

ÁBEL ISTVÁN–LOSONCZ MIKLÓS

A pénzelmélet megújulása válságok idején

A mai modern gazdaság működésének megértéséhez, a 2000-es évektől új kihívásokat megjelenítő pénzügyi válságok és a világválság nyomán kialakuló helyzet gazdaságpolitikai kezeléséhez ad újszerű keretet az a monetáris elmélet, amelyet a nemzetközi szakirodalom endogén pénzelméletnek nevez. Ebben a nagyon régi, az 1600-as évekre visszanyúló, valamint a nagyon új – a mai gazdaságpolitikai beavatkozásokat keretező – megfontolások ötvöződnek, amelyek közös eleme a bankrendszer működésének, a 20. század elejétől a jegybank szerepének és funkcióinak újszerű értelmezése. Írásunk ezt tekinti át az elmélettörténeti előzményektől a mai gazdaságpolitikai alkalmazásokig.*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: B52, E40, E51.

Bevezetés

Korunkban a hagyományos közgazdaságtani elmélet a pénzteremtést az állami funkciókkal felruházott jegybank és az állam képviselőjében a költségvetési feladatokat ellátó minisztérium (Magyarországon és sok más országban a pénzügyminisztérium, az Egyesült Államokban a *Department of the Treasury*) együttműködésében értelmezi. Ezt a folyamatot vizsgáljuk meg ebben az írásban. Bemutatójuk, hogy a gazdaság főbb szereplői – a magánszektor, a bankszektor, a jegybank és az állam – összevont mérlegeiben leírt folyamat milyen összefüggéseket tükröz, és ezek milyen változtatásokat indokolnak a pénzteremtés folyamatáról alkotott kép elméleti értelmezésében.

* A tanulmány az MTA-BGE Makrogazdasági Fenntarthatósági Kutatócsoport keretében az MTA Támogatott Kutatócsoportok Irodája támogatásával készült. A kutatócsoport vezetője *Losoncz Miklós*. A szerzők köszönetet mondanak *Nagy Gyulának* (BGE) és *Szalai Zoltánnak* (MNB) az irodalomfeldolgozáshoz nyújtott segítségükért.

Ábel István egyetemi tanár, Budapesti Gazdasági Egyetem Pénzügyi és Számviteli Kar, Pénzügy Tanszék (e-mail: abel.istvan@uni-bge.hu).

Losoncz Miklós egyetemi tanár, Budapesti Gazdasági Egyetem Pénzügyi és Számviteli Kar, Pénzügy Tanszék (e-mail: losoncz.miklos@uni-bge.hu).

A kézirat első változata 2021. október 13-án érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <https://doi.org/10.18414/KSZ.2022.4.451>

Az állam vagy a jegybank által irányított pénzteremtés elmélete a pénzforgalom szempontjából csak egy kisebb részt vesz figyelembe. Ez a *külső pénz* világa. A jegybank ennek a pénznek a mennyiségét tartja kézben, ezt tudja közvetlenül befolyásolni. Hitelezési tevékenységükkel a bankok is pénzt teremtenek. Ezt *belső pénznek* nevezzük (Ábel [2019]). A gazdaság pénzigényének változását lényegében e belső pénz mennyiségének a változása elégíti ki. A piac hitelszükségleteihez igazodó pénzteremtés révén a gazdaság endogén módon megteremti az igényeihez szükséges pénzmenntiséget. A „belső” jelző a pénz mellett a piacra utal, a konjunktúra alakulásához alkalmazkodó módon teremtett hitelpénzt jelöli. A „külső” vagy nem piaci módon az állam által teremtett pénz az összes pénz hozzávetőleg 5-10 százalékát teszi ki. A pénzmennyiség döntő része, a piacgazdaságokban körülbelül 90-95 százaléka endogén módon, a kereskedelmi bankok hitelezése útján kerül forgalomba, és a hitel visszafizetésével szűnik meg.

A pénzteremtés kérdésének a hagyományos felfogástól eltérő megközelítése a történelem során gyakran a nagyobb válságokat követően került előtérbe. Ezek olyan időszakok, amikor zavar támadt a pénzellátásban, és jellemzően az állami pénzteremtés nem tudott lépést tartani az igényekkel. Ilyen korszakokban a bankok szerepe megnőtt, és a banki pénzteremtéssel kapcsolatos zavarok súlyosbodtak. Ezekben az időszakokban az elméleti gondolkodás is alkalmazkodott a gyakorlati igényekhez. A banki pénzteremtés az elméleti megközelítésekben is helyet kapott, amelyek a bankokat nem pénzügyi közvetítő, hanem pénzteremtő szerepben értelmezték. Ez önmagában választóvonal a hagyományos (főáramú) elmélet és a tanulmányunkban bemutatott új elmélet között, amely a bankok pénzteremtő szerepét helyezi előtérbe.

A különbséget sémákba rendezzük, s a mennyiségi pénzelmélettel összevetve mutatjuk be azt az elméleti keretet, amelyben egy leegyszerűsített, de konzisztens makrogazdasági mérlegrendszerben ábrázoljuk az összefüggéseket. A konzisztenciát a számviteli keret alkalmazása biztosítja. Az itt bemutatott megközelítés részletes áttekintése megtalálható Lavoie–Godley [2006] írásában, a posztkeynesi elmélet legismertebb összefoglalását pedig Lavoie [2014] tartalmazza.

A pénzfolyamatok, a pénzteremtés folyamatának elméleti kerete két típusba sorolható. Ez egyben korszakokat is jelent, a domináns elmélet uralkodó időszakait. Először a jelenből indulunk ki, és bemutatjuk a ma főáramnak tekinthető felfogás hiányosságait. Ez a pénzteremtést a jegybank által – a jegybankpénzen, vagyis a monetáris bázis¹ alakításán keresztül – a pénzmultiplikátor mechanizmusa alapján történő pénzteremtésként értelmezi.

Ezzel szoros kapcsolatba hozható a folyamatnak a kereskedelmi banki oldalról történő leírása, amely a kereskedelmi bankokat pénzügyi közvetítő intézményekként írja le. Ezek egyedi szinten a betéteket hitelezik, a megtakarításokat közvetítik a beruházások céljára, de pénzteremtést nem valósítanak meg. A főáram tehát lényegében abból

¹ A monetáris bázissal szinonimaként használjuk a tartalék pénz, jegybankpénz (*high powered money* vagy a *Bank of England narrow money*), valamint a külső pénz fogalmát. Ez tartalmazza a forgalomban lévő készpénzt, a kereskedelmi bankok készpénzállományát és a kereskedelmi bankok jegybanknál elhelyezett tartalékait. A pénzkínálat fogalma ettől eltér: ez a forgalomban lévő készpénz és a kereskedelmi bankoknál a nem banki szektor által elhelyezett betétek összege.

indul ki, hogy a jegybank a műveletein keresztül közvetlenül irányítja a pénzteremtést, és így szabályozza a pénzmennyiséget (mennyiségi pénzelmélet).

Az írásunkban bemutatott elméleti felfogás ezzel gyökeresen ellentétes, ez ugyanis abból indul ki, hogy a pénzteremtés döntő részben a kereskedelmi bankok hitelezése útján történik. Érdekes módon e felfogás a válságnak „köszönhetően” napjainkban áttörésként terjed a modern monetáris elméletet (*Modern Monetary Theory*) megalapozó *endogén pénzelmélet* formájában. Mi is ezen elmélet mellett állunk ki. Bemutatjuk, hogy erre támaszkodva új gazdaságelméleti kerethez jutunk, amely sok, ma szorító gazdaságpolitikai probléma kezeléséhez alkalmas megközelítést jelez.

Vázlatos ismertetést adunk az elmélettörténeti háttérrel, amely gyakran hosszú időre tekint vissza. Talán meglepő, hogy a legrégebbi gyökerekkel mégis a napjainkban teret nyerő modern monetáris elméletnek az az eleme rendelkezik, amely az *endogén pénzelmélet* magja, és a kereskedelmi bank pénzteremtésének előtérbe helyezését alapozza meg. Ez a mag az 1600-as évekre nyúlik vissza, de később is – általánosan elfogadott megközelítésként – több hullámban megjelent. Az sem tekinthető véletlennek, hogy ezt a megközelítést legtöbbször olyankor tekintették evidenciának, amikor az államadósság finanszírozása válságba került, a hosszú háborúskodás miatt a kincstár forrásai elapadtak, vagy gazdasági recesszió miatt a bevételei megcsappantak. A modern monetáris elmélet előtérbe kerülése szintén a sok szempontból hasonló kihívásokra adott válaszával magyarázható. A globális pénzügyi válság és a nyomában kialakult recesszió, majd stagnálás kezeléséhez kapcsolódó új pénzügyi eszközök és technikák alkalmazását ennek az elméletnek a keretében lehetett értelmezni. E megközelítés felhasználásával kaptunk magyarázatot az agresszívan expanzív (rendkívül laza) monetáris politika hatásainak értelmezéséhez, például ahhoz, hogy a pénzmennyiség gyors növekedése sokakat meglepő módon sok éven keresztül nem vezetett inflációhoz. Ez az új megközelítés kínált gazdaságpolitikai keretet új eszközök bevetéséhez.

A koronavírus-járvány által kiváltott válság napjainkban kibontakozó eseményei sok hasonlóságot mutatnak mind a recesszió, mind pedig az ennek kezelésére alkalmazott rendkívül laza monetáris politika vonatkozásában a globális pénzügyi válság nyomán kialakult helyzettel.

Ez azt jelzi, hogy az éppen kibontakozó elméleti megújulás, amelyet a modern monetáris elmélet térnyerése jelez, újabb lendületet kap majd.

A hagyományos elméleti keret – a jegybanki tartalék szerepe a pénzteremtésben és a pénzmultiplikátor

A jegybankok kialakulása közel négy évszázad alatt hosszú folyamatot takar, amelyben a ma a jegybankoknak tulajdonított funkciók is fokozatosan alakultak ki, és az idők során sokat változtak. Maga a jegybank elnevezés is csak a 19. században jelent meg. A jegybankok elődjének tekinthető intézmények olyan helyi közösségekhez vagy az uralkodóhoz köthető igényekre kialakult szolgáltatásokat nyújtó bankok voltak, amelyek jegyeket (a mai értelemben vett bankjegyekhez hasonló, forgalomképes adósságinstrumentumokat) bocsátottak ki. A jegybankok története és átalakulása korunkban ismét

a figyelem középpontjába került, talán éppen azért, mert a jelenlegi válságok kezelése során a működésük ismét tartós és jelentős változásokon ment keresztül. A jegybankok történetével foglalkozó széles körű irodalomból csupán néhányat említünk itt, jelezve a megközelítések főbb vonalait. *Ugolini* [2018] a fontosabb eseteket veszi sorra a 16. századtól a későbbiekig: az itáliai városállamoktól kezdve a holland, német, francia, angol és skandináv fejleményeket is ismertetve. *Siklos* [2002] és *Bordo–Siklos* [2018] szintén több száz éves időszakot tekint át, és a jegybankok működését jellemző adatokra támaszkodó statisztikai elemzéssel mutatja be a különböző korszakokat. *Bindseil* [2019] terjedelmes tanulmánya hat 1800 előtti német és francia példát elemezve a jegybanki funkciókat is ellátó bankok szabályozási és működési jellemzőit mutatja be.²

A jegybanki funkciókat is ellátó intézmények létrejötte országonként eltérő időszakra datálható. Az angol jegybankot (Bank of England) 1694-ben alapították, az amerikai (Federal Reserve System, Fed) 1913-ban, az Osztrák Nemzeti Bankot (Oesterreichische Nationalbank) 1816-ban, a Magyar Nemzeti Bankot 1924-ben, az Európai Központi Bankot (European Central Bank) 1998-ban. Ezek az intézmények nemcsak nagyon különböző időszakokban jöttek létre, hanem indulásuk jellemzői és tevékenységi keretei is nagyon eltértek egymástól. A mai értelemben vett jegybank a pénzteremtésben kulcsszerepet játszik. De ez sem volt mindig így, mert például a Fedet alapvetően a bankrendszer stabilitásának biztosítása, a bankok megrohanásának kivédése érdekében hozták létre maguk a bankok.

