia kulcsszerepe, a pénzteremtés vonatkozásában pedig a hitel kulcsszerepe, vagyis a kereskedelmi bankok endogén pénzteremtésben játszott szerepének felismerése. *Ábel et al.* (2016) áttekintést ad a bankok és a pénz ellentmondásos szerepeltetéséről a hagyományos makroökonómiában, és bemutatja

az endogén pénzülmélet főáramtól eltérő gyakorlati jelentőségét. Nem foglalkozik azonban az endogén pénzülmélet keynesi gyökereivel, és a kamat meghatározásával sem. *Pilkington (2014)* az endogén pénzülméletet a *posztkeynesiánus* elmélet gyöngyszemeként aposztrofálja. Az endogén pénzülmélet Basil *Moore (1988)* nagyhatású munkájára épülő újjáéledése azt hangsúlyozta, hogy a pénzkínálati görbe *vízszintes*, ellentétben a klasszikus megközelítés függőleges feltételezésével (*horizontalista* és *vertikalista* szembenállás). Mára azonban a főáram is integrálta a horizontalista megfontolásokat.<sup>6</sup> A lényeges különbség tehát nem abban van, hogy a jegybankok – elfogadva az endogén pénzülméletet – feladták a pénzmennyiség alakítására irányuló hiábavaló törekvésüket, és hagyták, hogy azt tőlük független külső tényezők alakítsák. *Palley (2006)* azonban rámutatott, hogy ez az endogenitás, amelyet ő „jegybanki endogenitásnak” nevez, lényegesen más, mint magának az endogén pénzülméletnek az elvi alapja, amely a hitelkihelyezéssel endogén módon történő pénzteremtést vallja. *Palley (2006:80)* ezt a „hitel endogenitásának” nevezi. Mi ebben az értelemben hivatkozunk az endogén pénzülméletre.

*Bindseil – König (2013)* Basil Moore munkáját 25 év távlatából értékelte újra és mutatta be korszakos jelentőségét.<sup>7</sup> Moore és a főáram közötti eltérést a horizontalista és a vertikalista szembeállításra egyszerűsítve azt mondhatjuk, hogy a hagyományos vertikalista felfogásban a pénzkínálat exogén, független a pénzkereslettől (üzleti megfontolásoktól) és ésszerű határokon belül a jegybank kontrollálja azt. A mi felfogásunkban ezzel szemben Moore horizontalista elmélete írja le a pénzteremtést a valóságnak megfelelően, amikor azt a banki hitellel kapcsolja össze. A bankhitel pedig endogén, a hitelkereslettől függ. A jegybank legfeljebb az „árat”, a hitel kamatát befolyásolhatja, de a pénzmennyiséget (hitelvolument) nem a jegybank, hanem az üzleti megfontolásokra épülő hitelkereslet határozza meg. A vertikalista felfogás alkalmas lehet a tiszta termékcsere alapuló gazdaságra, de a hitelre épülő gazdaság folyamatainak értelmezésére inkább a horizontalista megközelítés alkalmas (*Bindseil – König 2013:384*).

A pénzkínálat endogenitása azt fejezi ki, hogy a jegybank (állam) által teremtett pénz mellett a piac endogén módon is teremt számlapénzt, amikor a kereskedelmi bank pl. hitelt nyújt. Az állam által teremtett pénz a külső pénz, az endogén módon teremtett pedig a belső pénz. A modern piacgazdaságban a belső pénz döntően nagyobb – 90 százalékot meghaladó – súllyal szerepel a pénzforgalomban, mint a készpénz (külső pénz).

---

<sup>6</sup> „We are all Horizontalists now!”, hirdeti a Basil Moore-ral készült interjú címe (*Moore 2010*).

<sup>7</sup> Basil Moore művének mellőzöttsége miatt a jegybankok évekkel később saját tapasztalataikból okulva mozdultak abba az irányba, amit már Moore meglehetősen pontossággal elemzett. A jegybanki eszköztár kereteit tárgyaló és ma alapmunkának számító *Bindseil (2004)* ugyan hivatkozik *Moore (1988)* munkájára, de csak 25 évvel később ismerte fel, hogy Moore munkája alapvetően helyesen jelölte ki a jegybankok mai eszközrendszerének fejlődési irányát és főbb vonalait (*Bindseil – König 2013:387, 1. lábjegyzet*).

A kamat exogenitása *Wray (2004)* egyszerűsítő megfogalmazásában azt jelenti, hogy a jegybank képes adminisztratív úton (egyoldalúan) alakítani a kamatot.<sup>8</sup> A monetáris politika eszköztársa és intézményi felépítése döntő hatást gyakorol a kamat alakulására, így arra, hogy mely kamatokra fejt ki közvetlen hatást, és a pénzpiac többi kamatára, valamint a piacok egyéb jellemzőire (például infláció) hogyan terjed át ez a hatás (monetáris transzmisszió).

