

A LIKVIDITÁSI CSAPDA ELMÉLETI ALAPJAI NYOMÁBAN

IN THE WAKE OF THE THEORETICAL FOUNDATIONS OF LIQUIDITY TRAP

Novák Zsuzsanna¹, Tatay Tibor²

¹PhD, egyetemi adjunktus, Budapesti Műszaki és Gazdaságtudományi Egyetem, Budapest
novak@finance.bme.hu

²PhD, egyetemi docens, Dr. habil., Széchenyi István Egyetem Gazdasági Elemzések Tanszék, Győr
tatay@sze.hu (levelező szerző)

ÖSSZEFOGLALÁS

Az 1929–33-as világválságot követően John Maynard Keynes szakított a munkáit megelőző tanokkal, amelyek szerint a gazdaság működésére a pénz jelenléte nem gyakorol hatást. Az 1936-ban megjelent általános elméletében bevezetett egy, a kamatlábtól függő likviditásfüggvényt, rámutatva a pénz és a kamatlábak gazdaságra gyakorolt hatására. Megfogalmazta azt is, hogy létezhet egy olyan kamatkorlát, amely alatt a pénz kereslete végtelenné válik.

A likviditási csapda John Hicks grafikus értelmezésével vált a közgazdászok körében jól ismert gazdasági törvényszerűséggé. Hicks szerint a kamatok gazdaságra gyakorolt hatásának iránya viszonylag jól megbecsülhető, a mértéke a kockázatok miatt kevésbé megbízható. Véleménye szerint árszínvonal-emelkedés esetén a növekvő kamatlábak megfelelő korrekciós mechanizmust idézhetnek elő antiinflációs hatásuk révén, deflációs időszakban a kamat alsó korlátja gátja lehet az árszínvonal stabilizálásának.

A kamatlábak alakulásának hatásairól, a pénz szerepéről az 1930-as évektől sincs egyöntetű elméleti álláspont. Mindemellett a monetáris politikai beavatkozásokkal, így különösen a kamatpolitika hatásosságával kapcsolatos elméleti viták az alkalmazott gazdaságpolitikai lépésekre is erőteljes hatást gyakorolnak. A viták alapját, Keynes és Hicks értelmezéseinek főbb pontjait foglaljuk össze tanulmányunkban.

ABSTRACT

After the 1929/33 crisis John Maynard Keynes abandoned the theses formed earlier than his, according to which the presence of money does not affect economic processes. In the General Theory published in 1936 he introduced an interest dependent liquidity function pointing at the impact mechanism of money and interest on the economy. He also conceived, however, that there might exist a lower interest rate limit under which money demand becomes infinite.

The liquidity trap became an economic law with the graphical interpretation of John Hicks. According to Hicks, the direction of the effects of interest rates on the economy can be relatively well estimated, whereas their scale is less reliable due to risks. In his view, interest rates can generate an adequate corrective mechanism thanks to their antiinflationary impact in times of rising price level, the lower bound of interest rates can, in contrast, be a hurdle to price level stability in deflationary periods.

The uniform theoretical standpoint has been formed on the effects of changing interest rates and the role of money since the 1930's. Nevertheless, theoretical disputes around the effectiveness of monetary policy, especially interest rate policy, exercise a great influence on the economic policy measures adopted as well. The matter of the disputes, the main points of the theory of Keynes and Hicks are discussed in the paper.

Kulcsszavak: money demand, lower interest rate bound, deflation, expectations, monetary policy

Kulcsszavak: pénzkereslet, alsó kamatkorlát, defláció, várakozások, monetáris politika

BEVEZETÉS

A 2008-as pénzügyi válság kitörése után számos jegybank kamatcsökkentésbe kezdett. A kamatlábak a nulla szintre csökkentek, sőt negatívvá váltak több országban. Szinte azonnal fellángolt a vita, hogy miként fognak hatni az alacsony kamatlábak a megtakarításokra, hathatnak-e a gazdasági növekedésre. Az utóbbi évtizedet az alacsony kamatkörnyezet jellemezte, bár sokan reménykedtek a szerintük „normális” magasabb kamatszintek visszatérésében. A 2020-as koronavírus okozta gazdasági válság ismét a gazdaságélénkítés mikéntjének kérdéseit állítja a gazdaságpolitikusok elé. Vélhetően az alacsony kamatszintek alkalmazása jegybanki gyakorlat marad a továbbiakban is. A források olcsósága segítheti ugyanis a beruházások ösztönzését.

Az alacsony kamatszintek miatt folytatott vitákban gyakran használt fogalom a „likviditási csapda”. A fogalmat számtalanszor helytelenül értelmezve használják a viták során, erre téves érveléseket építve. A fogalom értelmezése elég fontos ahhoz, hogy a tisztánlátás érdekében áttekintsük a részleteket. Tanulmányunkban szeretnénk a gyökerekig visszanyúlni. Áttekintjük a fogalom magvát adó keynesi tanokat és a fogalmat a széles közönség részére közvetítő John Hicks gondolatait.