A központi bankot a pénzteremtés középpontjába állító elmélet szerint az állami kiadások (a deficit) finanszírozásán keresztül teremtett pénz mellett a jegybank a bankrendszeren keresztül a pénzmultiplikátor révén is fontos pénzteremtő funkciót lát el. Ez az elmélet az 1930-as évektől az 1960-as évtized végéig terjedő időszakban volt a jegybanki működésről való gondolkodás általánosan elfogadott kerete (*Werner* [2014] 2. o.).

E főáramként jellemezhető elmélet szerint a bankok önmagukban csak pénzközvetítők, pénzt nem teremtenek, de a bankrendszer egésze a jegybanki tartalék szabályozásán keresztül alakított pénzmultiplikátor révén teremti a pénzt. Mivel a jegybank e pénzteremtést befolyásolja, ezért a forgalomban lévő pénz mennyiségét is képes szabályozni. Erre épült az a gondolatmenet, hogy a jegybank a piaci keresletre és kínálatra a pénzmennyiség szabályozásán keresztül hat, és így képes befolyásolni az infláció alakulását. Ezt vallotta a jegybankok többsége egészen az 1980-as évekig. A központi bank a monetáris politikát a pénzmennyiség alakulásának szoros figyelemmel kísérése mellett, annak alárendelve alakította.

A pénzügyi mérlegrendszer

E mechanizmust egy szemléletes, bár a gazdaságot erősen leegyszerűsítő, összevont pénzügyi mérlegekkel leírva szemléltetjük az *1. táblázatban*. Ebben a felírásban a magánszektorbeli jövedelemtulajdonos kategóriájában a lakosság és a vállalati

² Érdekes a vizsgált bankok listája: Nürnberg Bank (1498), Hamburger Bank (1619), Leipzig Bank (1698), Banque Générale (1716) – ez John Law bankja –, Prussian Royal Bank (1766) és Caisse d'Escompte (1776).

szektor összevontan szerepel. Itt a pénzügyi eszközöket is a minimumra leszűkítve, a készpénz, a betét és az államkötvény szerepeltetésével vesszük figyelembe. A mérlegekben nincsenek vállalati részvények vagy kötvények, mivel ezek a vállalatoknál forrásként, a lakosságnál pedig eszközként jelennének meg. Mivel azonban a magánszektor kategóriában összevontan írtuk fel ezt a két szektort, a részvények és a kötvények a mérleg mindkét oldalán megjelenének, és így elhagyhatók. A magánszektor pénzügyi eszközei között nincsenek államkötvények, mivel az egyszerűbb kezelés érdekében azt feltételeztük, hogy azokat a jegybank vásárolja meg. Zárt gazdaságból indultunk ki. Ezeket a leegyszerűsítéseket a későbbiekben feloldva a valóságot jobban tükröző részleteket vizsgálhatunk, de most a mondandónk megvilágításához célszerű ezeket az első látásra talán túlzó leegyszerűsítéseket alkalmazni.

1. táblázat

A sematikus összevont pénzügyi mérlegek gazdasági szektorok szerinti összefüggései

MAGÁNSZEKTOR

<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Készpénz (CU)	Hitel(L)
Betét (D)	Nettó pénzvagyton

BANKSZEKTOR

<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Hitel (L)	Betét (D)
Tartalék (RE)	Tőke

JEGYBANK

<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Államkötvény (B)	Készpénz (CU)
	Tartalék (RE)

ÁLLAM

<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Hatalom (adóztatás)	Államkötvény (B)

Az 1. táblázatban bemutatott összefüggésekből néhány technikai sajátosságra érdemes felhívni a figyelmet. Az egyik jellemző az, hogy minden pénzügyi eszköz (készpénz, betét, kötvény stb.) legalább két jövedelemtulajdonos mérlegében jelenik meg. Az egyik mérlegének az eszközoldalán, a másik mérlegének a forrásoldalán. Például a betét a magánszektor számára eszközként, a bankszektor számára forrásként jelentkezik. Ezekben a mérlegekben állományokat jelenítünk meg. Ez a reprezentáció egyben azt is jelenti, hogy a tranzakciók, vagyis az ezekben az eszközökben történő változások egyszerre legalább négy elem változását idézik elő. Ha az egyik eszköz változik valamely jövedelemtulajdonos mérlegében, az a mérleg két oldalának azonossága miatt együtt jár valamely forrásoldali

tételének módosulásával. Ugyanakkor a kapcsolódó másik jövedelemtulajdonos mérlegében az érintett tétel változása szintén egyszerre jelenti eszköz- és forrásoldali tételek változását.

A monetáris aggregátumok és a monetáris politika

A pénznyomtatást általában a jegybank közvetlen irányítása alá tartozó szervezet végzi, a pénz kibocsátását pedig maga a jegybank. Ennek ellenére a pénzmennyiség aktív szabályozását általában sehol sem tekintette egyik jegybank sem alapvető feladatának. A pénz az államadósság terhére történő kifizetések, a költségvetési kiadások útján került be a forgalomba, és az adófizetéssel, az állami bevételek teljesülése útján került ki onnan. A költségvetési deficit növelte a forgalomban lévő pénz (*külső pénz*) állományát. Az évről évre halmozódó deficit az államadósságot gyarapította, vagyis a külső pénz mennyisége megfeleltethető az államadósságnak. Az államadósság azonban nem ingadozik, miközben a gazdaság működése során a forgalomhoz szükséges pénzmennyiség gyakran és gyorsan változhat. A pénzkereslet változásai a pénzpiaci kamatok ingadozásában és a likviditási helyzet változásaiban csapódnak le. E körülmények szélsőséges alakulását kivédendő a jegybank a pénzpiaci körülmények stabilan tartása érdekében avatkozik be. Vagyis passzív módon pénzt von ki a forgalomból, amikor az túl soknak mutatkozik, és pénzt hoz forgalomba, amikor a pénzkereslet növekszik. Ennek megvalósításához a jegybanknak számos módszer és többféle eszköz áll rendelkezésére. A „passzív mód” kifejezés azt hangsúlyozza, hogy a jegybank a konjunktúra alakulásához igazodik. A tankönyvekben szereplő legegyszerűbb módszer az, hogy a jegybank állampapírokat ad el a magánszektornak, és az ezért kapott pénz a forgalomból kikerülve megszűnik. Az ellentétes irányú tranzakcióval, amikor állampapírt vesz a magánszekortól, ennek a fordítottja, vagyis a forgalomban lévő pénzmennyiség növelése történik.

A jegybank saját döntése alapján történő penzkibocsátás lényegében a szezonális kamatingadozás kordában tartására irányult. A jegybankok sokáig nem is foglalkoztak a pénzmennyiségre vonatkozó adatok gyűjtésével. *Bernanke* [2006] említi, hogy a Fed esetében a forgalomban lévő pénzmennyiség alakulására való figyelem az 1930-as évek végére datálható. A Fed számára a pénzmennyiség gyakorlati szempontból használható mennyiségi definícióját *Currie* [1935] adta meg. Ennek értelmében a pénzmennyiség a készpénzt és a látra szóló betéteket tartalmazta, ami jól megfeleltethető a mai M1 pénzmennyiség kategóriának (*Bernanke* [2006] 1. o.). *Marriner Eccles* 1934-ben nevezték ki a Fed élére, aki azonnal megbízta *Currie*-t az adatgyűjtés kiépítésével. A pénz- és bankstatisztika visszamenőleg elérhető adatainak szisztematikus gyűjtése 1939-ben kezdődött. E munka eredményeként a *Banking and Monetary Statistics* kiadvány először 1943-ban jelent meg.³ A pénzügyi innováció

³ A Board of Governors of the Federal Reserves által összeállított 1943-as kiadványban a készpénzre vonatkozó éves gyakoriságú adatsor 1860-ig, a lekötött és látra szóló betétek éves adatai pedig 1892-ig nyúltak vissza (*Bernanke* [2006] 2. o.).

egyre több olyan eszközt teremtett, amelyek mindinkább megnehezítették a pénzforgalom lebonyolításához közvetlenül használható betétek (mint például a látra szóló betét) és a más típusú betétek közötti elhatárolást. Az innovációkat követve egyre újabb pénzkategóriákat definiáltak, és 1971-re már az M1-től M5-ig terjedő különböző pénzaggregátum-definíciót vezettek be.⁴ A pénzmennyiséghez kapcsolódó jegybanki politika Paul Volcker elnöksége idején (1979–1987) volt legszorosabb kapcsolatban a mennyiségi pénzelmélettel. Sem előtte, sem utána nem. Ennek az egyik oka az, hogy a pénzügyi innováció gyakorlatilag lehetetlenné tette a gazdaságnak, ezen belül az inflációnak a forgalomban lévő pénzmennyiség alakításával történő szabályozását (*Anderson–Kavajecz* [1994]).

A monetáris aggregátumok és a pénzmultiplikátor

A gazdaság 1. táblázatban összefoglalt pénzügyimérleg-tételei alapján az alábbi pénzaggregátumokat határoztuk meg:

PÉNZMENNYISÉG:

$$M = CU + D. \quad (1)$$

MONETÁRIS BÁZIS:

$$MB = CU + RE. \quad (2)$$

Ebben a leegyszerűsített elszámolásban a magánszektor készpénz- és betétállományának összege alkotja a gazdaságban forgalomban lévő pénzmennyiséget (M), amely keresletet támasztva megjelenhet a piacon. Attól függően, hogy a kínálat hogyan alakul, ez a kereslet az árak változásához vezethet. A túlzott mértékű pénzmennyiség inflációt okozhat, amit a jegybank úgy igyekszik elkerülni, hogy a pénzmennyiséget a mérlegének forrásoldali tételei változtatásával alakítja. Például a forgalomban lévő készpénz állományát növeli, ha pénzt nyomtat, és a CU elemet (a készpénz mennyiségét) emeli a monetáris bázis (2) képlete szerint, vagy változtatja a banki tartalékolás szabályait, és ezen keresztül módosítja a monetáris bázis (2) összefüggésében az RE (a banki tartalék) nagyságát.

A gazdaság és ezen belül a jegybanki pénzmennyiség szabályozási elméletének szemléltetésére vezettünk be néhány egyszerű viselkedési összefüggést.

Az egyik összefüggés a magánszektor portfóliószerkezetére vonatkozó feltételezés.