A jegybanknak a kamatok alakítására kiterjedő diszkrecionális képessége azonban korlátozott, mert nem mindenfajta kamatra és nem mindenkor egyformán érvényes. A jegybank a legközvetlenebb módon a rövid kamatra, az irányadó kamatra hat. Az „irányadó” jelző a monetáris politika eszköztárának felépítésétől függően különböző kamatokat jelenthet. A legtöbb jegybank esetében ez például egynapos instrumentum, melynek közvetlen hatása van az egynapos (overnight) bankközi hitelkamatok alakulására.

## 11. Mi határozza meg a nominális kamatot?

A posztkeynesi gyakorlat a jegybankok napi operacionális eljárásait, folyamatait leírva vezeti le a monetáris politika működését. Ennek a gyakorlatközeli szemléletnek egyik folyománya az, hogy a posztkeynesi elmélet jobban közelíti a jelenlegi gyakorlatot. A jegybanki üzem napi gyakorlatának leírásában sokan átvették *Alfred S. Eichner (1987)* megkülönböztetését a jegybank „védő” és „alkalmazkodó” funkcióiról. A piaci likviditás napi – sőt percről percre történő – alakulásának menedzselése a védő elem. A jegybank figyeli és segíti a devizapiacok és a belső pénzpiacok működése során kialakuló likviditási sokkok, a különböző szereplők, a kormányzat és a magánszektor pénzfolyamataiban, fizetési forgalmában keletkező kilengések gördülékeny alakítását, lebonyolítását. A jegybank kamatalakításának másik, hosszabb távú eleme a gazdasági folyamatokban bekövetkező, hosszabb időhorizontú változások, a monetáris politikai célok és elvek érvényesítése. Ezt fedi Eichner jegybanki alkalmazkodási funkcióra vonatkozó kifejezése. A jegybank azonban nemcsak alkalmazkodik a gazdasági konjunktúra változásaihoz, hanem a monetáris politikájával proaktívan be is avatkozik azokba, saját kiemelt céljai érdekében. Mindez jól illeszkedik a monetáris politika posztkeynesi elméleti keretébe.

<sup>8</sup> *Wray (2004)* idézi az exogén változó meghatározására elterjedt háromféle értelmezést: (1) Az irányítás szempontjából exogénnek tekintjük azt a változót, amelyet a gazdaságpolitika határoz meg. (2) Elméleti értelemben exogén az a változó, melynek megváltozása változást eredményez a modell endogén változóiban, de fordítva nem, vagyis az endogén változók nem hatnak az exogén változóra. (3) Statisztikai értelemben exogén az a változó, amely a tesztelt modell magyarázó változóitól független. Ebben az írásban az (1) értelmezést használjuk. Érdemes felidézni Basil Moore szavait, amelyet egy interjúban mondott erről: „Semmi nem igazán exogén, még a kamatláb sem, hiszen a jegybank mindig reagál a gazdasági körülményekre. (...) Ebben az értelemben a kamatláb mindig tartalmaz endogén elemet is” (*Moore 2010:9*). Az (1) értelmezés tehát nem azt hangsúlyozza, hogy a jegybank mikor és miért változtatja a kamatot, pusztán azt, hogy a kamatot a jegybank határozza meg.

A nominális kamatok alakulását a jegybankok általánosságban véve a rövid lejáratokon tudják hatékonyan befolyásolni. A kamat alakításában a jegybank domináns szerepet játszik, sőt a jegybank határozza meg a kamatot, és az általa választott kamatszint piaci érvényesítésére sokrétű eszközzel rendelkezik. A szabályozó eszközök megválasztásával és alkalmazásával lényeges hatást gyakorol a piaci kamatok alakítására.

A hosszabb lejáratú kamatokra természetesen hatással van a rövid kamatok alakulása, azonban e hatás csak közvetett. A hosszabb hitelkamatokra a jegybankok – ha a főként válságperiódusok által motivált, ún. nem-konvencionális mennyiségi eszközöket nem számítjuk – makroprudenciális, szanálási, illetve hitelpiaci szabályozással képesek hatni. A szavatoló tőkére és a leírható vagy az átalakítható kötelezettségekre vonatkozó minimumkövetelmény (MREL), továbbá a likviditási mutatókhoz kapcsolódó makroprudenciális szabályozás alapvetően befolyásolja a kereskedelmi bankok hitelezési tevékenységét és ezen keresztül a pénzteremtést, melynek egy érdekes modellszámítását mutatja be *Li et al. (2017)*.