1. KEYNES NÉZETEI A KAMATLÁBAKRÓL ÉS A PÉNZKERESLETRŐL

A likviditási csapda fogalomkörét John Maynard Keynes elméleti megfontolásaira vezetik vissza, ezért *A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete* című munkája alapján áttekintjük Keynesnek a pénztartást és a kamatlábakat alakító tényezőkre vonatkozó nézeteit (Keynes, 1965). Ebben a munkában kiemelten foglalkozott a kamatlábat meghatározó kérdésekkel, illetve, hogy a kamatláb alakulása miként hat a gazdaságra. Míg a neoklasszikus közgazdászok a kamatlábat

a megtakarításokat és a beruházásokat egyenlővé tevő tényezőként fogták fel, addig Keynes merőben más álláspontot képviselt. Ebből következően a kamatlábat meghatározó gazdasági összetevőket is másként közelítette az őt megelőző közgazdászokhoz képest. Eltérő volt a vélekedése arról is, hogy a kamatláb mértéke, változása milyen hatásokat fejt ki.

Keynes a megtakarítást a jövedelemből fogyasztásra nem fordított összegként határozta meg egy időszakra vonatkozóan. A megtakarítási hajlandóságot tehát, véleménye szerint, alapvetően a fogyasztási hajlandóság befolyásolja.

Senki nem takaríthat meg anélkül, hogy közben ne szerezzen meg vagyontárgyakat. Ezek a vagyontárgyak lehetnek pénz, hitelkövetelés vagy tőkejavak. A megtakarítást olyan kétoldalú dolognak tekintette, mint a fogyasztást. Az egyén megtakarítása nem befolyásolja saját jövedelmét jelentősen, de az egyén fogyasztásának nagysága befolyásolja a többi egyén jövedelmét. Ezért összességében együttesen nem takaríthatnak meg tetszőleges összeget. Hasonlóan, bár az egyének megválaszthatják, hogy mennyi pénzt tartanak összes vagyonukon belül, összességében mindig a bankrendszer által teremtett pénzmennyiséget kell birtokolniuk.

A jövedelemből való megtakarítást Keynes álláspontja szerint nyolc főmotívum határozza meg. A felsorolásban a megtakarítási motívumok egyikében jelenik meg csak a kamat: „Kamat és értéknövekedés élvezése, vagyis az az eset, amikor előnyben részesítik a későbbi nagyobb reális fogyasztást a kisebb, azonnali reális fogyasztással szemben...” (Keynes, 1965, 128.).

Levonta azt a következtetést, hogy a kamatláb fogyasztási hajlandóságra gyakorolt hatása kicsi. Felhívta a figyelmet arra, hogy a magasabb kamatláb a megtakarítást vonzóvá tevő hatása a megtakarítás összegét nemhogy növeli, hanem csökkenteni fogja. A növekvő kamatláb csökkentőleg hat ugyanis a beruházásokra. A beruházási tevékenység hanyatlása visszafogja a jövedelem bővülését, így csökkentőleg hat a jövedelemre, emiatt csökken a megtakarítás. A kamatláb növekedése a jövedelem mérséklődésén keresztül tehát egyaránt negatívan hat a fogyasztásra és a megtakarításra is.

A kamatláb ugyan kevésbé hat a megtakarítások mértékére, de a másik oldalon fontos hatása van a gazdaságban. A kamatláb azokat a feltételeket határozza meg, amelyek mellett tőkejavakat kínálnak. Ezért tudni kell, mi határozza meg a kamatlábat.

Az egyénnek meg kell hoznia a döntést, hogy folyó jövedelméből mekkora hányadot kíván elfogyasztani, illetve megtakarítani. Ezt követően meg kell választania, hogy a folyó jövedelméből megtakarított, illetve a korábbi megtakarításaiból származó vagyonát milyen formában tartsa. Keynes kihangsúlyozta, hogy a döntésre fontos hatású az egyén likviditásigénye. A vagyontartás szerkezete függ attól, hogy az egyén milyen mértékben hajlandó lemondani arról, hogy a vagyonát bármikor más vagyontárgyakra cserélhető vagy elkölthető eszközökben

tartsa. Az egyén likviditási igénye egy olyan függvénnyel írható le, amely megmutatja, hogy adott körülmények között az egyén vagyonának mekkora részét kívánja pénzformában birtokolni. A kamat a likviditásról való lemondás jutalma. A kamatláb így annak a mértéke, hogy mekkora árat várnak el az egyének a pénzben való vagyontartásról lemondásért cserében.

A kamatláb a készpénztartás igényét és a rendelkezésre álló pénzmennyiséget hozza egyensúlyba. Keynes a likviditási igényt az összes szereplő pénzbirtoklási vágyának potenciális tendenciaként ható tényezőjének említette. Alacsonyabb kamatlábnál az egyének összessége több készpénzt akarna tartani, mint amennyi rendelkezésre áll. Túl magas kamatlábnál pedig jelentkezne egy pénzmennyiség, amelyet nem kívánnának az egyének megtartani. Az egyének likviditási igénye mellett a pénzmennyiség a kamatlábat meghatározó másik tényező. Keynes a pénzmennyiséget adottságként, azaz egzogén tényezőként tekintette az egyének összessége számára. A pénzmennyiség a bankrendszer pénzteremtésétől függ.

Az egyének likviditási igényét három tényező határozza meg. Ezek az üzleti motívum, az óvatossági motívum és a spekulációs motívum. Az üzleti motívum a gazdaságban folyó cserék lebonyolításának pénzigényét határozza meg. Az óvatossági célból tartott pénz azt a pénzösszeget jelenti, amelyet azért tartanak, hogy a szereplők vagyonának egy része biztosan tudottan készpénz-egyenértékesként álljon a jövőben rendelkezésre. A spekulációs célból tartott pénzmennyiség azért szükséges, hogy a pénzt bármikor más befektetésre fel lehessen használni, mivel az egyén másnál jobban ismerni véli a jövő lehetőségeit. Keynes a spekuláció fogalmát mint a piac lélektanának előrelátására való tevékenységet határozta meg.