A magánszektor portfólióján belül a készpénz-betét arány hozzávetőleg állandó:

$$c = CU/D. \quad (3)$$

A másik összefüggés a bankok tartalékolási viselkedését írja le: a kereskedelmi bankok a betétek bizonyos részét (r) a jegybanknál vezetett számlájukon tartalékként tartják:

⁴ Az EKB által alkalmazott monetáris aggregátumok az EKB honlapján a következő linken érhetők el: https://www.ecb.europa.eu/stats/money_credit_banking/monetary_aggregates/html/index.en.html. A különböző monetáris aggregátumok és a GDP alakulásáról figyelemre méltó elemzést ad a Bank of England kiadványában *McLeay és szerzőtársai* [2014] 23. o.

$$RE = rD. \quad (4)$$

A (3)–(4) viselkedési jellemzők felhasználásával az (1) pénzmennyiség alakulása így mutatható be:

$$M = cD + D = (1 + c)D. \quad (5)$$

A (2) monetáris bázis alakulása pedig így:

$$MB = cD + rD = (c + r)D. \quad (6)$$

Az (5) és (6) egyenletek felhasználásával eljutunk a mennyiségi pénzelmélet egyik alapösszefüggéséhez, amely a monetáris bázis változására vezeti vissza a pénzmennyiség változását.

A monetáris bázis és a pénzmennyiség közötti összefüggés a következő:

$$M/MB = (1 + c)D / (c + r)D = (1 + c)/(c + r). \quad (7)$$

A (7) egyenlet jobb oldalán álló paraméter a pénzmultiplikátor, amelyet most m -mel jelölünk:

$$M = mMB, \quad (8)$$

$$\text{ahol } m = (1 + c)/(c + r).$$

A mennyiségi pénzelmélet feltételezi, hogy a pénzmultiplikátor hozzávetőleg stabil, így megbízható keretet ad ahhoz, hogy a jegybank a monetáris bázis alakításán keresztül befolyásolja a pénzmennyiség alakulását.⁵

A valóságban azonban a pénzmultiplikátor a pénzügyi innovációk terjedése következtében instabillá vált, és különösen megbízhatatlan paraméter a pénzügyi válságokat követő időszakban. A 2007-től kezdődő és 2008–2009-ben globális méretűvé vált pénzügyi válságot követő mennyiségi lazítás nyomán a gazdaságba pumpált likviditás a jegybank monetáris bázisán belül a tartalékok gyors növekedését okozta, ugyanakkor a multiplikátor értéke csökkent, vagyis ez nem járt együtt a pénzmennyiség hasonló növekedésével. A pénzmultiplikátor azonban már korábban is csökkent (*Ábel és szerzőtársai* [2016] 45. o.). A pénzmultiplikátor stabilitására alapozott azon feltételezés, hogy a jegybankok kontrollálni tudják a pénzmennyiség alakulását, már az 1960-as években kezdett megintogni, és az 1970-es évektől a jegybankok egymás után

⁵ A *pénzmultiplikátor* e rövid tárgyalása a mennyiségi pénzelmélet azon elemének szemléltetését szolgálta, hogy a jegybank a monetáris bázis és a tartalékráta alakításán keresztül hogyan szabályozza a pénzmennyiséget. E megközelítés a pénzmennyiséget az (1) összefüggés szerint a forgalomban lévő készpénz és a betétek összegeként határozza meg. A betétek összegére is hat a jegybank azáltal, hogy a kereskedelmi bankok hitelezését befolyásolja. Ezt a *betétmultiplikátoron* keresztül szokták szemléltetni, amely azt a folyamatot írja le, hogy például 1000 összegű betétnövekedés a kötelező tartalék levonása után maradó összeg hitelezését teszi lehetővé, ami újabb betétet hoz létre. A gondolatmenet folytatható attól függően, hogy a bankok a keletkező betétből mennyi tartalékot helyeznek el a jegybanknál. (A betétmultiplikátor leírására lásd *Siklos* [2001] 322–327. o.) Ebben a részben csak a pénzmultiplikátor-mechanizmust vázoltuk úgy, ahogy azt a hagyományos közgazdaságtan tárgyalja, vagyis a betétmultiplikáció lezajlása utáni betétösszegeből kiindulva (uo. 476–78. o.).

feladták a pénzmennyiség közvetlen szabályozására irányuló törekvéseiket.⁶ Ehelyett a kamatok befolyásolására tértek át, és a monetáris politika a piaci kamatkondíciók alakítását tekintette feladatának.

A főáram elmélettörténeti előzményei⁷

Richard A. Werner a banki tartalékolásból levezetett, a bankrendszer működésén keresztül multiplifikálódó pénzteremtés elméletének kialakulását Alfred Marshallnak egy 1888-ban egy kormánybizottság számára készített jelentésére vezeti vissza, amely a bankok pénzteremtéséről szól (Werner [2014] 6. o.). Ebben Marshall kifejtette: a kérdés megvilágításához abból kell kiindulni, hogy egy bank a nála elhelyezett betétek mekkora részét fordítja az ügyfeleknek nyújtott hitelekre. Ezután azt kell elemezni, hogy ezeknek a hiteleknek, valamint a többi bank hiteleinek felhasználása után mennyi betét keletkezik a bankszektor egészében. Ez egy mértani haladványt követő sorozat. Ha például mindegyik bank a betétjeinek kétharmadát fordítja hitelezésre, akkor a bankszektor egészében a hitelek állománya háromszor akkora növekedést mutat, mint amennyi hitelt az induláskori betétek kétharmada képviselt volna a bankok közötti multiplikáció figyelmen kívül hagyva (Marshall [1888], idézi Yohe [1995] 530. o.).

Ez elveti azt a korábban általánosan elfogadott felfogást, hogy a bankok önállóan pénzt teremtenének, és utat nyit annak a jelenleg főáramnak tekinthető értelmezésnek, amely szerint a bankrendszer összességében *betétmultiplikáció* révén teremt pénzt.⁸ A korábbi felfogást Macleod [1855–1856/1905] nagy hatású kétkötetes műve reprezentálta. A 20. század előtt, amikor a jegybankok még nem vették át a bankrendszer irányítását, szabályozását és felügyeletét, a papírpénz nyomtatását és forgalomba hozását is kereskedelmi bankként működő, de az állammal (uralkodóval) szoros kapcsolatokat ápoló bankok végezték. Így nem meglepő, hogy a banki pénzteremtés evidenciaként jelent meg, bár a gazdaság működése alapvetően az arany- vagy ezüst-tartalommal felruházott és az uralkodó kezében lévő pénzverésre épült. Az amerikai függetlenségi háborúban a pénzszűke megoldására a bankok papírpénznyomtatási és pénzteremtési tevékenysége e gyakorlat elterjedt alkalmazását fémjelezte. Werner [2014] (6. o.) hangsúlyozza azt is, hogy ezen Marshall [1890] meggyőző megállapításai sem változtattak, és hosszú időnek kellett eltelnie ahhoz, hogy a bankhitelezés pénzteremtési jelentőségét kétségbe vonják. Az áttörést talán Phillips [1920] hozta el a betétek egy részének tartalékolását, valamint a másik részének hitelek nyújtására történő felhasználását leírva, bemutatva a hitelek felhasználása nyomán keletkező újabb betétek és újabb hitelek multiplikációs folyamatát (lásd Werner [2014] 6–7. o.). A Phillips [1920] által leírt mechanizmus hosszú időre meghatározta a bankrendszer

⁶ A monetarizmus átfogó elméleti kritikáját már Kaldor [1982] tartalmazta, amely a szerző jóval korábban publikált kritikái megjegyzéseit ismerteti átfogóan.

⁷ Az elmélettörténeti áttekintéshez Gross–Siebenbrunner [2019] tanulmánya által összegyűjtött munkák szolgáltak alapul.

⁸ A főáram ezt az elméletet tükrözi olyan meghatározó tankönyvekben, mint Samuelson [1948], Samuelson–Northhaus [1995/2016], Mankiw [2010], és sok más tankönyvben egyaránt.

és a jegybankok pénzteremtést érintő működésével kapcsolatos felfogást. E kérdés kapcsán ez található meg szinte minden, ma is használatos tankönyvben.

Ha egy bankban elhelyezünk 1 millió forint betétet, akkor 2 százalékos tartalék előírást feltételezve a bank ebből 20 ezer forint tartalékot képez, és a maradékot hitelezésre használja. E hitelek felhasználása útján a többi bankban jelenik meg 980 ezer forint betét, amit a bankok a 2 százalékos tartalék levonása után ismét hitelezésre használnak, és így tovább. A folyamat a végtelenségig folytatható, és az eredeti betétösszeg a többszörösének megfelelő hitelösszeget generálhat. Ez azt jelenti, hogy bár egyedi banki szinten nem történt pénzteremtés, de a bankszektor összességét tekintve betétmultiplikációs pénzteremtés valósult meg.⁹

A banki tartalékolásból levezetett betétmultiplikációs elmélet az 1930-as évektől az 1960-as évekig uralta a pénzteremtésről való gondolkodást. E megközelítést alapvetően megkérdőjelezték Gurley–Shaw [1956], [1960] nagy visszhangot keltő munkái: ezek a bankokat olyan pénzügyi közvetítő intézményekként írták le, amelyek a pénzteremtésben nem játszanak szerepet, csak a megtakarításokat közvetítik ki a hitelezés útján. A kihitelezhető források (*loanable funds*) közvetítésénél a bankok és a nem banki pénzügyi vállalkozások tevékenysége közötti különbségtételt eltűzöttnek tartották (*loanable funds* elmélet). A banki szabályozásnak a nem banki pénzügyi közvetítőkre történő kiterjesztése mellett érveltek.

Az 1960-as évektől napjainkig meghatározó jelentőségű hagyományos főáramú elmélet a bankokat pénzügyi közvetítő intézményekként értelmezi, amelyek az általuk gyűjtött megtakarításokat közvetítik ki a hitelfelvevők felé. Ezzel a tevékenységükkel annyiban teremtenek keresletet, hogy a megtakarítók alacsonyabb fogyasztási hajlandósága miatt kieső keresletet pótolja azok kereslete, akik a hitelt felveszik. Hitelt ugyanis csak az vesz fel, akinek pénzre van szüksége valamilyen tranzakció lebonyolításához, például vásárláshoz. Ezzel nem pénzt teremtenek, és a jövedelemtermeléshez is csak annyiban járulhatnak hozzá, hogy a megtakarítás miatti keresletkiesést némileg mérséklék. E felfogás szerint a bankok a már meglévő pénz felhasználását olajozzák, a tranzakciók lebonyolítását segítik. Az erőforrások felhasználása szempontjából a pénz és a bankok csak tranzakciós szerepet játszanak, ami másodlagos, és a gazdasági egyensúlyt középpontba helyező általános egyensúlyi modellek szempontjából elhanyagolható (Bernanke–Blinder [1988], Bernanke–Gertler [1995], ismerteti Werner [2014], [2016]).

A bankok hitelezési tevékenységét pusztán pénzügyi közvetítő szerepben értelmezve ez az elmélet a bankokat a többi (nem banki) pénzközvetítő szervezettel azonosnak tekintette, és amellet érvelt, hogy a jegybank bankfelügyeleti tevékenységét ezekre a nem banki pénzügyi közvetítőkre is ki kell terjeszteni. A banki tartalékolási rátát középpontba helyező elmélettel szemben ez új elméleti megközelítés volt,

⁹ Ebben a hipotetikus esetben a bankok készpénztartásával nem számoltunk, a bank a teljes betétösszeget hitelnyújtásra és tartalékképzésre használta. Ekkor a multiplikátorként $m = 1/r$ adódik a végtelen sor összegzésében. Ha a bankok készpénztartását is figyelembe vesszük, akkor már jóval kisebb a betétmultiplikáció. A készpénz–betét arányt az (1) összefüggésben megadott módon jelölve a multiplikátor $m = (1 + c)/(c + r)$. Így a betétmultiplikátornak már jóval alacsonyabb értéke adódik a végtelen sor összegképletében, ami azonos a (8) egyenletben szereplő multiplikátorértékkel.

amelynek máig ható sikeres térhódításához hozzájárult *Tobin* [1963] – azt hangsúlyozva, hogy a bankok sem egyedileg, sem pedig a bankpiac összességét tekintve nem teremtenek pénzt, a hitelezés pusztán a megtakarítások közvetítése (*Tobin* [1963] 418. o., *Tobin–Brainard* [1963], idézi *Werner* [2014] 10. o.). Ezt az elméletet azonban éles kritika vonta kétségbe, maga az angol jegybank (Bank of England) is kételyeket fejezett ki vele kapcsolatban (*Jakab–Kumhof* [2015]).