## 12. Összefoglalás és következtetés

A kamat a közgazdaságtan egyik kulcsváltozója. A hagyományos közgazdaságtanban az intertemporális optimalizálásra épülő érvelésben a gazdaság működésében minden lényeges folyamat előbb vagy utóbb kénytelen a kamat természetes rátájához igazodni. Az elmélet magja Fisher kamatelméletére vezethető vissza. Írásunkban azt mutattuk be, hogy ez a kamatelmélet a hagyományos közgazdaságtan reálelemzési keretének egyik kulcseleme. Az erre épülő elméletet azonban az adatok nem támasztják alá és az ezt középpontba állító hagyományos elmélet nem alkalmas a modern gazdaság folyamatainak elemzésére. A reálelemzéssel szemben bemutatjuk a monetáris elemzést, amely Schumpeter és Keynes munkáiban bontakozott ki, és amelynek továbbvitelével a hitelpénz elmélet útján eljutunk az endogén pénzelmélethez. Ebben a keretben a kamatot nem a piac, hanem a jegybank határozza meg. Az endogén pénzelmélet rávilágított arra, hogy a pénzteremtésben a kereskedelmi bankok a hitelezés útján a piac igényeihez igazodva alakítják a „pénzmenyiséget” és a jegybanki külső pénzteremtés súlya és jelentősége másodlagossá vált. A modern jegybank monetáris politikájában a kamatnak ma már nincs elsődleges szerepe. A kamatot ugyan a jegybank határozza meg, de a pénzteremtést már nem ezen keresztül irányítja. Az endogén pénzteremtésre (hitelezésre) a likviditást szabályozó eszközrendszer kialakítása és működtetése, valamint a mikro- és makroprudenciális szabályozás éppen azt a funkciót tölti be, mint a kamatkondíciók alakítása a hagyományos felfogású jegybankok esetében.

## Felhasznált irodalom

- Ábel István – Lehmann Kristóf – Tapaszi Attila (2016): *A pénz és a bankok ellentmondásos kezelése a makroökonómiában*. Hitelintézeti Szemle, 15(2): 33–58. <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/abel-istvan-lehmann-kristof-tapaszi-attila.pdf>
- Appelt, K. (2016): *Keynes' Theory of Interest Rate: A Critical Approach*. Theory, Methodology, Practice, 12(1): 3–8. <https://doi.org/10.18096/TMP.2016.01.01>
- Bindseil, U. (2004): *Monetary Policy Implementation*. Oxford: Oxford University Press.
- Bindseil, U. – König, P.J. (2013): *Basil J. Moore's Horizontalists and Verticalists: an appraisal 25 years later*. Review of Keynesian Economics, 1(4): 383–390. <https://doi.org/10.4337/roke.2013.04.01>
- Blinder, A.S. (1997): *A core of macroeconomic beliefs*. Challenge, 40(4): 36–44. <https://doi.org/10.1080/05775132.1997.11471984>
- Chick, V. – Tily, G. (2014): *Whatever happened to Keynes's monetary theory?* Cambridge Journal of Economics, 38(3): 681–699. <https://doi.org/10.1093/cje/beu011>
- Cohen, J.D. – Ericson, K.M. – Laibson, D. – White, J.M. (2016): *Measuring Time Preferences*. National Bureau of Economic Research Working Paper 22455. <https://doi.org/10.3386/w22455>
- Davidson, P. (1986): *A Post Keynesian view of theories and causes for high real interest rates*. Thames Papers In: Political Economy, Spring. Reprinted in Davidson, L. (ed.): *The Collected Writings of Paul Davidson*, vol. 1. New York: New York University Press, 1991.
- Eichner, A.S. (1987): *The Macrodynamics of Advanced Market Economies*. Armonk, N.Y.: M.E. Sharpe.
- Fisher, I. (1907): *The Rate of Interest*. New York: Macmillan.
- Fisher, I. (1930): *Theory of Interest, as determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest it*. New York: Macmillan.
- Fisher, I. (1933): *The Debt Deflation Theory of Great Depressions*. Econometrica, 1(4): 337–357. <https://doi.org/10.2307/1907327>
- Foley, D.K. (1975): *On Two Specifications of Asset Equilibrium in Macroeconomic Models*. Journal of Political Economy, 83(2): 303–324. <https://doi.org/10.1086/260324>
- Harrod, R. (1971): Discussion paper. In: Clayton G. – Gilbert, J.C. – Sedgwick, R. (eds.): *Monetary Theory and Monetary Policy in the 1970s*. Oxford: Oxford University Press.
- Hicks, J.R. (1937): *Mr Keynes and the „Classics”: A Suggested Interpretation*. Econometrica, 5(2): 147–159. <https://doi.org/10.2307/1907242>