A pénz teaurálásakor az egyének mérlegelik a likviditás feladásának előnyeit. Az összes személy által birtokolt pénz mennyisége nem változtatható meg. A gazdasági szereplők összessége csak azt a kamatlábat változtathatja meg, amely mellett a készpénztartási szándékuk megegyezik a teljes pénzmennyiséggel. Keynes szerint ennek a figyelmen kívül hagyása miatt szokták a kamatot a pénz elköltésétől való tartózkodás jutalmának tekinteni, holott a kamat a pénz teaurálásától való tartózkodásnak az ára.

Keynes részletesebben is elemezte, hogy a likviditási igényt meghatározó motívumok miként is hatnak a pénz keresletére. Kiemelte, hogy a pénz kereslete alapvetően nem attól függ, hogy az egyének a folyó jövedelmükből mennyit kívánnak megtakarítani pénzként, hanem attól, hogy felhalmozott vagyonuk mekkora hányadát akarják likvid formában látni. A likviditás és illikviditás közti választás tehát a felhalmozott vagyonnal kapcsolatban felteendő kérdés, és első sorban nem a folyó jövedelemre vezethető vissza.

A korábbiakban már említett pénztartási motívumokat értékelve Keynes az üzleti motívumot alapvetően technikai jellegűnek tartotta. A pénzbevételek és -kiadások időbeli összhangjának megteremtése céljából tartanak pénzt ebből a kiindulási pontból. Az óvatossági motívum azt a pénztartást határozza meg,

amely váratlan kiadások fedezését, kedvező vásárlási lehetőségek alapját, illetve tartozások későbbi megfizetését célozza. A spekulációs motívumnak hangsúlyozott szerepet tulajdonított. A spekulációs motívum szerinte kiemelt szerepet kap a pénzmenyiség megváltozásának hatásai közvetítésében. Az üzleti és az óvatossági motívum által generált pénzigény a gazdasági aktivitástól és a jövedelem nagyságától függ. Amennyiben ezek nem változnak, a két motívum miatti pénzkereslet sem változik. Az üzleti és óvatossági motívumok miatti pénzkeresletre nem hat más. Ezzel ellentétben a spekulációs motívum miatt megjelenő pénzkeresletre hat a kamatláb változása. A spekulációs pénzkeresletre vonatkozóan felírható egy, a kamatláb változására reagáló függvény. A spekulációs pénzkereslet függvénye kapcsolatba hozható a kötvényeknek és egyéb kötelezvényeknek a kamatláb változására bekövetkező árfolyamváltozásával. Az adott körülményekhez, az egyének meghatározott várakozásaihoz tartozik egy kamatláb, amely mellett meghatározott mennyiségű készpénzt tartanak. A várakozások változása a pénztartási hajlandóság módosulásához vezet. Keynes véleménye szerint a várakozások változása általában nem homogén, a várakozások átformálódása esetén a pénztartalékok eloszlása az egyének között szintén változik.

Mindezek alapján Keynes két részre bontotta az egyének készpénzállományát, amelyeket M_1 és M_2 -ként jelölt. Az egyik, M_1 az üzleti és óvatossági motívum, a másik, M_2 a spekulációs motívum miatt tartott állomány. Mindkét pénzállományhoz hozzárendelt egy-egy likviditásfüggvényt. Az M_1 -hez tartozó L_1 függvény elsősorban a jövedelemtől – Y – függ. Az M_2 -t meghatározó L_2 a folyó kamatláb – r – és az ennek változására való várakozás viszonya által meghatározott. Ha M az egyén által tartott teljes pénzállomány, akkor $M = M_1 + M_2 = L_1(Y) + L_2(r)$.

Meg kell tehát vizsgálni, hogy M -et miként befolyásolja Y és r változása, illetve, hogy milyen alakúak a likviditásfüggvények. Az M pénzmenyiség Y és r függvényében változik. Az M_1 pénzigény kielégítése mellett a keletkező új pénzt fordíthatják értékpapírok és egyéb vagyontárgyak vásárlására. Ez mindaddig történik, amíg r olyan szintre nem süllyed, hogy mellette a megnövekedett jövedelemnél az új pénz felszívódik. Ez megjelenhet M_2 növekedésében vagy a megnövekedett jövedelem miatt a növekvő M_1 -ben is.

Lehetséges az az eset is, hogy a bankok kamatlábat csökkentenek, ezért ad el valamelyik szereplő nekik kötvényt vagy valamilyen adósságpapírt. Lehetséges, hogy M megváltozása úgy következik be, hogy r megváltozik. Ennek következtében új egyensúly áll be.

A spekulációs pénzkereslet oka a kamatláb jövőbeni alakulásának bizonytalansága. Keynes szerint az M_2 pénztartást nem a folyó kamatláb abszolút nagysága határozza meg, hanem annak egy, az egyének által elfogadható kamatláb nagyságához viszonyított eltérése. Viszont a kamatláb esése mindenképpen csökkenti a likviditásról való lemondásért járó prémiumot. A kisebb abszolút kamatlábak egyre kevésbé kompenzálják az illikviditás kockázatát.