Az endogén pénzelmélet történelmi előzményei

A jegybankok megjelenése előtti időszakban a pénzteremtés az uralkodó pénzverési monopóliumaként működött. Ez még azután is így volt, hogy néhány országban bizonyos funkciókkal központi bankot alapítottak. Ebben az időszakban is gyakran adódott olyan helyzet, hogy az uralkodónak több pénzre lett volna szüksége, mint amennyi előállítását a korlátozottan rendelkezésre álló arany- vagy ezüstdfedezet (de leginkább az adóbevétel) lehetővé tette. A nagyobb hadi események, háborúk gyakran ilyen időszakok voltak. Ekkor az uralkodó általában bankokhoz fordult, és adósságokba verte magát. A bankok által kibocsátott adósságinstrumentumok mögött lehetett valamiféle aranyfedezet vagy tőke, de ennek hiányában sem volt ok az üzlet elvetésére, mert az uralkodó adósszedési joga vagy más bevételi forrása megnyugtató biztosíték lehetett.

Ennél is kézenfekvőbb mód nyílhatott az uralkodó pénzigényének kielégítésére egy jegybank létrehozása révén a bankok által kibocsátott papírpénzrendszer központosításával. Ez a felismerés tükröződik John Law javaslatában, aki kalandos külföldi utazásairól hazatérve Skóciába 1704-ben egy központi bank alapítására tett javaslatot (*Law* [1705]). A skót parlament azonban ezt elvetette.

John Law megítélésével kapcsolatban megoszlanak a vélemények, de az kétségtelen, hogy innovatív és bátor pénzügyi újításaival messze megelőzte a korát. Joseph Schumpeter, a 20. század egyik legjelentősebb közgazdásza, aki szintén aktív bankári tapasztalatokkal rendelkezett fiatalabb korából,¹⁰ John Law-t minden idők legnagyobb pénzügyi gondolkodói között tartotta számon (*Schumpeter* [1954] 294–295. o.).

A kereskedelmi bankok útján történő pénzteremtés abban az időszakban, amikor még központi bankok nem működtek, és a kereskedelmi bankok bocsáthattak ki bankjegyet, nyilvánvalóan olyan napi technikai gyakorlatot képviselt, amihez elvi kétség sem fért. De térjünk rá a 20. század elejének időszakára, amikor a kereskedelmi bankok bankjegykibocsátása nem volt gyakorlat. A kérdés tehát az, hogy a bankjegyet nem kibocsátó kereskedelmi bankok milyen szerepet játszottak a pénzteremtésben. E kérdés irodalmának egy szintén bankári tapasztalatokkal rendelkező kiemelkedő

¹⁰ Joseph Alois Schumpeter 1919-ben 26 évesen töltötte be az osztrák pénzügyminiszteri posztot az egyik rövid életű kormányban, később pedig, 1920-tól 1924-ig a bécsi Biedermann Bank elnöke volt. E banktól jelentős hiteleket felvéve befektetésekbe kezdett, amelyekből fényűző társasági életet tartott fenn. Az 1924. évi válságba belebukott a bank és Schumpeter is.

elméleti képviselője Knut Wicksell.¹¹ *Werner* [2014] idézi (9. o.), hogy Wicksell egy 1907-ben az *Economic Journal*-ban megjelent írásában kifejti: a bankokat a hitelezésben nem korlátozza a tőkájük mennyisége, legalábbis a hitelnyújtás pillanatában egyáltalán nem, mert az ahhoz kapcsolódó kifizetésekhez a pénzt maguk teremtik. Egy tiszta hitelrendszerben, ahol a tranzakciókat a bankok mérlegeiben számolják el, a bank bármikor bármilyen nagyságú hitelt tud nyújtani, ráadásul bármilyen alacsony kamattal (*Wicksell* [1907] 214. o.).

Werner [2014] Wicksell mellett említ számos más neves korai művet, amelyek ezt a nézetet képviselték, köztük *Withers* [1909], [1918], *Schumpeter* [1912/1980], *Moeller* [1925] és *Hahn* [1920], valamint az elődök között *Macleod* [1855–1856/1905].

Schumpeter gazdaságifejlődés-elméletében, amelyet első változatban 1912-ben publikált, központi szerepet játszik a bankok hitelezésen keresztül történő pénzteremtése. Az újdonságot piacra hozó innováció megvalósítására nem lenne esély bankhitel nélkül. A már piacon működő profitábilis vállalkozások ugyanis lekötik az erőforrásokat, ők rendelkeznek az erőforrások megszerzéséhez szükséges tőkével és nyereséggel, és amúgy teljesen ellenérdekeltek is az új bevezetésével szemben, mert az a már meglévő piaci pozícióikat fenyegeti. Az új vállalkozók a hitel révén kapnak lehetőséget. Schumpeter szavait idézve:

„... a hitel lényegét tekintve vásárlóerő-teremtés a vállalkozó számára, de nem egyszerűen meglévő vásárlóerő átengedése. [...] A hitel révén nyílik meg a vállalkozók számára az út a társadalmi jószágfolyamhoz, mielőtt még normális módon igényt támaszthatnának a javakra. A hitel átmenetileg az igény fikciójával helyettesíti magát az igényt. A hitelnyújtás ebben az értelemben a gazdasági rendszernek szóló utasítás arra nézve, hogy a vállalkozó céljaihoz igazodjék; a vállalkozó számára szükséges javaknak szóló utasítással, termelési eszközökkel való ellátással egyenértékű. A tökéletes egyensúly mellett megvalósuló pusztá körfolyamatból csak így bontakozhat ki a gazdasági fejlődés. És ez a funkció a modern hitelkonstrukció alapköve.” (*Schumpeter* [1912/1980] 158. o.)

Schumpeter hitelre vonatkozó nézeteit számos kortársa osztotta Európában és Amerikában is, lásd például *Howe* [1915] és *Hawtrey* [1919] (*Werner* [2014] 4. o.).

Az endogén pénzelmélet modern megközelítésének B. J. Moore az egyik legismertebb korai kidolgozója (*Moore* [1979], [1983], [1986]). *Lavoie* [2014] az elméletnek a makroökómia korunk posztkeynesi elméletébe illesztett tárgyalását mutatja be, valamint *Lavoie–Godley* [2006] az állományok és változásaik konzisztens (*stock-flow consistent*) kezelését elemzi. *Werner* [2005] a japán gazdaságpolitika makroökómiai keretét tárgyalja. A jegybankok működése természetes keretet nyújt az endogén pénzelmélet összefüggéseinek tárgyalására (*Fed Chicago* [1994]) és az utóbbi időben azok népszerűsítésére (*Ábel* [2019], *Ábel és szerzőtársai* [2016], *Kumhof–Jakab* [2016], *Lavoie* [2010], *Tucker* [2007]).

Az endogén pénzelmélet a globális pénzügyi válságot követő események értelmezéséhez hozzájárulva nagy népszerűsége tett szert. Az elmélet hívei gyakran az új

¹¹ Wicksell nagy hatású munkái közül *Gross–Siebenbrunner* [2019] a bankok pénzteremtési elméletével kapcsolatban kiemeli a *Wicksell* [1898], [1935] és [1936] munkákat.

tényezőket hangsúlyozva azt a benyomást keltik, hogy alapvetően új elméleti megközelítéssel van dolgunk. A fentiekben az 1700-as évekre visszanyúló történet ismeretetésével az endogén pénzülmélet egyes elemeinek háttérét, gyakorlati jelentőségét kívántuk megvilágítani. Ebből kitűnik, hogy a mai kor által előtérbe került gyakorlati aktualitások és újdonságok ellenére az elmélet eredetét nehéz lenne egy időszakhoz kötni, de megjelenése bizonyosan a régmúltba nyúlik (Werner [2014], [2016]). E történeti áttekintésből azt is láthatjuk, hogy az idők változásával ezek az elemek más köntösben, más elnevezésekkel és gyakran változó hangsúlyokkal jelentek meg vagy éppen estek ki az érdeklődésből. Ezt értelmezhetjük úgy is, hogy az endogén pénzülmélet olyan alapvető gazdaságelemzési módszert kínál, amelyen évszázadok során sem fogott az idő. A szándéktól függően, ha valaki vitatni kívánja az endogén pénzülméletet, akkor mindezt annak a bizonyítékeként fogalmazhatja meg, hogy ez az elmélet most divatos, holnapra meg el fog tűnni.

A képhez hozzátartozik, hogy említést tegyünk arról is, hogy a magyar közgazdászok között is megtalálhatjuk az endogén pénzülmélet kiváló képviselőit, akik az elmélet számos elemét más elnevezéssel és más gyakorlati összefüggések között már régen alkalmazták. Ők ezt *hitelpénzülméletként* fejtették ki (Riesz [1980], Szász [1991]). Talán a legeredetibb képviselői e megközelítésnek Augusztinovics Mária és Hagelmayer István volt, akik evidenciaként kezelték, hogy a pénz a hitelnyújtással jön létre és a hitel visszafizetésével szűnik meg (Augusztinovics [1963] 26. o., Hagelmayer [1964] 104. o.). Az elméleti kereteknek a monetáris politikára és pénzügyi elemzésekre való alkalmazására jó példát adott Szalkai István [1990] és Tarafás Imre [2001].

A pénzteremtés mechanizmusa

*A kereskedelmi bank hitelnyújtáskor pénzt teremt*¹²

A kereskedelmi bank mérlegét a hitelnyújtás esetében a 2. táblázat mutatja be. A táblázatból láthatjuk, hogy a hitelnyújtás révén a bank mérlegének eszközoldalán az ügyfélhitel megnövekedett 100 egységgel. Ez a növekmény megjelenik a magánszektor mérlegének forrásoldalán hiteltartozás-növekményként. Ez a magánszektor számára további vásárlásokat tesz lehetővé, hiszen a hitelt felhasználhatja. A mérlegekben is látjuk, hogy a mérleg egyik oldalán elszámolt állományváltozás a mérleg másik oldalán is változást okoz bizonyos tételeknél. A bank hitelnyújtása azt jelenti, hogy az ügyfél folyószámláján a bank betétnövekményként írja jóvá a hitelt. Ugyanez a betétnövekedés jelenik meg a magánszektor mérlegének eszközoldalán. Tehát a hiteltranzakció a mérlegeinkben legalább (ez esetben pontosan) négy tétel egyidejű változásával jár együtt.

¹² Az endogén pénzülmélet pénzteremtési mechanizmusát mérlegeken szemléltetve mutatja be Lavoie [2014] tankönyvének negyedik fejezete (182–274. o.). E cikkben a mérlegekkel történő szemléltetés során részletesebben mutatjuk be az endogén pénzülmélet technikai lépéseit az e tankönyv által alkalmazott gondolatmenetet alkalmazva.