- Keynes, J.M. (1930): *A Treatise on Money*. MacMillan & Company, London, UK.
- Keynes, J.M. (1937a): *Alternative Theories of the Rate of Interest*. The Economic Journal, 47(186): 241–252. <https://doi.org/10.2307/2225525>
- Keynes, J.M. (1937b): *The „Ex-Ante” Theory of the Rate of Interest*. The Economic Journal, 47(188): 663–669. <https://doi.org/10.2307/2225323>
- Keynes, J.M. (1965): *A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- Kollarik András – Szalai Zoltán (2017): *A 2008–2009-es válság és az új nemzetközi gazdasági környezet*. In: Lehmann Kristóf – Palotai Dániel – Virág Barnabás: *A magyar út – Célzott jegybanki politika*. Magyar Nemzeti Bank, Budapest, pp. 27–71.
- Lavoie, M. (2004): *The New Consensus on Monetary Policy Seen from a Post-Keynesian Perspective*. In: Lavoie, M. – Seccarecia, M. (eds.): *Central Banking in the Modern World: Alternative Perspectives*. Cheltenham: Edward Elgar, pp. 15–34.
- Lavoie, M. (2014): *Post-Keynesian Economics. New Foundations*. Edward Elgar. Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA.
- Li, B. – Xiong, W. – Chen, L. – Wang, Y. (2017): *The impact of the liquidity coverage ratio on money creation: A stock-flow based dynamic approach*. Economic Modelling. 67(December): 193–202. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.12.016>
- McCallum, B.T. (2001): *Monetary policy analysis in models without money*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 83(4): 145–159. <https://doi.org/10.20955/r.83.145-160>
- McGrattan, E.R. – Prescott, E.C. (2001): *The Stock Market Crash of 1929: Irving Fisher Was Right!* NBER Working Paper No. w8622. <https://doi.org/10.3386/w8622>
- Moore, B. (1988): *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Moore, B. (2010): *We are all Horizontalists now!* Interview with Basil Moore. European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention, Edward Elgar Publishing, 7(1): 7–11. <https://doi.org/10.4337/ejeep.2010.01.01>
- Ohlin, B. – Robertson, D.H. – Hawtrey, R.G. (1937): *Alternative Theories of the Rate of Interest: Three Rejoinders*. The Economic Journal, 47(187): 423–443. <https://doi.org/10.2307/2225356>
- Palley, T.I. (2006): *A Post-Keynesian framework for monetary policy: why interest rate operating procedures are not enough*. In: Gnos, C. – Rochon, L.-P. (2006): *Post-Keynesian Principles of Economic Policy*. Edward Elgar, Cheltenham, pp. 78–98.

- Piikington, P. (2014): *Endogenous Money and the Natural Rate of Interest: The Reemergence of Liquidity Preference and Animal Spirits in the Post-Keynesian Theory of Capital Markets*. The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 817. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2509361>
- Rodrik, D. (2015): *Economics rules: the rights and wrongs of the dismal science*. WW Norton & Company.
- Romer, D. (2000): *Keynesian macroeconomics without the LM curve*. Journal of Economic Perspective, 14(2): 149–169. <https://doi.org/10.1257/jep.14.2.149>
- Shiller, R.J. (2011): *Irving Fisher: Debt Deflation and Crises*. Cowles Foundation Discussion Paper No. 1817. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1909810>
- Schumpeter, J. (1954): *History of Economic Analysis*. Allen Unwin, London.
- Schumpeter, J. (1980): *A gazdasági fejlődés elmélete. Vizsgálódás a vállalkozói profitról, a tőkéről, a hitelről, a kamatról és a konjunktúraciklusról*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- Szokolczai György (2016): *Keynes életútja és a Nemzetközi Valutaalaphoz vezető gondolatai*. Közgazdasági Szemle, 63(július–augusztus): 838–857. <https://doi.org/10.18414/KSZ.2016.7-8.838>
- Szalai Zoltán (2015): *Időpreferencia és Keynes kamatelmélete*. Magyar Nemzeti Bank, Monetáris Stratégiai Főosztály, kézirat.
- Taylor, L. (2010): *Maynard's Revenge. The Collapse of Free Market Macroeconomics*. Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Tily, G. (2007): *Keynes Betrayed: The General Theory, the Rate of Interest and 'Keynesian' Economics*. Palgrave Macmillan, London, New York. <https://doi.org/10.1057/9780230801370>
- Tymoigne, E. (2006): *Fisher's Theory of Interest Rates and the Notion of Real: A Critique*. The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 483. <https://doi.org/10.2139/ssrn.948755>
- Tymoigne, E. (2017): *Money and banking Post 21: The Interest rate*. <http://neweconomicperspectives.org/money-banking>. Letöltés ideje: 2018. május 24.
- Weeks, J. (1998): *A neoklasszikus közgazdaságtan kritikája*. Aula Kiadó, Budapest.
- Wray, L.R. (2004): *When are Interest Rates Exogenous?* SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1010158>