A pénzügyi hatóság a rövid lejáratú kamatlábat hatékonyan tudja alakítani, mert rövid távon elfogadhatják a gazdasági szereplők, hogy nem változtat politikáján. Emellett rövid távon a kamatlábváltozások csak kis veszteséget okoznak. A hosszú távú kamatlábak szabályozása nehezebb, főként olyan kamatláb mellett, amelyet a gazdasági szereplők nem tartanak tartósan elfogadhatónak. Nem válik nagyon alacsony szintűre csökkenthetővé a hosszú távú kamatláb akkor, ha azt a szereplők átmenetinek gondolják. Ha a kamatláb túl alacsonyra csökken, akkor a spekulációs pénzkereslet végtelenné válhat. Ugyanakkor a kamatláb csökkentését Keynes kivitelezhetőnek tartotta, ha az a gazdasági szereplők számára hi-teles. Mindezek miatt a kamatlábat konvenciókon alapuló jelenségnek nevezte. A hosszú távú kamatláb tényleges nagysága akkora lesz, ahogy azt a várakozások meghatározzák.

A gazdaság szereplői várakozásaik szerint hajlandóak potenciálisan tartani egy, a spekulációs motívum által meghatározott pénzmennyiséget. Ezt a potenciális hajlandóságot írja le az L_2 likviditási függvény. A tényleges pénztartás pedig attól függ, hogy a pénzügyi hatóság mely feltételekkel teremt adott pénzállományt.

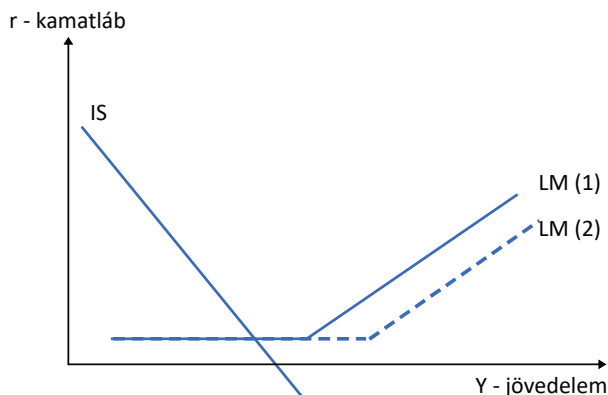
Keynes úgy gondolta, hogy a kamatláb még nullára sem csökkenhet, mivel a kölcsönadók és kölcsönvevők összehozásának van költsége, valamint a bizonytalanságból adódó lélektani tényezők sem engedik eddig csökkenni. 2–2,5% nagyságnál vélte a határt, amelynél a spekulációs pénzkereslet végtelenné válhatna.

2. A LIKVIDITÁSI CSAPDA HICKSI ÉRTELMEZÉSE

Valójában a likviditási csapda Hicks grafikus értelmezésével vált a közgazdászok körében jól ismert gazdasági törvényszerűséggé. Az IS-görbe azt mutatja meg, hogy a szándékolt megtakarítások és a beruházások mely kamatláb és aggregált jövedelem mellett egyenlőek. Az LM-görbe a pénzkereslet és a pénzkínálat egyensúlyi pontjait reprezentálja.

Az LM-görbe egy adott kamatmérték alatt vízszintessé válik, azaz a pénzkereslet tökéletesen kamatrugalmas, a monetáris politikai beavatkozás a kibocsátás vonatkozásában hatástalan, nem képes ösztönözni a gazdasági teljesítményt (*1. ábra*).

Hicks több alkalommal hangsúlyozta, hogy ez a jelenség fontos vízválasztó Keynes és a klasszikus közgazdászok között, hiszen Keynes a hosszú lejáratú kamatokot is monetáris folyamatok által befolyásolt változónak tekintette, szemben a klasszikusokkal, akik a hosszú kamatszintet reálgazdasági folyamatokkal összefüggésben vizsgálták. Wicksell (1898) nyomán mint „természetes kamatláb” terjedt el a közgazdasági terminológiában a határidős áru árában rögzült kamat (Hicks, 1978a). Bár a zero kamatlábküszöb a Keynest megelőző gondolkodóknál is megjelenik, így már foglalkoztak a monetáris politika korlátaival, Keynes hosz-



1. ábra. Expanzív monetáris politika likviditási csapda esetén

Megjegyzés: a fenti ábra a leegyszerűsített lineáris esetben alapul, ami Lange (1938)

értelmezéséhez áll közel

(Krugman, 1999 alapján saját szerkesztés)