2. táblázat

A kereskedelmi bank pénzt teremt

BANKSZÉKTOR	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Hitel (<i>L</i>) + új hitel (100)	Betét (<i>D</i>) + új betét (100)
Tartalék (<i>RE</i>)	Tőke
MAGÁNSZÉKTOR	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Készpénz (<i>CU</i>)	Hitel (<i>L</i>) + új hitel (100)
Betét (<i>D</i>) + új betét (100)	Nettó pénzvagyton

A külső pénz (*CU*, a jegybank által teremtett pénz: készpénz) állományának a változása: 0.

A belső pénz (*D*, a bankok által teremtett pénz: betét) állományának a változása: +100.

Az összes pénzmennyiség ($M = CU + D$) állományának a változása: +100.

Ennél fontosabb következtetést is levonhatunk ebből a tranzakcióból. Az egyik az, hogy a 100 egység hitel az (1) képlettel leírt pénzmennyiséget is megnöveli 100 egységgel, a betét növekményével. Vagyis a kereskedelmi bank a hitelnyújtással pénzt teremt.

A másik fontos következtetés az, hogy a kereskedelmi banknak nincs szüksége sem tőkére, sem előzőleg gyűjtött betéti forrásra ahhoz, hogy ügyfelének hitelt nyújtson, mert a hitelnyújtással egy időben betétet ír jóvá ügyfele nála vezetett számláján.

A kereskedelmi bank így lényegében a semmiből képes pénzt teremteni. E pénzteremtésnek azonban vannak korlátai. Ilyen például a hitelkereslet alakulása. Korlát lehet még sokféle más szabályozási, profitabilitási és likviditási előírás vagy elvárás. Az ügyfél a hitelt felhasználhatja, és ha ebből fizet, akkor olyan változások történhetnek a bank mérlegében, amelyeket a banknak kezelnie kell. Ezeket a változásokat mutatják be a következő részek.

A hitelfelvevő ügyfél felhasználja a hitelt

Ha az ügyfél a hitelét felhasználja, és abból pénzt utal át más vállalat számára, akkor két eset különböztethető meg. Az egyik eset az, amikor mindkét vállalat számláját ugyanaz a bank vezeti. Ebben az esetben az átutalás sem a bank, sem a bankszektor mérlegében nem okoz változást.

Ha a másik vállalat (*B* vállalat) egy másik banknál vezeti a számláját (2. bank), akkor az utalás nyomán az egyedi bankok szintjén történik változás, de a bankszektor szintjén nem. Ezt az esetet szemlélteti a 3. táblázat.

Az *A* vállalat az 1. bankban vezetett számlájáról átutal 100 egységet a *B* vállalat 2. bankjában vezetett számlájára. Ezzel az *A* vállalat betétje a 1. bankban ennyivel csökken, a *B* vállalat 2. bankban levő betétje pedig ennyivel növekszik. A bankszektor egészében az összes betét nem változik. Ebből adódóan a külső pénz mennyisége

3. táblázat

Átutalás más banknál vezetett számlára

1. BANK	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Hitel [$L(1)$]	Betét [$D(1) - 100$]
Tartalék [$RE(1) - 100$]	Tőke (1)
2. BANK	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Hitel [$L(2)$]	Betét [$D(2) + 100$]
Tartalék [$RE(2) + 100$]	Tőke (2)
BANKSEKTOR	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Hitel (L)	Betét [$D = D(1) - 100 + D(2) + 100$]
Tartalék (RE)	Tőke
MAGÁNSZEKTOR	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Készpénz (CU)	Hitel (L)
Betét [$D = D(1) - 100 + D(2) + 100$]	Nettó pénzvagyon

A külső pénz (CU , a jegybank által teremtett pénz: készpénz) állományának a változása: 0. A belső pénz [$D = D(1) + D(2)$, a bankok által teremtett pénz: betét] állományának a változása: 0. Az összes pénzmennyiség ($M = CU + D$) állományának a változása: 0.

sem változik. A bankok közötti átutalást a bankok a jegybanknál vezetett számlájukon írják jóvá, így a jegybanknál elhelyezett tartalék (kötelező tartalék) az átutalást indító banknál csökken, de az átutalás kedvezményezettjénél pedig ugyanennyivel növekszik, vagyis a bankrendszer szintjén nincsen változás.

Az A vállalat készpénzt vesz ki a számlavezető (1.) bankjából

A hitelfelvevő vállalat készpénzben felvesz 50 egységet a folyószámlájáról. Ezzel a magánszektor forgalomban lévő készpénzállománya 50 egységgel növekszik, betétállománya pedig ugyanennyivel csökken. A tranzakció a magánszektor eszközei közötti átcsoportosítás. A készpénzkívét a bankszektor összes betétjének a csökkenése. Példánkban a bankoknál készpénzt nem tüntettünk fel. A bank a kifizetéshez szükséges készpénzt a jegybanktól szerzi be, a jegybanknál tartott tartalékból 50 egységet készpénzre váltva. A betét csökkenésének megfelelő összeggel a belső pénz mennyisége 50 egységgel csökken, a forgalomban lévő készpénz növekedésével pedig a külső pénz mennyisége 50 egységgel növekszik. Az összes pénz mennyisége tehát változatlan marad. A valóságban a bankok tartanak valamennyi készpénzt, hogy az ügyfeleik készpénzfelvételét késedelem nélkül ki tudják szolgálni. Mivel azonban sem

a bankok jegybanknál lévő tartaléka, sem pedig a bankban lévő készpénz nem része a forgalomban lévő pénzmennyiségnek, ezért a tranzakció a pénzmennyiséget nem változtatja meg (4. táblázat).

4. táblázat

Készpénzfelvétel betétből

MAGÁNSZEKTOR	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Készpénz ($CU + 50$)	Hitel (L)
Betét ($D - 50$)	Egyéb/Pénzvagyon
BANKSZEKTOR	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Hitel (L)	Betét ($D - 50$)
Tartalék ($RE - 50$)	Tőke
JEGYBANK	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Államkötvény (B)	Készpénz ($CU + 50$)
	Tartalék ($RE - 50$)

A külső pénz (CU , a jegybank által teremtett pénz: készpénz) állományának változása: $+50$.

A belső pénz (D , a bankok által teremtett pénz: betét) állományának változása: -50 .

Az összes pénzmennyiség ($M = CU + D$) állományának változása: 0 .

A fizetési forgalom és a bank refinanszírozása – bankközi hitel

A 3. táblázatban az ügyfélátutalás az 1. banktól a 2. bankban vezetett számlára a banknak a jegybanknál elhelyezett tartalékszámmlája terhére történt. De mi van, ha ez a számla nem fedezi az átutalandó összeget, mondjuk a 100 átutalásból csak 50-et tud a bank ennek terhére elszámolni, mert a tartalékszámmláján csak ennyi van [$RE(1) = 50$]? Ekkor több lehetősége van forrásszerzésre. Először vizsgáljuk meg a bankközi hitelfelvétel esetét! Az 1. bank a 100 egység átutalásához a 2. banktól felvesz 50 egység bankközi hitelt. Ezzel megnövekszik a tartaléka, és végre tudja hajtani az átutalást. Egy ilyen hitelfelvétel elszámolása ugyanúgy történne, mint az ügyfélhitel, amelyet a 2. táblázatban mutattunk be – azzal az eltéréssel, hogy mind a hitelfelvevő, mind pedig a hitelnyújtó ebben az esetben bank. Ekkor tehát pénzteremtés történne, bár nem a magánszektor hitelállománya, hanem a bankszektor hitel- és betétállománya növekedne meg 50 egységgel. A bankok egymás közötti forráskölcsönzése azonban általában nem ilyen „fedezet nélküli” tranzakció formájában történik, hanem repóügylet formájában. Ekkor a „hitelfelvevő” 1. bank a saját tulajdonában lévő értékpapírokból visszavásárlási megállapodás (repóügylet) keretében elad, vagy inkább átad, ebben az esetben 50 egységet a 2. banknak. Ezzel

a megállapodásban szereplő időtartamig likviddé tette az 50 egység értékpapírját. A bankközi repó elszámolását a számviteli törvény szabályozza. Itt az elvi szemléltetés céljára azt az egyszerűbb esetet mutatjuk be, amikor a hitel–betét ügylet tartalékköteles. A bankközi eset is ilyen lenne, a repóügyletben kölcsönadott forrás azonban nem tartalékköteles, hiszen fedezete van. Esetünkben az 1. bank likviditásnövekménye a jegybanknál vezetett számláján jelenik meg, és az ügyfélátutaláshoz éppen olyan forrást biztosít, mint a tartalékszámáján lévő pénz.

Az 5. táblázatban bemutatott mérlegek alapján látható, hogy az A ügyfél más bankban vezetett számlára történő átutalása a magánszektor betétösszegét és a forgalomban lévő készpénz összegét sem változtatja, így sem a külső, sem a belső pénz mennyisége nem változik a bankközi repótranzakció következtében.

5. táblázat

A bankközi repó

1. BANK	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Hitel [L(1)]	Betét [D(1) – 100]
Államkötvény [B(1) – 50 repó a 2. bankkal]	
Tartalék [RE(1) + 50 bankközi repó elszámolása – 100]	1. tőke
2. BANK	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Hitel[L(2)]	Betét [D(2) + 100]
Államkötvény [B(2) + 50 repó az 1. bankkal]	
Tartalék [RE(2) – 50 bankközi repó elszámolása + 100]	2. tőke
BANKSZÉKTOR	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Hitel(L)	Betét [D = D(1) – 100 + D(2) + 100]
Tartalék [RE = RE(1) + 50 + RE(2) – 50]	Tőke (1. tőke + 2. tőke)
MAGÁNSZÉKTOR	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Készpénz (CU)	Hitel [L = L(1) + L(2)]
Betét [D = D(1) – 100 + D(2) + 100]	Nettó pénzvagyon

A külső pénz (CU, a jegybank által teremtett pénz: készpénz) állományának a változása: 0. A belső pénz ($D = D(1) - 100 + D(2) + 100$, a bankok által teremtett pénz: betét) állományának a változása: 0.

Az összes pénzmennyiség ($M = CU + D$) állományának a változása: 0.

Jegybanki hitel

Az 1. bank az átutaláshoz szükséges hiányzó likviditást a jegybanktól felvett hitellel is biztosítani tudja. Ekkor sem változik sem a forgalomban lévő készpénz (külső pénz), sem a magánszektor összes betétje (belső pénz). Az elszámolásokat a 6. táblázat részletezi.

6. táblázat

A jegybanki hitel

1. BANK	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Hitel [L(1)]	Betét [D(1) – 100 + 50 jegybanki hitelfelvétel]
Tartalék [RE(1) + 50 jegybanki hitel – 100]	1. tőke
2. BANK	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Hitel [L(2)]	Betét [D(2) + 100]
Tartalék [RE(2) + 100]	2. tőke
BANKSZÉKTOR	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Hitel (L)	Betét [D(1) – 100 + D(2) + 100] Jegybanktól felvett likviditási hitel + 50
Tartalék (RE + 50)	Tőke
JEGYBANK	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Államkötvény (B)	Készpénz (CU)
1. banknak nyújtott likviditási hitel + 50	Tartalék (RE + 50)
MAGÁNSZÉKTOR	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Készpénz (CU)	Hitel(L)
Betét [D = D(1) – 100 + D(2) + 100]	Nettó pénzvagyon

A külső pénz (CU, a jegybank által teremtett pénz: készpénz) állományának a változása: 0. A belső pénz [D = D(1) – 100 + D(2) + 100, a bankok által teremtett pénz: betét] állományának a változása: 0.

Az összes pénzmenyiség ($M = CU + D$) állományának a változása: 0.

