KÖZGAZDASÁGI SZEMLE, LXXIII. ÉVF., 2026. OKTÓBER (1240–1246. o.)

Pénz a Covid idején

Egy klasszikus vita visszatérése

Tim Congdon: Money and inflation at the time of Covid. Edward Elgar Publishing, 2025, 292 o.

Az inflációs periódusok értelmezésében visszatérően két eltérő közgazdasági magyarázat rajzolódik ki. Az egyik megközelítés az infláció elsődleges okát a pénzmennyiség gyors növekedésében látja, míg a másik elsősorban különböző reálgazdasági sokkok (háborúk, ellátási zavarok, nyersanyagár-emelkedések vagy más kínálati korlátok) szerepét hangsúlyozza. A két értelmezési hagyomány közötti vita egyik klasszikus korai megjelenési formája a napóleoni háborúk időszakának angol *bullion*-vitája volt, amelyben a pénzkínálat, az aranytömb piaci ára és az árfolyam kapcsolatáról, valamint a Bank of England bankjegyeinek aranyra való átválthatóságáról ütköztek egymással a különböző álláspontok. Hasonló értelmezési konfliktus bontakozott ki az 1970-es évek stagflációs periódusában az olajársokkok kapcsán, majd ismét előtérbe került a Covid-járványt és az orosz–ukrán háborút követő inflációs hullám értelmezésekor.

Tim Congdon 2025-ben megjelent *Money and inflation at the time of Covid* című könyve egyértelműen a mennyiségi pénzelmélet évszázados hagyományához kapcsolódik. Elemzésének középpontjában az a monetarista állítás áll, hogy a Covid-válság idején végrehajtott rendkívüli fiskális és monetáris expanzió – így például az Egyesült Államokban a *Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act* vagy az Egyesült Királyságban a *Coronavirus Job Retention Scheme* – nyomán bekövetkező pénzmennyiség-növekedés döntő szerepet játszott a 2022–2023-as globális inflációs hullám kialakulásában.

Congdon a brit monetarista iskola egyik legismertebb képviselője. Pályafutása során dolgozott újságíróként, a City elemzőjeként és kormányzati tanácsadóként, majd megalapította a Lombard Street Research kutatóintézetet, később pedig az Institute of International Monetary Research intézetet. Több kötet, megannyi tanulmány és cikk szerzője. Az 1970-es évektől kezdve Congdon a brit gazdaságpolitikai viták állandó szereplője. Monetarizmusa ugyanakkor szorosan kapcsolódik Keynes korai pénzelméleti munkáihoz, mindenekelőtt az 1930-as *A treatise on money* és az 1923-as *A tract on monetary reform* gondolatvilágához. Robert Skidelsky, a neves brit gazdaságtörténész ennek nyomán jellemezte „keynesiánus monetaristaként" (Skidelsky, 2018).

DOI: https://doi.org/10.18414/KSZ.2026.10.1240

Congdon monetáris elméleti kerete

A *Money and inflation at the time of Covid* közvetlen előzményének tekinthető Congdon *The quantity theory of money: A new restatement* című, 2024-ben az Institute of Economic Affairs gondozásában megjelent munkája (Congdon, 2024), amely eredetileg a későbbi kötet első fejezetének készült. Ez az előzmény egyértelműen jelzi, hogy a 2025-ös mű nem pusztán a 2022–2023-as inflációs hullám empirikus elemzésére vállalkozik, hanem egy átfogó monetáris elméleti keretet is kínál az események értelmezéséhez. Ennek az elméleti keretnek különös nyomatékot ad, hogy Congdon már 2020. március 24-én az Institute of International Monetary Research által kiadott körlevelében arra figyelmeztetett, hogy a Covid-járványra adott válságkezelő intézkedések következtében megnövekedett pénzállomány a járvány lecsengését követően az infláció gyorsulásához vezethet. Congdon már ekkor számszerű előrejelzéseket fogalmazott meg a vezető gazdaságok (az Egyesült Királyság, az Egyesült Államok, az euróövezet és Japán) pénzmennyiségének várható növekedésére vonatkozóan, és a „háborús" analógiára hivatkozva hangsúlyozta, hogy a rendkívüli pénzkiáramlással járó programokat történetileg rendszerint inflációs periódusok követték. Az utólag helytállónak bizonyuló előrejelzés különösen annak fényében figyelemre méltó, hogy a közgazdászok többsége ekkor még inkább deflációs veszélyekre számított. Olyan meghatározó közgazdászok, mint Olivier Blanchard, a válságot követően inkább tartósan alacsony inflációt valószínűsítettek (Blanchard, 2020), miközben a jegybankok még 2021 elején is mérsékelt inflációt prognosztizáltak az elkövetkező évekre.