szű távra vonatkozóan is feltételezte a pozitív alsó korlát jelenségét, amely mellett a likviditási preferencia lényegében abszolúttá válik. Mindemellett Hicks bírálta Keynes a „pénz-” és a „kötvény-” eszközök elkülönítésén alapuló leegyszerűsítő feltételezése miatt, a vagyonmérleg ennél bonyolultabb felfogását képviselve, ahol a pénz a többi vagyonelemet helyettesítheti. Hicks nagyban merít Keynes pénzkeresleti felfogásából – amit véleménye szerint a szokásos és előre nem látható kiadások, és az értékpapír-befektetés közeljövőben szándékozott megvalósítása határoznak meg –, és elismeri, hogy a kamatok mértékének kialakulását a fizetéseképtelenség és a kamatok jövőbeni változása miatti kockázat mozgatja elsősorban. Hangsúlyozza, hogy rövid lejáratokon a pénzt a többi pénzügyi eszköztől mindenekelőtt kibocsátója különbözteti meg, ami hitelességet kölcsönöz, és kamatmentes eszközzé teszi (Hicks, 1978a). Hicks értelmezése többek között abban az értelemben különbözik a keynesitől, hogy a nominális kamatláb alsó korlátját – ahol a likviditási csapda bekövetkezik – a rövid lejáratú kamatokra értelmezte, és nem helyezte előtérbe a hosszú kamatok, helyette a kamatok lejárat szerkezetét hangsúlyozta: „...joggal kimondhatjuk, hogy lehetetlen a hosszú távú kamatláb tartós csökkenése az egész kamatlábrendszer ugyancsak tartós csökkenése nélkül” (Hicks, 1978b, 402.). Hicks IS–LM-modellje, amely rögzített tőke mennyiséget és adott pénz bért feltételez, ezért rövid távú. Az LM-görbe¹ meredeksége függ a monetáris rendszer rugalmasságától, ha nem tekintjük a pénz mennyiséget adottnak (hanem feltételezhetőn részben endogénnek), a monetáris hatás egy adott szintig igyekszik új pénzt teremteni, ahelyett, hogy engedné a

¹ Az eredeti keynesi felírásban LP, majd Hicksnél LL-görbe, Hansennél (1965) LM-görbe.

kamatlábát emelkedni (Hicks, 1937, 154.). A görbe a két végén aszimptotikusan lineárisává válik, bal oldalán a kamatláb minimumának elérése, jobb oldalán – ez, amit Keynes nem hangsúlyoz – a maximum jövedelem miatt, amit adott pénz-mennyiség esetén finanszírozni lehet (2. ábra). Ebben az ábrázolásban a kamatláb alsó korlátja esetén a pénz és az értékpapírok értelemszerűen egymás tökéletes helyettesítőivé válnak, de az LM-görbe csak akkor válik vízszintessé, ha a monetáris rendszer tökéletesen rugalmas lesz (Boianovsky, 2004). Ez a pont az, ahol a klasszikus elmélet felborul, és a foglalkoztatás általános elmélete a „depresszió közgazdaságtanává” fordul – vélekedik Hicks (1937, 155.).

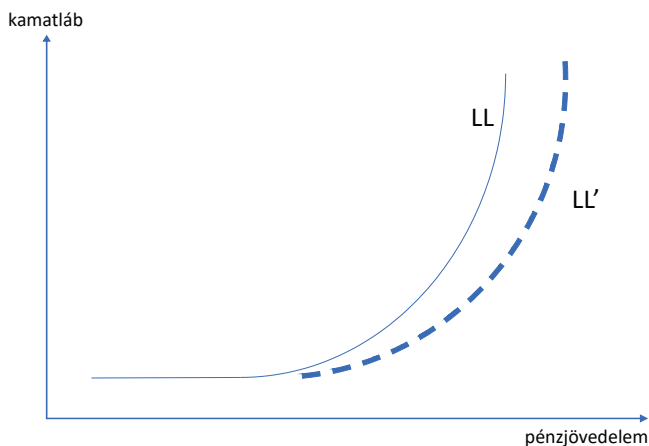
Kritikaként megjegyzendő, hogy bár az IS–LM-görbék segítségével felírt együttes áru- és pénzpiaci egyensúly a keynesi közgazdaságtan szemléltetésének egyik fontos eszköze, valójában sok szempontból ellentmond Keynes eredeti elképzeléseinek. Keynes a kamatlábát mindenekelőtt monetáris folyamatok, azaz *stock* összefüggések által meghatározott változónak tekintette. A beruházás elméleti rendszerében ugyan függ a pénzügyi piacokon kialakult nominális kamatlábtól, de nem a megtakarítások és a beruházás egyensúlya alapján kialakult egyensúlyi reálkamattól, mivel a beruházásokat nem feltétlen az adott évi megtakarítások finanszírozzák. Ez utóbbi csak árupénz rendszerben állná meg a helyét. Míg az idei évi megtakarítás mint a jövedelem fogyasztásra el nem költött része, valamint a beruházás *flow* változó, a beruházások pénzügyi forrását biztosító megtakarítás állományi érték, amely korábbi időszakokban halmozódott fel, és értékén felül összetétele is komoly befolyást gyakorol a gazdasági folyamatokra. Az LM-görbe egyenletének egyik oldalán ugyancsak *stock* változó, maga a pénz-állomány szerepel. (Máig vita folyik arról, hogy ez valójában melyik pénzzaggregátumnak feleltethető meg.) A kamatot pedig e *stock* változó – tulajdonképpen a likviditás – iránti igény határozza meg. Az IS–LM-rendszer hiányosságára, hogy egy *stock* és egy *flow* összefüggést vegyít, Kalecki nyomán tekinthetünk úgy, mint a közgazdaságtant általában jellemző általános módszertani problémára (Kalecki, 1990, idézi Osiatyński, 2017; Ábel, 2019). Hicks elismerte, hogy a keynesi piaci egyensúly – különösen az olyan piacokon, ahol készletartárolás van, mint amilyen az értékpáripiac – elsősorban *stock* változókról szól, az elmélet összegzésekképpen megkonstruálta a *flow* változókat is magába ötvöző ún. SILL-diagramot (ma IS–LM-görbéként ismert), amelyet az *Econometric*-ban tett közzé 1937-ben. Hangsúlyozta azonban, hogy ezzel a keynesi általános elméletnek inkább a tankönyvi, mint a teljes magyarázatát népszerűsítette. Mindemellett elfogadhatónak tartotta ezt az absztrakciót, amit aztán Keynes is alátámasztott egy 1937-es levelében (Hicks, 1978b; Brady, 2018). Ezzel ellentétben, más közgazdászok úgy értékelték, hogy ugyan az IS–LM-rendszer látszólag a klasszikus elmélet és a keynesi megközelítés összehangolásának eredménye, számos olyan elemet megőrzött, ami ellentétes volt Keynes felfogásával. Michael Emmett Brady (2018) szerint Keynes már eleve használta ezeket az egyenleteket az általános