Banki kötvénykibocsátás

Az 1. bank az átutaláshoz szükséges hiányzó likviditást kötvénykibocsátással is finanszírozhatja. Ekkor példánkban 50 egységért kötvényt ad el, amit a magánszektor vásárol meg. A 7. táblázatban részletezett példánkban a magánszektor a készpénzállományából

az 1. bank kötvényeiből vásárol. A bevételt a bank a jegybanknál elhelyezett tartalékának növelésére használja, ezzel teremti elő a likviditást az *A* ügyfele átutalásának teljesítéséhez. A tranzakció nyomán a forgalomban lévő készpénz állománya csökken 50 egységgel, vagyis a külső pénz mennyisége apad. A magánszektor betétjeiből banki kötvényeket is vásárolhat. Ebben az esetben ezzel a belső pénz (betét) mennyisége ugyanennyivel csökken. Összességében a külső és a belső pénz mennyisége együttesen 50 egységgel zsugorodik a banki kötvényvásárlás következtében.

7. táblázat

A banki kötvénykibocsátás

1. BANK	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Hitel [$L(1)$]	Betét [$D(1) - 100$]
	Banki kötvénykibocsátás + 50
Tartalék [$RE(1) + 50$ banki kötvény eladásából $- 100$]	1. tőke
2. BANK	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Hitel [$L(2)$]	Betét [$D(2) + 100$]
Tartalék [$RE(2) + 100$]	2. tőke
BANKSZEKTOR	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Hitel (L)	Betét [$D(1) - 100 + D(2) + 100$]
Banki kötvénykibocsátás bevétele + 50	Banki kötvénykibocsátás + 50
Tartalék (RE)	Tőke
MAGÁNSZEKTOR	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Készpénz (CU) $- 50$ banki kötvényvásárlás 1. bank kötvénye + 50	Hitel (L)
Betét [$D = D(1) - 100 + D(2) + 100$]	Nettó pénzvagyon

A külső pénz ($CU - 50$, a jegybank által teremtett pénz: készpénz) állományának a változása: -50 . A belső pénz ($D = D(1) - 100 + D(2) + 100$, a bankok által teremtett pénz: betét) állományának a változása: 0.

Az összes pénzmennyiség ($M = CU - 50 + D$) állományának a változása: -50 .

Az államadósság, a jegybank és a külső pénz

A költségvetés (állam) és a jegybank közötti pénzügyi összefüggések egy leegyszerűsített elszámolási keretét a 8. táblázat szemlélteti. Ebben azt feltételezzük, hogy az állam által a költségvetési kiadások fedezésére kibocsátott 100 egység államkötvényt

a jegybank vásárolja meg. E vásárlás során a költségvetés nála vezetett számláján írja jóvá az új kibocsátásért fizetett összeget (100 egységet). E tranzakció során az államkötvény-kibocsátást (eladást) az állam adóztatási képessége teszi lehetővé. Ez garantálja, hogy a kibocsátott állampapír kamatát és lejáratkori visszavásárlását az állam ki tudja fizetni, mert az ehhez szükséges pénzt adókból biztosítani tudja. Ez a megfontolás az alapja az úgynevezett kartalista pénzelméletnek, amelynek klasszikus kifejtése *Knapp* [1891/1924] államipénz-elméletében található.¹³

8. táblázat

A jegybank és a költségvetés elszámolása

JEGYBANK

<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Államkötvény (B) + 100	Készpénz (CU)
	Tartalék (RE)
	Költségvetési számla + 100

ÁLLAM

<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Hatalom (adóztatás)	Államkötvény (B) + 100
Költségvetési számla + 100	

A külső pénz (CU, a jegybank által teremtett pénz: készpénz) állományának a változása: 0.
 A belső pénz (D, a bankok által teremtett pénz: betét) állományának a változása: 0.
 Az összes pénzmennyiség ($M = CU + D$) állományának a változása: 0.

A 8. táblázatban leírt tranzakció még nem eredményez változást a forgalomban lévő pénz mennyiségében, ezért sok megközelítés eleve azt javasolja, hogy a jegybankot és a költségvetést összevontan egy mérlegben szerepeltessük. A mai költségvetési szabályok kifejezetten tiltják, hogy a jegybank közvetlenül a kibocsátótól vásároljon állampapírt, így a gyakorlatban a táblázatban leírt tranzakció nem vagy ritkán fordul elő. Az új kibocsátású állampapírt a magánszektor vásárolja meg, amit később a jegybank már megvehet a magánszektortól. A 9. táblázat azt mutatja be, hogy az állam 100 egység új állampapírt ad el a magánszektornak, és az ezért kapott összeget (100 egységet) a jegybanknál vezetett költségvetési számláján helyezi el. A magánszektor esetében az államkötvényvásárlás portfólióátrendezéssel egyenértékű. A magánszektor a kötvényekért a betétekből történő átutalással fizet. A bankszektorban ez az átutalás a bankoknak a jegybankban vezetett tartalékszámájuk egyenlegcsökkenésében jelenik meg, továbbá a bankok forrásoldalán a magánszektor betétjeinek ugyanekkora mérséklődésével jár. A forgalomban lévő készpénz állománya nem változik, így a külső pénz állománya változatlan. A magánszektor betétjeinek csökkenése miatt a belső pénz 100 egységgel esett vissza.

¹³ A kartalista pénzelmélet (államipénz-elmélet) szerint – szemben a metallista pénzelmélettel – a pénzteremtést az állam adóztatási képessége teszi lehetővé (*Knapp* [1891/1924]). Pénz az, amit az állami hivatalokban elfogadnak az állammal szembeni kötelezettségek teljesítésére fizetőeszközként. A döntő az elfogadás, nem a kibocsátás formája.

9. táblázat

Állampapír kibocsátása, amelyet a magánszektor vásárol meg

MAGÁNSZEKTOR	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Készpénz (CU)	Hitel (L)
Betét (D) – 100	Egyéb/Pénzvagyon
Államkötvény + 100	
BANKSZEKTOR	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Hitel (L)	Betét (D) – 100
Tartalék (RE) – 100	Tőke
JEGYBANK	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Államkötvény (B)	Készpénz (CU)
	Tartalék (RE) – 100
	Költségvetési számla + 100
ÁLLAM	
<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Hatalom (adóztatás)	Államkötvény (B) + 100
Költségvetési számla + 100	

A külső pénz (CU, a jegybank által teremtett pénz: készpénz) állományának a változása: 0. A belső pénz (D – 100, a bankok által teremtett pénz: betét) állományának a változása: –100. Az összes pénzmennyiség ($M = CU + D - 100$) állományának a változása: –100.

A költségvetés a számláján megjelenő összeg elköltésével azonban növeli a forgalomban lévő pénz mennyiségét. Tegyük fel, hogy az összeg felét a vállalatokkal szemben vállalt költségvetési kötelezettségek teljesítésére fordítja számlaátutalással, ami a magánszektor betétjeit 50 egységgel növeli. A másik felét pedig bérkifizetésekre fordítja készpénzfelhasználással (10. táblázat). E bevételek a magánszektor mérlegének forrásoldalán az egyéb pénzvagyon 100 egységnyi növekedésében jelennek meg. Ebben a példában az egyszerűség kedvéért a bankok fölös jegybanki tartalékban helyezik el a betétek növekményét. Az esetleges hitelezési multiplikáció kibontása megbonyolítaná a szemléltetést. E tranzakciók révén a jegybank forrásoldalán a készpénz és a tartalék növekszik 50-50 egységgel, a költségvetési számla egyenlege pedig csökken 100 egységgel.

A fenti példák azt szemléltetik, hogy a magánszektor számára kibocsátott állampapírokkal finanszírozott állami kiadások nem változtatják az összes pénzmennyiséget. Ha azonban a jegybank közvetlenül vásárolja meg a kötvényeket, akkor az ebből származó bevétel elköltése növeli a pénzmennyiséget (pénzteremtés történik).

10. táblázat

A banki pénzteremtés a költségvetési kifizetések lebonyolításával

MAGÁNSZEKTOR

<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Készpénz (CU) + 50	Hitel (L)
Betét (D) – 100 + 50	Egyéb/Pénzvagyon + 100
Államkötvény + 100	

BANKSZEKTOR

<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Hitel (L)	Betét (D) – 100 + 50
Tartalék (RE) – 100 + 50	Tőke

JEGYBANK

<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Államkötvény (B)	Készpénz (CU) + 50
	Tartalék (RE) – 100 + 50
	Költségvetési számla + 100 – 50 – 50

ÁLLAM

<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Hatalom (adóztatás)	Államkötvény (B) + 100
Költségvetési számla + 100 – 50 – 50	Fizetési kötelezettség a vállalatok számára: –50
	Bértartozás a lakosság számára: –50

A külső pénz (CU + 50, a jegybank által teremtett pénz: készpénz) állományának a változása: +50.

A belső pénz (D + 50, a bankok által teremtett pénz: betét) állományának a változása: +50.

Az összes pénzmennyiség ($M = CU + 50 + D + 50$) állományának a változása: +100.

A válság és a helikopterpénz

A költségvetési hiánnyal kapcsolatban az általános vélekedés az, hogy az államra ugyanolyan költségvetési korlát vonatkozik, mint a háztartásokra: előbb kell megszereznie azt, amit elkölt. De van egy nagy különbség. Az állam nyomtathat pénzt, a háztartás nem. Sőt az állam előbb költ, és ennek révén hozza forgalomba az általa teremtett pénzt, és csak utána tesz szert adóbevételekre, amivel azt kivonja a forgalomból.

Az természetesen nem igaz, hogy a költségvetés anélkül költhet, hogy a számláján pénz lenne. A költségvetés is csak azt tudja átutalni, ami a számláján van, azonban az állam a jegybankon vagy a magánszektor számára történő állampapír-kibocsátáson keresztül anélkül tudja növelni a számláján levő egyenleget, hogy előbb az adókat kellene beszednie. A pénzteremtés folyamata a gazdaság intézményi jellemzőit tükrözi. Szigorúan szabályozott számviteli előírások keretében történik, ami természetesen

a költségvetésre nézve is érvényes. Amíg a mai intézményi jellemzők és szabályok érvényesek, addig ez sok szempontból korlátot képezhet.

A modern gazdaságban a pénz 90-95 százaléka belső pénz, amelynek mennyiségét a piac a konjunktúra alakulásától függően alakítja. Ha a magánszektor tömegesen kénytelen leépíteni adósságát, visszafizetni hiteleit, az csökkenti a pénzmennyiséget, rontja a konjunkturális kilátásokat. Ezt lehetett tapasztalni a legutóbbi globális pénzügyi válság idején. A koronavírus-járvány által kiváltott válság is hasonló következményekkel járt. A konjunktúra élénkítése érdekében költségvetési beavatkozásra van szükség. A költségvetési hiányon keresztül elérhető pénzmennyiség-növekedésnek azonban sok korlátja lehet, ami miatt reménytelennek tűnhet, hogy az állam a belső pénz zsugorodását a külső pénz teremtésével ellensúlyozza. Ezért felvetődik, hogy a jegybank válságban esetleg közvetlenül, a magánszektornak juttatott, úgynevezett helikopterpénz segítségével élénkíthetné a konjunktúrát. A 11. táblázatból látható, hogy a helikopterpénz kibocsátása a jegybank forrásoldali elszámolásaiban történő átcsoportosítás. Végső soron a jegybank törvényben rögzített későbbi feltőkésítési kötelezettsége miatt ugyanolyan költségvetési következményekkel jár, mint amikor a költségvetés állampapírt bocsát ki.