Az, hogy a közgazdászok és a jegybankok nem ismerték fel időben a Covid-járvány alatti monetáris expanzió inflációs következményeit, Congdon szerint szorosan összefüggött azzal, hogy a mennyiségi pénzelmélet és általában a pénz szerepe fokozatosan háttérbe szorult a főáramú makroökonómiai gondolkodásban. Ennek különösen beszédes példája volt Jerome Powell 2021. februári kongresszusi meghallgatása, amelyen a Federal Reserve elnöke nyilvánosan elutasította a pénzmennyiség változásának inflációs hatását, a mennyiségi pénzelméletet amolyan avítt elmélettörténeti kuriózumként állítva be egy olyan időszakban, amikor a pénzmennyiség a második világháború óta nem tapasztalt ütemben növekedett. Ez azonban nem egyedi jegybanki kommunikációs epizód volt. A feltételezés, miszerint a szélesebb pénzaggregátumok nem hordoznak érdemi információt a makrogazdasági folyamatokról, sőt még az infláció alakulásáról sem, összhangban áll azzal, hogy a Federal Reserve már 2006 márciusában megszüntette az M3 pénzaggregátum hivatalos publikálását. Congdon szerint a jegybankok azért szoktak le fokozatosan a monetáris elemzésről, mert az ezredforduló óta mind a jegybanki kutatást, mind az egyetemi oktatást a „háromegyenletes" újkeynesiánus modell dominálja, s ennek okán az infláció alakulását elsősorban a munkaerő- és árupiacokról érkező, gyakran homályosan definiált „inflációs nyomások" és „ársokkok" felől értelmezik.

Congdon az újkeynesiánus elmélet ezen előretörését alapvetően a Hicks-féle IS–LM-modell radikális leegyszerűsödéseként értelmezi. Állítása szerint a modern makroökonómia fokozatosan egy „kizárólag kamatlábra épülő makroökonómiává"

(interest-rate-only macroeconomics) alakult, amelyben a monetáris transzmisszió teljes egészében a jegybank által meghatározott kamatlábon keresztül működik, miközben a pénzmennyiség, a bankrendszer mérlegei és az eszközárak szerepe háttérbe szorul. Congdon könyvének diagnózisa ugyanakkor elmélettörténeti szempontból pontosítást igényel. A modern újkeynesiánus modell ugyanis nem annyira a Hicks-féle IS–LM-modell leegyszerűsítésének eredménye, hanem egy másik monetáris hagyományból nő ki. A standard „háromegyenletes" újkeynesiánus modell szerkezete valójában sokkal közelebb áll a Thornton–Wicksell-féle „két kamatláb" elmélethez, mint a keynesi likviditáspreferenciához (Clinton, 2009). Vagyis miközben Congdon helyesen érzékeli, hogy a modern makroökonómia elszakadt a monetáris aggregátumoktól, ennek elmélettörténeti okát pontatlanul, de legalábbis elnagyolt módon azonosítja. Az elmélettörténeti pontosítás azért is különösen fontos, mert eltérő monetáris transzmissziós logikákat választ szét, ami Congdon monetáris elméleti pozícióját is pontosabban kijelöli.