elméletben, Hicks egyszerűen csak kihagyta a jövőre vonatkozó várakozásokat és a bizonytalanságot a beruházást meghatározó tényezők közül, Tily pedig egyenesen Keynes elárulásának bélyegezte az ilyen megoldásokat (Tily, 2007, idézi Ábel, 2019).

Hicks a rövid lejáratú kamatokról is feltételezte, hogy tartósan nem vehetnek fel negatív értéket, míg a hosszú lejáratúak likviditási prémiummal is kiegészülnek. Bírálta Keynes azon megközelítését, miszerint a jelenlegi kamatlábak a rájuk vonatkozó jövőbeni várakozásoktól függenek: „...ha azt állítjuk, hogy egy tökéletesen biztonságos értékpapír után járó kamat lábát egyedül a jövőbeli kamatlábak bizonytalansága határozza meg, az olyan, mintha az lenne a véleményünk, a kamat valahogy a saját hajánál fogva tartja magát a levegőben” (Hicks, 1978a, 199.). Szerinte ez igaz a hosszú lejáratú kamatokra, hiszen azok függnek a jövőbeni rövid lejáratú kamatokra vonatkozó várakozásoktól, de a rövid kamatokra nem, hiszen azokat a tranzakciós költségektől mentes pénzkereslet és -kínálat jelenlegi alakulása határozza meg, szemben bármilyen más értékpapírral, melynek beszerzése gonddal jár. A pénz és az értékpapírok által alkotott helyettesítési láncolat indokolja az eltérő futamidejű eszközök eltérő kamatmértékét, a különböző pénzkamatlábakat, amelyek a tőkeveszteség kockázatát hivatottak kompenzálni. A lejárat szerkezetre vonatkozó elmélete értelmében a hosszú kamatok az aktuális rövid lejáratú kamatláb és a várt rövid kamatlábak súlyozott átlaga (*a lejárat szerkezet várakozási elmélete*). Továbbá, a spekulánsok kockázatkerülő magatartásának feltételezése mellett belátható, hogy hosszabb lejáratú eszközökbe csak akkor hajlandók fektetni, ha azért kockázati prémiumban részesülnek (ez utóbbi elméletet a *lejárat szerkezet likviditáspreferencia elméletének* nevezik). Véleménye szerint a lejárat nélküli követelések kamata nem eshet nulla közelébe, mert a lejárat előtti kamatláb-emelkedés a hitelezőt jelentős tőkeveszteséggel sújtaná. A rövid és hosszú lejáratú kamatok közötti eltérés az üzleti ciklusoknak tudható be, hiszen a kamatra vonatkozó várakozásaikat a gazdasági alanyok a várható fellendülés vagy visszaesés alapján alakítják ki. A rövid lejáratú kamatok akkor csökkenhetnek nagyobb mértékben, akár negatív tartományokba is, amennyiben a kamatvárakozások rugalmassága alacsony, azaz a hosszabb kamatok nem alkalmazkodnak a pénzpiac változásához, és így a rövid lejáraton kell hogy végbemenjen az egyensúly helyreállítása. A rugalmatlanság magyarázza, hogy Hicks a hosszú lejáratú kamatok vonatkozásában is feltételezett alsó korlátot, amit hosszú távú kilátásoknak, így többek között a jövőbeli hitelkorlátok veszélyének tudott be. Általában nem tekintette a kamatvárakozásokat rugalmasnak, mivel úgy vélte, hogy az emberek fejében általában kialakul egy normál kamatszint, ami kárpótlást jelent a kockázatokért (Mátyás, 1978). Ez a hosszú korlát azonban nulla fölött marad még akkor is, ha a monetáris politika a rövid kamatlábakat nullán rögzíti, olyan jelenségek következtében, mint amilyenek az információs problémák, a pénzügyi közvetítés során felmerülő költségek vagy a potenciális hitelfelvevők kockázatértékelése. A mone-