11. táblázat

A helikopterpénz elszámolása a jegybank mérlegében

MAGÁNSZEKTOR

<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Készpénz (CU) + 100	Hitel (L)
Betét (D)	Egyéb/Pénzvagyon + 100

JEGYBANK

<i>Eszköz</i>	<i>Forrás</i>
Államkötvény (B)	Készpénz (CU) + 100
	Tartalék (RE)
	Kormány számlája (+ 100 – 100)
	Jegybanki tőke – 100

A külső pénz (CU + 50, a jegybank által teremtett pénz: készpénz) állományának a változása: +100.

A belső pénz (D + 50, a bankok által teremtett pénz: betét) állományának a változása: 0.

Az összes pénzmennyiség ($M = CU + 50 + D + 50$) állományának a változása: +100.

Az államkötvény-kibocsátást követően a jegybank a másodpiacon felvásárolhatja a kötvényeket, vagy hitelt nyújthat a bankoknak arra, hogy vegyék meg azokat. Ekkor a jegybank mérlegének eszközoldalán megjelenik a megvásárolt kötvényállomány vagy az erre a célra a bankoknak nyújtott hitelkövetelés. A költségvetés a számláján megjelenő kibocsátási bevétel költségével külső pénzt teremt. A pénzteremtés a jegybank mérlegének forrásoldalán jelenik meg.

Ebben esetben a jegybank mérlegfőösszege a helikopterpénz mennyiségének megfelelő pénzteremtéssel megnő a forrásoldalon, az eszközoldalon pedig a vásárolt

államkötvény állományával vagy az ezt megvásárló kereskedelmi bankok hiteltartozása növekményével. A költségvetés adósságállománya a helikopterpénz finanszírozása érdekében kibocsátott állampapír mennyiségével megnő. A magánszektor készpénzállománya ugyanúgy megemelkedik 100 egységgel, mint az előző esetben.

Az csak átmeneti látszat, hogy a jegybank helikopterpénz-akciója nyomán végbe menő pénzteremtés miatt nem történt növekedés az államadósságban. A kötvénykibocsátással lebonyolított esetben szembe tűnő az adósságnövekedés. A két esetben azonos a magánszektor készpénz- (vagy betét-) állományának és a jegybank monetáris bázisának a növekedése. A monetáris bázis növekedésével emelkedik az állam (jegybank) magánszektorral szemben fennálló adóssága. Mivel az állam áll a jegybank mögött is, az első esetben a jegybank tőkevesztését is az államnak kell pótolnia, így ez a lépés az adósságnövekedéssel egyenértékű számára. A helikopterpénz-konstrukció – bárhogyan is történik annak a lebonyolítása – mindenképpen államadósság-növekedéssel egyenértékű.

A gazdaságpolitika új megvilágításban

A 2007 és 2009 közötti nemzetközi pénzügyi és gazdasági, valamint a koronavírus-járvány által kiváltott válság hatására jelentős mértékben átalakult, illetve megújult a gazdaságpolitika eszköztára (ezt az *Economist* [2020] részletesen bemutatja), aminek nyomán előtérbe került az endogén pénzelmélet mint a modern monetáris elmélet egyik alkalmazási területe. A makroökómia gazdaságpolitikai keretének megújítására a nagyobb válságokkal és a gazdaság átalakulásával összefüggésben a történelemben korábban is voltak példák. Érdekes egybeesés a mai helyzettel, hogy az első világháború utáni spanyolnátha-világjárvány hatásaival és következményeivel párhuzamba hozható az elméletnek az a megújulási igénye, amely teret engedett ennek a változásnak egy, a közgazdaságtanban a klasszikus iskolák által uralt tudományos közegben. Érdemes felidézni, hogy a makroökómia létrejötté maga is az 1929–1933. évi nagy gazdasági világválsághoz kapcsolódott, ennek hatására született meg John Maynard Keynes műve a foglalkoztatásról, a kamatról és a pénz általános elméletéről (*Keynes* [1936/1965]). Az 1940-es évektől kezdődően ez a mű alapozta meg a gazdaságpolitika alakítását. A második világháború utáni helyreállítás és az azt követő fellendülés állami segítséggel, a gazdasági ciklusokba való aktív beavatkozás révén valósult meg. Ehhez hatékony elméleti keretül szolgált Keynesnek a munkahelyteremtésre és a teljes foglalkoztatás útjában álló akadályok kezelésére irányuló javaslatai.

A klasszikus közgazdaságtan által középpontba állított önkorrekciós mechanizmusok ehhez nem bizonyultak alkalmasnak. A klasszikus tanítás szerint a kamat rugalmas alakulása biztosítja a megtakarítások és a beruházások egyensúlyát.¹⁴ Keynes erről röviden azt tartotta fontosnak, hogy az egyensúly bármilyen kamatszinten létrejön, de őt magát csak az az egyensúly érdekelté, amely a teljes foglalkoz-

¹⁴ A hagyományos felfogást uraló kamatelméletek kritikáját mutatta be *Ábel-Lehmann* [2019] és *Ábel és szerzőtársai* [2019].

tatást biztosítja. A gazdaságban ehhez átgondolt gazdaságpolitikai korrekcióra van szükség, mert az önkorrekciós mechanizmusok recesszióhoz vezethetnek. A gazdaságpolitikát ekkor a költségvetési eszközök széles körű alkalmazása jellemezte. E gyakorlat azonban kudarcba fulladt az 1970-es évek recessziója idején. A kiadások növelése az inflációt fokozta, a munkanélküliség pedig magas szinten maradt, mivel a gazdaság stagnált (stagfláció).

Sem a keynesi recept, sem a klasszikus keret nem segített, mivel ezek is azt feltételezték, hogy a munkanélküliség és az infláció között negatív a korreláció, mert a munkanélküliség növekedése visszafogja a keresletet is. Milton Friedman monetarizmus új megközelítést képviselt azzal, hogy a foglalkoztatási megfontolásokat mellőzték, és a költségvetési költségeket visszafogták. A monetáris restriktiót az 1980-as évek során a Paul Volcker vezette Fed sikerrel alkalmazta az infláció letörésére. Azzal nem törődtek, hogy ez mély recesszióhoz és 10 százalékot meghaladó munkanélküliséghez vezetett. A friedmani monetáris politika alkalmazása a magas munkanélküliség miatt a gyakorlatban megbukott, de azután is hosszú ideig uralta az elméletet, ugyanis az elmélet eleve számolt ezekkel a következményekkel. A gazdaságpolitika azonban akkor vállalhatónak vélte e kedvezőtlen következményeket annak érdekében, hogy a stabil árak révén a gazdaság jól működhessen. A társadalmi egyenlőtlenség kezeléséhez alkalmazható beavatkozást ez a nézetrendszer károsnak tekintette.

Paul Volcker Fed-elnök friedmani kísérletének bukása ellenére a monetáris politikában ezután is hosszú ideig ebben az elméleti keretben gondolkodtak, azaz a gazdaságpolitika a költségvetési eszközök kordájában tartása mellett a monetáris politikára helyezte a hangsúlyt. Az 1980-as évek után előrelépés volt, hogy bár a gazdaságpolitikát továbbra is a neoklasszikus elmélet keretei határozták meg, de a monetáris politikában felhagytak a pénzmennyiség szabályozásával, helyette a rövid távú kamatok alakítására összpontosult a figyelem (Ábel [2019]). Ezt az áttérést nem az elmélet változása, hanem a gyakorlatban a pénzpiacok és a pénzügyi szolgáltatások fejlődése kényszerítette ki, aminek következtében a jegybankok elveszítették a pénzmennyiség alakulása feletti irányítást.

A 2007 és 2009 közötti nemzetközi pénzügyi és gazdasági válságra a monetáris politika a kamatok gyors csökkentésével reagált. A jegybanki alapkamat hamar a nulla szint közelébe süllyedt. A válságkezeléshez szükséges további lépéseket a jegybankok mennyiségi lazítása fémjelezte (Fiebiger–Lavoie [2021]). Ez azonban nem volt elég hatásos a hosszú ideig tartó stagnálás elkerüléséhez. A gazdaságpolitika hagyományos monetáris politikai eszközei nem bizonyultak elegendőnek, és egyre inkább nyilvánvalóvá vált, hogy a recesszióból való kilábalás gyorsítása érdekében költségvetési eszközökre is szükség van. A koronavírus-járvány következményei még élesebben vetették fel ezt a kérdést.

Napjainkban ismét paradigmaváltás tanúi lehetünk, de most nem arról van szó, hogy a monetáris politikával szemben ismét a keynesi költségvetési szempontok kerülnének előtérbe, hanem inkább arról, hogy egy új pénzügyelmélet keretében a monetáris és a költségvetési szempontok egyaránt fontos szerepet játszanak. Leegyszerűsítve: a monetáris politika a kamatok alacsonyan tartásán őröködik, és ezzel szolgálja a költségvetési intézkedések érvényre jutását. Ez lényeges különbség a 2000-es években

elterjedt gyakorlattal szemben, amikor a monetáris politika a kamatok emelésével igyekezett visszafogni a kormányzatok túlköltési hajlamából fakadó deficitet. Az intézményesült korlátok közé szorított költségvetési politika nem volt képes érdemben támogatni a recesszióból való kilábalást.

A monetáris politika ugyanakkor önmagában nem volt eléggé sikeres a konjunktúra élénkítésében, ebben a költségvetési politikára kellett volna támaszkodnia. A változás nem pusztán abban nyilvánul meg, hogy jelenleg a költségvetési expanziót a kamatok tartósan alacsony szintje teszi lehetővé. Ennél többről van szó. Az új elmélet azt igazolja, hogy a költségvetési deficit vállalásának igazi korlátja nem a finanszírozás, hanem a gazdaságban mozgósítható tartalékok és szabad kapacitások rendelkezésre állása. A jegybank a költségvetési deficit finanszírozásán keresztül teremt pénzt (külső pénz), de ez inflációhoz vezet, ha olyan projekteket finanszíroznak belőle, amelyek nem a kínálatot, hanem az áruhiányt növelik (Ábel [2020]). A költségvetési kiadásokra nézve nagyon erős gazdasági korlát, hogy csak ott és olyan projektekre szabad költeni, ahol az szabad kapacitásokat mozgósít, és nem teremt áruhiányt. Az elhibázott költségvetési költségek az infláció gyorsulása jelzi. A deficitnek tehát az infláció a korlátja, nem pedig a pénzteremtés.