Mark Blaug megfogalmazása nyomán a mennyiségi pénzelmélet történetében megkülönböztethető egy „direkt" és egy „indirekt" monetáris transzmissziós mechanizmus (Blaug, 1995). Az „indirekt" mechanizmus az említett Thornton–Wicksell-féle kamatcsatorna. Ebben a keretben a pénzmennyiség a hitelkamat változásán keresztül hat a beruházások volumenére, majd ezen keresztül az aggregált keresletre. A modern újkeynesiánus modell lényegében ezt a wickselli logikát viszi tovább, „keynesi" jellegét pedig nem a monetáris transzmisszió, hanem a nominális rigiditások (mindenekelőtt a ragadós árak) adják. Ezzel szemben a blaugi „direkt" transzmissziós mechanizmus alapja a Patinkin-féle reálegyenleg-hatás. E kétféle transzmissziós mechanizmus megkülönböztetése egy további fontos összefüggésre is rávilágít: Keynes *Általános elmélete* valójában mélyebb szerkezeti rokonságot mutat Friedman monetarizmusával, mint az újkeynesiánus modellel. Keynes pénzelméletének döntő újítása ugyanis nem egyszerűen a likviditáspreferencia fogalmának bevezetése volt, hanem a pénz mint vagyoneszköz elméleti megalapozása (Humphrey, 1973). Míg a klasszikus pénzelmélet még alapvetően a pénz tranzakciós funkciójára koncentrált, addig Keynesnél a pénz már nem pusztán forgalmi eszköz, hanem a vagyonportfólió egyik eleme is. A pénzmennyiség változása így mindenekelőtt a vagyonportfóliót érintő változásként jelenik meg. Keynes ezzel lényegében bevezeti az eszközárcsatornát: a monetáris politika elsődleges hatása nem feltétlenül az árupiacon, hanem a gazdasági szereplők portfóliódöntésein keresztül az eszközpiacon fejti ki hatását. Ha a pénzmennyiség növekszik, akkor a fennálló árak mellett a gazdasági szereplők a kívánatosnál nagyobb pénzegyenleggel rendelkeznek, ezért a portfólió-egyensúly helyreállítása érdekében különböző eszközök és javak vásárlásával próbálnak megszabadulni a többletpénztől; a pénzmennyiség csökkenése esetén hasonló portfólió-kiigazítás történik ellenkező irányban. Keynes és Friedman között valójában nem a monetáris transzmisszió alapmechanizmusában van a döntő különbség (mindkettő a blaugi „direkt" monetáris transzmissziós mechanizmusra épül), hanem abban, hogy milyen szélesen értelmezik a vagyonportfóliót alkotó eszközök körét. Ahogyan ezzel kapcsolatban Friedman fogalmazott:

> „A keynesiánusok hajlamosak a piacképes eszközök és a megfigyelhető kamatlábak viszonylag szűk körére összpontosítani. A monetaristák ezzel szemben amellett érvelnek, hogy az eszközök és a releváns hozamok jóval szélesebb körét kell figyelembe venni." (Friedman, 1970/2012, 174. o.)

Keynesnél az eszközárcsatorna rendkívül szűk marad, mivel a gazdasági szereplők számára a pénztartás kizárólagos alternatívája a kötvényvásárlás. Innen ered a likviditási csapda lehetősége is, hiszen ha a kötvénypiaci hozamok nagyon alacsony szintre süllyednek, a gazdasági szereplők kénytelenek a többletpénzt tétlen pénzegyenlegként tartani. Friedman monetarista kritikája ezért nem az eszközárcsatorna létét vitatta, hanem csak a leszűkített jellegét. Friedman szerint a pénz nem pusztán a kötvényekkel, hanem a vagyoneszközök széles körével (részvényekkel, ingatlanokkal, tartós fogyasztási javakkal és más reáleszközökkel) áll helyettesítési viszonyban. A monetáris expanzió ezért még alacsony kötvényhozamok mellett sem feltétlenül „reked meg", mivel a többletpénz más eszközök irányában áramolhat tovább. Könyvében Congdon valójában a keynesi eszközárcsatorna leszűkített voltának e hagyományos monetarista kritikáját fogalmazza újra – immár a jelenleg uralkodó újkeynesiánus modellel szemben – abból az említett, elmélettörténetileg pontatlan feltevésből kiindulva, hogy annak monetáris transzmissziós mechanizmusa a keynesi likviditáspreferencia, nem pedig a jegybanki kamatcsatorna.