táris politika sem a kamatok csökkentésével gyakorol elsődlegesen hatást a beruházásokra likviditásszűke esetén, hanem az értékpapírok vásárlásával, mivel azok áremelkedése felértékeli a pénztartalékokat, ami növeli a likviditást. A monetáris politika gyakorlatát ezért megnehezíti a rövid lejáratú értékpapírok túlzott kínálata, de ez leginkább az önfinanszírozó gazdaságokban jelent problémát, hitelgazdaságban, jelentős hitelszektor megléte esetén a bankrendszer befolyása meghatározó. Hicks kései munkáiban fellelhető endogén pénzelméleti utalásaira, a reál és a monetáris folyamatok együttes kezelésének helyességére – ezen belül különösen a reáltőke várt hozamának szektorális vagyonghátására és a pénz kínálatának ebből következő endogén változására – Axel Leijonhufvud (1984) is rámutatott. Szerinte Keynes és Hicks megközelítésének eltérése nagyban betudható az uralkodó árfolyamrendszer megváltozásának.² Hicks bírálta Keynes a kamatokra vonatkozó következtetések nem megfelelő szétválasztása miatt is. Szerinte ugyanis a kamatok korlátja részben a monetáris politika válságkezelés során mutatott hatástalanságát fejezi ki, ami rövid távú probléma, míg a másik értelmezés a folyamatosan csökkenő tőke határtermékéhez alkalmazkodni nem képes pénzügyi rendszerre utal (Boianovsky, 2004). Szerinte Keynes túlhangsúlyozta a túlzott likviditási igényt, és elméletében megfedkezett az inflációról, különösen a hiperinflációról, amikor nincs lehetőség a likvid eszközök beszerzésére (Hicks, 1978b).

Hicks árakkal kapcsolatos nézeteinek bővebb kifejtését az *Érték és tőke* (Value and Capital, 1939) című munkájában találhatjuk meg, amelyek értelmezése az *árvárakozások rugalmasságának koncepcióján* alapul. Ez utóbbi fontos következte-



2. ábra. Hicks LL-görbéje

Megjegyzés: Hicks eredetileg Y helyett I-t használt a jövedelem jelölésére (Hicks, 1937 alapján saját szerkesztés)

² Utalás a Bretton Woods-i rendszer felbomlására.

tése, hogy a likviditási csapda fennállása esetén a monetáris politika elveszíti az árszínvonal feletti ellenőrzését. Dinamikus rendszerében a jövőbeli árakra vonatkozó várakozásokat a jelenleg elérhető adatok (gazdasági vagy gazdaságon kívüli tényezők), a beérkező új információ (state of the news) és az árvárakozások rugalmasságát meghatározó jelenbeli és múltbeli tapasztalatok mozgatják (Boianovsky, 2004). „Hicks azt kívánja megmutatni, hogy dinamikus közgazdaságtanban az árváltozásra sokféle reagálás lehetséges, s az eladók-vevők bizonyos reagálása ahelyett, hogy az egyensúlyi helyzet felé terelné a gazdaságot, attól egyre jobban eltávolítja.” (Mátyás, 1978, 22.) Ha a nominális kamatláb adott, akkor Keynes feltételezése szerint és Hicks IS–LM-rendszerében az árak lefelé mutató instabilitása esetén az alkalmazkodás a munkanélküliség és az *output*-visszaesés révén mehet végbe a gazdaságban (Boianovsky, 2004). Az árszínvonal változásából fakadóan előbb-utóbb szükségserű azonban a pénzpiaci egyensúly helyreállítása érdekében a kamatláb változása. Hicks szerint a kamatok gazdaságra gyakorolt hatásának iránya viszonylag jól megbecsülhető, a mértéke a kockázatok miatt kevésbé megbízható. A kamatláb emelkedése révén a fogyasztók intertemporális (fogyasztási) döntéseik során a hicksi rendszerben megszokott helyettesítési és jövedelemhatással szembesülnek, az első jellemzően negatív, a második hitelpiaci egyensúly esetén, leegyszerűsítve, a kölcsönadók és kölcsönfelvevők ellentétes helyzete révén kiegyenlítődik (illetőleg a kölcsönvevők gyorsabb reakciója miatt a jövedelmi hatás jellemzően egy irányban érvényesül a helyettesítési hatással). A helyettesítési hatás miatt kamatemelkedés esetén csökken a jelenlegi fogyasztás, így az árak is, és ez a stabilizáló hatás annál jobban érvényesül minél rugalmasabbak a kamatvárakozások, azaz a jelenlegi kamatok változása minél erőteljesebben befolyásolja a jövőbeli kamatokot (azaz a rugalmas kamatvárakozás egyensúlyteremtő, szemben az árvárakozásokkal). Ellenkező esetben az alkalmazkodás túlzottan erőteljes kiigazítást követelne meg a rövid lejáratú kamatszintekben. Míg azonban árszínvonal-emelkedés esetén a növekvő kamatlábak megfelelő korrekciós mechanizmust idézhetnek elő antiinflációs hatásuk révén, deflációs időszakban a kamat alsó korlátja gátja lehet az árszínvonal stabilizálásának. Hicks ezért az árakat illetően megjegyzi, a monetáris politika „a szakadatlan árcsökkenést nem tudja minden esetben megakadályozni” (Hicks, 1978a, 291.).

3. ÖSSZEGZŐ GONDOLATOK

Keynes a kamatlábat konvenciókon alapuló jelenségnek nevezte. A hosszú távú kamatláb tényleges nagysága akkora lesz, ahogy azt a várakozások meghatározzák. Keynes összességében fontosnak látta a kamatlábak alakulását, mivel ezek értékelése szerint meghatározóak a megvalósuló beruházásokra. A kamatláb a pénzről, azaz a likviditásról való lemondás ára. A kamatlábra a spekulációs pénz-

kereslet és a rendelkezésre álló pénzmennyiség gyakorol hatást. A spekulációs pénzkeresletet az egyének kamatlábakra vonatkozó várakozásai befolyásolják. A piacon megjelenő kamatlábaknak lehet egy olyan alsó értéke, amely mellett a gazdaság szereplői már mindenképpen a kamatláb emelkedésére számolnak, ezért a spekulációs pénzkereslet végtelenné válik.