Hivatkozások

- ÁBEL ISTVÁN [2019]: Pénz és kamat. Prosperitas Monográfiák. Budapesti Gazdasági Egyetem, Budapest, <http://dx.doi.org/10.29180/Penz-es-kamat.2019>.
- ÁBEL ISTVÁN [2020]: A gazdaságpolitika újragondolása és a válság. *Külgazdaság*, 64. évf. 9–10. sz. 90–104. o. <https://doi.org/10.47630/KULG.2020.64.9-10.90>.
- ÁBEL ISTVÁN–LEHMANN KRISTÓF [2019]: Real and Monetary Theories of the Interest Rate. *International Journal of Political Economy*, Vol. 48. No. 4. 353–363. o. <https://doi.org/10.1080/08911916.2019.1693159>.
- ÁBEL ISTVÁN–LEHMANN KRISTÓF–TAPASZTI ATTILA [2016]: A pénz és a bankok ellentmondásos kezelése a makroökonómiában. *Hitelintézeti Szemle*, 15. évf. 2. sz. 33–58. o. <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/abel-istvan-lehmann-kristof-tapaszti-attila.pdf>.
- ÁBEL ISTVÁN–LÓGA MÁTÉ–NAGY GYULA–VADKERTI ÁRPÁD [2019]: Rántsuk le a fátylat a kamatról! *Hitelintézeti Szemle*, 18. évf. 3. sz. 29–51. o. <http://doi.org/10.25201/HSZ.18.3.2951>.
- ANDERSON, R. G.–KAVAJECZ, K. A. [1994]: A Historical Perspective on the Federal Reserve's Monetary Aggregates: Definition, Construction and Targeting. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, március–április, 1–31. o. <https://fraser.stlouisfed.org/title/820/item/24579/toc/500070>.
- AUGUSTINOVICS MÁRIA [1963]: Pénzügyek a szocializmusban. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- BATTILOSSI, S.–CASSIS, Y.–YAGO, K. [2018]: *Handbook of the History of Money and Currency*. Springer Nature.
- BERNANKE, B. [2006]: Monetary aggregates and monetary policy at the Federal Reserve – a historic perspective. Speech at Fourth ECB Central Bank Conference „The role of money: money and monetary policy in the twenty-first century”. Frankfurt am Main, november 10. *BIS Review*, 110/2006, <https://www.bis.org/review/r061116a.pdf>.

- BERNANKE, B. S.–BLINDER, A. [1988]: Credit, money, and aggregate demand. *The American Economic Review*, Vol. 78. No. 2. 435–439. o. <https://www.jstor.org/stable/1818164>.
- BERNANKE, B. S.–GERTLER, M. [1995]: Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9. No. 4. 27–48. o. <https://doi.org/10.1257/jep.9.4.27>.
- BINDSEIL, U. [2019]: Some Pre-1800 French and German Central Bank Charters and Regulations. Április 27. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3177810>.
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM [1943]: Banking and Monetary Statistics, 1914–1941. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington.
- BORDO, M. D.–SIKLOS, P. L. [2018]: Central banks: evolution and innovation in historical perspective. Megjelent: *Edvinsson, R.–Jacobson, T.–Waldenström, D.* (szerk.) [2018] 26–89. o.
- CURRIE, L. [1935]: *The Supply and Control of Money in the United States*. 2. kiadás, Harvard University Press, Cambridge.
- ECONOMIST [2020]: The COVID-19 pandemic is forcing a rethink in macroeconomics. *The Economist*, július 25. <https://www.economist.com/briefing/2020/07/25/the-covid-19-pandemic-is-forcing-a-rethink-in-macroeconomics>.
- EDVINSSON, R.–JACOBSON, T.–WALDENSTRÖM, D. (szerk.) [2018]: *Sveriges Riksbank and the history of central banking*. Cambridge University Press, Cambridge.
- FED CHICAGO [1994]: *Modern Money Mechanics. A Workbook on Bank Reserves and Deposit Expansion*. Federal Reserve Bank of Chicago, https://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/4/4a/Modern_Money_Mechanics.pdf.
- FIEBIGER, B.–LAVOIE, M. [2021]: Central bankers and the rationale for unconventional monetary policies: reasserting, renouncing or recasting monetarism? *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 45. No. 1. 37–59. o. <https://doi.org/10.1093/cje/beaa035>.
- GROSS, M.–SIEBENBRUNNER, C. [2019]: Money Creation in Fiat and Digital Currency Systems. IMF Working Papers, No. 285. <https://doi.org/10.5089/9781513521565.001>.
- GURLEY, J. G.–SHAW, E. S. [1955]: Financial aspects of economic development. *The American Economic Review*, Vol. 45. No. 4. 515–538. o.
- GURLEY, J. G.–SHAW, E. S. [1956]: Financial intermediaries and the saving-investment process. *The Journal of Finance*, Vol. 11. No. 2. 257–276. o.
- GURLEY, J. G.–SHAW, E. S. [1960]: *Money in a theory of finance*. The Brookings Institution, Washington, DC.
- HAGELMAYER ISTVÁN [1964]: *Pénz a szocializmusban. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest*.
- HAHN, A. C. [1920]: *Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits*. J. C. B. Mohr, Tübingen.
- HAWTREY, R. G. [1919]: *Currency and Credit*. Longmans, Green and Co., London.
- HOWE, R. H. [1915]: *The Evolution of Banking: A study of the development of the credit system*. C. H. Kerr & Company, Chicago.
- JAKAB ZOLTÁN–KUMHOF, M. [2015]: Banks are not intermediaries of loanable funds – and why this matters. Bank of England Working Paper, No. 529. <https://www.bankofengland.co.uk/working-paper/2015/banks-are-not-intermediaries-of-loanable-funds-and-why-this-matters>.
- KALDOR, N. [1982]: *The Scourge of Monetarism*. Oxford University Press, Oxford.
- KEYNES, J. M. [1936/1965]: *A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest*.
- KNAPP, G. F. [1891/1924]: *The State Theory of Money*. Macmillan & Company, London, <https://socialsciences.mcmaster.ca/econ/ugcm/3ll3/knapp/StateTheoryMoney.pdf>.

- KUMHOF, M.–JAKAB ZOLTÁN [2016]: The Truth about Banks. *Finance & Development*, Vol. 53. No. 1. 51–53. o. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2016/03/kumhof.htm>.
- LAVOIE, M. [2010]: Changes in central bank procedures during the subprime crisis and their repercussions on monetary theory. *International Journal of Political Economy*, Vol. 39. No. 3. 3–23. o. <https://doi.org/10.2753/IJP0891-1916390301>.
- LAVOIE, M. [2014]: *Post-Keynesian Economics. New Foundations*. Edward Elgar Publishing Ltd., Cheltenham, <https://doi.org/10.4337/9781783475827>.
- LAVOIE, M.–GODLEY, W. [2006]: Features of a realistic banking system within a Post-Keynesian stock-flow consistent model. Megjelent: *Setterfield, M. (szerk.): Complexity, Endogenous Money and Macroeconomic Theory. Essays in Honour of Basil J. Moore*. Edward Elgar Publishing, 251–268. o. <https://doi.org/10.4337/9781847203113.00025>.
- LAW, J. [1705]: *Money and Trade Considered: with a Proposal for Supplying the Nation with Money*. R. & A. Foulis, Glasgow, <https://archive.org/details/moneytradeconsid00lawj/page/n5/mode/2up>.
- MACLEOD, H. D. [1855–1856/1905]: *The Theory and Practice of Banking*. Vol. I–II. Longman, Greens and Co., London.
- MANKIW, N. G. [2010]: *Macroeconomics*. 7. kiadás, Worth Publishers, New York.
- MARSHALL, A. [1888]: *Report by the Gold and Silver Commission of 1887*. Houses of Parliament, London.
- Marshall, A. [1890]: *Principles of Economics*. Macmillan and Co., London.
- MCLEAY, M.–RADIA, A.–THOMAS, R. [2014]: Money in the Modern Economy: An Introduction. *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 54. No. 1. 14–27. o. <https://www.bankofengland.co.uk/quarterly-bulletin/2014/q1/money-in-the-modern-economy-an-introduction>.
- MOELLER, H. [1925]: *Die Lehre vom Gelde*. Quelle und Meyer, Lipcse.
- MOORE, B. J. [1979]: The endogenous money stock. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 2. No. 1. 49–70. o. <https://doi.org/10.1080/01603477.1979.11489137>.
- MOORE, B. J. [1983]: Unpacking the Post Keynesian black box: Bank lending and the money supply. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 5. No. 4. 537–556. o. <https://doi.org/10.1080/01603477.1983.11489391>.
- MOORE, B. J. [1986]: How credit drives the money supply: the significance of institutional developments. *Journal of Economic Issues*, Vol. 20. No. 2. 443–452. o. <https://doi.org/10.1080/00213624.1986.11504515>.
- PHILLIPS, C. A. [1920]: *Bank Credit*. Macmillan and Co., New York.
- RIESZ MIKLÓS [1980]: *Pénzforgalom és hitel*. Tankönyvkiadó, Budapest.
- SAMUELSON, P. [1948]: *Economics*. McGraw-Hill, New York.
- SAMUELSON, P.–NORDHAUS, W. [1995/2016]: *Közgazdaságtan*. Akadémiai Kiadó, Budapest, <https://doi.org/10.1556/9789630597814>.
- SCHUMPETER, J. A. [1912/1980]: *A gazdasági fejlődés elmélete*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- SCHUMPETER, J. A. [1954]: *History of Economic Analysis*. Oxford University Press, New York.
- SIKLOS, P. L. [2001]: *Money, banking and financial institutions: Canada in the global environment*. 3. kiadás, McGraw-Hill Ryerson, Toronto.
- SIKLOS, P. L. [2002]: *The Changing Face of Central Banking*. Cambridge University Press, Cambridge, Mass.
- SZALKAI ISTVÁN [1990]: *A monetáris irányítás. Elmélet és gyakorlat*. Bankárképző Könyvek. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- SZÁZ JÁNOS [1991]: *Hitel, pénz, tőke*. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.

- TARAFÁS IMRE [2001]: A monetáris politika a nagy válságtól az ingatag pénzpiacokig. Aula, Budapest.
- TOBIN, J. [1963]: Commercial banks as creators of 'money'. Megjelent: *Carson, D.* (szerk.): Cowles foundation paper 205. Banking and Monetary Studies. Irwin, Homewood.
- TOBIN, J.–BRAINARD, W. C. [1963]: Financial intermediaries and the effectiveness of monetary controls. *American Economic Review*, Vol. 53. 383–400. o. <http://www.jstor.org/stable/1823880?origin=JSTOR-pdf>.
- TUCKER, P. [2007]: Money and credit: Banking and the macroeconomy. Speech at Monetary Policy and the Markets Conference, Bank of England, <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2007/money-and-credit-banking-and-the-macroeconomy>.
- UGOLINI, S. [2018]: The Historical Evolution of Central Banking. Megjelent: *Battilosi, S.–Cassis, Y.* (szerk.): *Handbook of the History of Money and Currency*. Springer Nature, 978–981. o. https://doi.org/10.1007/978-981-10-0622-7_31-1.
- WERNER, R. A. [2005]: New paradigm in macroeconomics: solving the riddle of Japanese macroeconomic performance. Palgrave MacMillan, London, <https://www.palgrave.com/gp/book/9781403920737>.
- WERNER, R. A. [2014]: Can banks individually create money out of nothing? The theories and the empirical evidence. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 36. 1–19. o. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2014.07.015>.
- WERNER, R. A. [2016]: A lost century in economics: Three theories of banking and the conclusive evidence. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 46. 361–379. o. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.08.014>.
- WICKSELL, K. [1898]: *Geldzins und Güterpreise: Eine Studie über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen*. Fischer, Jena. <https://doi.org/10.11588/diglit.22270#0007>.
- WICKSELL, K. [1907]: The influence of the rate of interest on prices. *Economic Journal*, Vol. 17. 213–220. o.
- WICKSELL, K. [1935]: *Lectures on Political Economy, Volume II: Money*. George Routledge & Sons, London.
- WICKSELL, K. [1936]: *Interest and Prices (Geldzins und Güterpreise). A Study of the Causes Regulating the Value of Money*. Macmillan, New York. <https://doi.org/10.1111/j.2397-2335.1936.tb04433.x>.
- WITHERS, H. [1909]: *The meaning of money*. Smith, Elder & Co., London.
- WITHERS, H. [1918]: *The business of finance*. John Murray, London.
- YOHE, W. P. [1995]: *Interactive Money and Banking: A Microcomputer Approach*. Blackwell, Oxford.