Az eszközárcsatorna említett keynesi bevezetése annak elméleti lehetőségét is megnyitotta, hogy a pénzmennyiség növekedése ne közvetlenül az árupiacokon fejtse ki hatását, hanem a többletpénz először a vagyoneszközök felé áramoljék. A hagyományos monetarista álláspont szerint a növekvő pénzmennyiség elsődleges hatása valóban a vagyoneszközök piacán jelentkezik. Miként Friedman fogalmaz: a pénzmennyiség növekedésének „kezdeti hatása általában egyáltalán nem a jövedelmekben, hanem a meglévő eszközök – kötvények, részvények, lakóingatlanok és más fizikai tőkejavak – áraiban jelentkezik", és a vagyoneszközök árának ezen növekedése ösztönzi aztán a gazdasági szereplőket új beruházásokra, valamint áruk és szolgáltatások vásárlására (Friedman, 1970/2012, 10. pont).

A monetarista elemzésnek ez a transzmissziós modellje – amely az eszközpiacok elsődlegességére épül – a könyvben kifejtett elméleti keretnek is központi eleme. Congdon alapvető állítása, miszerint a monetáris expanzió elsődleges hatása az eszközárakban és a mérlegpozíciókban jelenik meg, mielőtt átterjedne az árupiacokra és a fogyasztói árakra, közvetlenül kapcsolódik Friedman 1960-as és 1970-es évekbeli elemzéseihez. Congdon külön hangsúlyozza a vállalati részvények és az ingatlanok szerepét mint a két legfontosabb vagyoneszközt, amelyek a modern vagyonportfóliókban jóval nagyobb súlyt képviselnek, mint a keynesi elmélet által előtérbe helyezett kötvények. Elméleti keretében az eszközár-infláció első körben a vagyonhatáson és a vállalati mérlegpozíciók javulásán keresztül élénkíti a reálgazdaságot. A gazdaságba injektált friss pénz a vagyoneszközök piacáról mintegy „lecsorog" az árupiacra, ezért a fogyasztói árindexszel mért infláció csak a monetáris alkalmazkodási folyamat későbbi szakaszában jelenik meg, a pénzmennyiség növekedését késéssel követve.

Fontos ugyanakkor rögzíteni, hogy az imént vázolt monetáris transzmissziós mechanizmus teljes egészében megtalálható az 1970-es évek klasszikus monetarista irodalmában, így például az amerikai közgazdász, Beryl Wayne Sprinkel *Money and markets: A monetarist view* című, 1971-ben megjelent munkájában is, amely közérthető formában foglalta össze a monetarizmus alapvető tételeit (Sprinkel, 1971). Congdon művének egyetlen valóban sajátos ismertetőjegye a hagyományos monetarista irodalomhoz képest annak következetes hangsúlyozása, hogy a monetarizmus analitikus szempontból kizárólag a „széles pénz" *(broad money)* aggregátumaira épülő monetarizmus lehet. Congdon érvelése szerint ugyanis egyedül a széles pénzaggregátumok adnak megbízható képet a pénzkereslet változásairól, mivel a szűkebb aggregátumok közötti átrendeződések nem a pénzkereslet valódi elmozdulását, csupán a pénzegyenleg belső összetételének módosulását tükrözik.