A likviditási csapda Hicks grafikus értelmezésével vált a közgazdászok körében jól ismert gazdasági törvényszerűséggé. Bár az IS–LM-görbék segítségével felírt együttes áru- és pénzpiaci egyensúly a keynesi közgazdaságtan szemléltetésének egyik fontos eszköze, valójában sok szempontból ellentmond Keynes eredeti elképzeléseinek. Hicks nézetei abban az értelemben különböztek a keynesitől, hogy a nominális kamatláb alsó korlátját – ahol a likviditási csapda bekövetkezik – a rövid lejáratú kamatokra értelmezte, és nem helyezte előtérbe a hosszú kamatokat.

Hicks szerint a kamatok gazdaságra gyakorolt hatásának iránya viszonylag jól megbecsülhető, a mértéke a kockázatok miatt kevésbé megbízható. Véleménye szerint árszínvonal-emelkedés esetén a növekvő kamatlábak megfelelő korrekciós mechanizmust idézhetnek elő antiinflációs hatásuk révén, deflációs időszakban a kamat alsó korlátja gátja lehet az árszínvonal stabilizálásának, azaz létezhet a likviditási csapda jelensége.

IRODALOM

- Ábel I. (2019): *Pénz és kamat: A monetáris politika megújítása*. (Prosperitas monográfiák) Budapest: Budapesti Gazdasági Egyetem, https://uni-bge.hu/Kutatasi-tevekenység/Folyoiratok_kiadványok/Prosperitas-folyoirat/Monografia/dokumentumok/Abel_Istvan_Penz_es_Kamat.pdf
- Boianovsky, M. (2004): The IS-LM Model and the Liquidity Trap Concept: From Hicks to Krugman. *History of Political Economy*, 36, Annual Supplement, 92–126. DOI: 10.1215/00182702-36-Suppl_1-92
- Brady, M. E. (2018): *Keynes's March 31, 1937 Message to Hicks about the IS-LM Model: "At one time I tried the equations, as you have done, with I in all of them"*. DOI: 10.2139/ssrn.3152755, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3152755
- Gubcsi L. – Tarafás I. (1983): *A talált pénz*. Budapest: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó
- Hansen, A. H. (1965): *Útmutató Keyneshez*. Budapest: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó [Hansen, A. H.: *Guide to Keynes*. New York: McGraw-Hill Book, 1953]
- Hicks, J. R. (1937): Mr. Keynes and the "Classics": A Suggested Interpretation. *Econometrica*, 5, 2 (Apr.), 147–159. DOI: 10.2307/1907242, https://www.depfe.unam.mx/actividades/11/teoria-macroeconomica/11_hicks_1937.pdf
- Hicks, J. R. (1978a): Érték és tőke. In: Hicks, J. R.: *Érték és tőke – A keynesi gazdaságtan válsága*. (ford.: Lengyel Gy., Hegedűs J.) Budapest: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó [Hicks, J. R.: *Value and Capital. The Crisis in Keynesian Economics*. Oxford: Clarendon Press, 1939]
- Hicks, J. R. (1978b): A keynesi gazdaságtan válsága. In: Hicks, J. R.: *Érték és tőke – A keynesi gazdaságtan válsága*. Budapest: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó [Hicks, J. R.: *The Crisis in Keynesian Economics*. Oxford: Basil Blackwell, 1974]

- Kalecki, M. (1990): *Capitalism: Business Cycles and Full Employment*. Collected works, Vol. I. Oxford: Clarendon Press
- Keynes, J. M. (1965): *A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete*. Budapest: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó
- Krugman, P. R. (1999): *Thinking about the Liquidity Trap*. December. <http://web.mit.edu/Krugman/www/trioshrt.html>
- Lange, O. (1938): The Rate of Interest and the Optimum Propensity to Consume. *Economica*, 5, 12–32. DOI: 10.2307/2548833
- Leijonhufvud, A. (1984): *Hicks on Time and Money*. (Diskussionsbeiträge, Serie A, Nr. 182) Konstanz: Universität Konstanz, Fakultät für Wirtschaftswissenschaften und Statistik, <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/75126/1/687603927.pdf>
- Lhuissier, S. – Mojon, B. – Rubio-Ramírez, R. (2020): *Does the Liquidity Trap Exist?* (BIS Working Papers No. 855) <https://www.bis.org/publ/work855.htm>
- Mátyás A. (1978): Bevezető tanulmány. In: Hicks, J. R.: *Érték és tőke – A keynesi gazdaságtan válsága*. (ford.: Lengyel Gy., Hegedűs J.) Budapest: Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó
- Osiatyński, J. (2017): Kalecki – A Pioneer of Modern Macroeconomics. *Economics and Business Review*, 3, 17, 3, 7–31. DOI: 10.18559/ebr.2017.3.2, https://www.ebr.edu.pl/pub/2017_3_7.pdf
- Tily, G. (2007): *Keynes Betrayed: The General Theory, the Rate of Interest and 'Keynesian' Economics*. London–New York: Palgrave Macmillan
- Wicksell, K. (1898): *The Influence of the Rate of Interest on Commodity Prices*. Harvard University Press, Reprinted in Lindahl, E. (ed.): *Selected Papers on Economic Theory by Knut Wicksell*. London: Allen & Unwin, 1958, 67–92.