A Covid utáni infláció monetarista értelmezése

Az elméleti keret bemutatásán túlmenően Congdon a könyvében részletes empirikus bizonyítékokat vonultat fel annak alátámasztására, hogy a Covid utáni inflációs periódus mintázatai jóval szorosabban illeszkednek az általa képviselt hagyományos monetarista modellhez, mint a domináns újkeynesiánus vagy kínálatisokk-alapú magyarázatokhoz. A bemutatott vizsgálatok szerint a pénzmennyiség 2020–2021-ben megfigyelt rendkívüli növekedését a fogyasztói árak gyors emelkedése követte. Congdon különösen az Egyesült Államok, az Egyesült Királyság, Kanada, Svájc és Japán példáját hangsúlyozza, ahol a pénzmennyiség bővülésének mértéke és időzítése pontosan jelezte előre a későbbi inflációs pályákat. Az angolszász országokban – ahol a széles pénzállomány növekedése rendkívül erőteljes volt – a fogyasztói árindex éves növekedési üteme 2022-ben 8–11 százalék közé emelkedett, míg Svájcban és Japánban, a mérsékeltebb monetáris expanziónak köszönhetően, az infláció jóval alacsonyabb, 3–4 százalék körüli szinten tetőzött. Congdon értelmezésében ezek az eltérő pályák komoly kihívás elé állítják a tisztán kínálati alapú magyarázatokat, hiszen a vizsgált gazdaságokat nagyrészt ugyanazok a globális ellátási és energiaársokkok érték.

A könyv empirikus érvelésének másik központi eleme az események időbeli sorrendje. A Covid utáni időszak mintázatai hűen tükrözik az eszközpiac elsődlegességére épülő monetáris transzmissziós modellt: a pénzmennyiség gyors növekedését 2020 második felében és 2021-ben először a részvények és az ingatlanok széles körű drágulása követte. Az Egyesült Államokban az S&P 500 index 2020 végére mintegy 70 százalékkal haladta meg a márciusi mélypontját, miközben a Case–Shiller-féle lakásárindex éves növekedési üteme 2021-ben tartósan 15–20 százalék körül alakult. Hasonló mintázat volt megfigyelhető az Egyesült Királyságban és Kanadában is, ahol az ingatlan- és részvénypiaci áremelkedés már jóval a fogyasztóiár-infláció felfutása előtt megindult. Ezzel szemben a 2022–2023-as inflációs hullámnak az orosz–ukrán háború okozta kínálati sokkra épülő narratívája több ponton is komoly nehézségekbe ütközik. Egyrészt az időrend hibás, hiszen számos országban a fogyasztói

árak emelkedése már 2021-ben (vagyis hónapokkal a háború 2022. februári kitörése előtt) megkezdődött. Másrészt Congdon rámutat, hogy rendkívül nehéz olyan gazdasági mechanizmust azonosítani, amelynek révén egy későbbi energiapiaci sokk magyarázni tudná a részvény- és ingatlanpiacok már 2020–2021-ben megfigyelhető látványos fellendülését. Az infláció kínálatisokk-alapú magyarázatának empirikus kritikájánál azonban még lényegesebb annak elméleti problematikussága. Az energia- vagy a nyersanyagárak emelkedése önmagában ugyanis csupán a relatív árak változását okozza, azaz egyes termékek és szolgáltatások drágábbá válnak másokhoz képest. Az általános árszínvonal tartós emelkedése ezzel szemben kizárólag akkor következhet be, ha a folyamatot monetáris expanzió is kíséri.

Összességében megállapítható, hogy Congdon könyve kevésbé tekinthető egy eredeti monetáris elmélet megalkotásának, mint inkább egy évtizedek óta háttérbe szorult, eszközpiaci fókuszú és széles pénzre épülő *(asset-first*, *broad money)* monetarista hagyomány rehabilitációjának. E rehabilitáció különösen időszerű lehet az inflációs folyamatok értelmezésében, amennyiben szembenéz az újkeynesiánus modellek monetáris aggregátumokat marginalizáló elemzési keretével, és ismét ráirányítja a figyelmet az eszközárak és a pénzmennyiség makrogazdasági jelentőségére; annál is inkább, mivel a pénzügyi piacok gyakorlati szereplői számára régóta közhelynek számít, hogy a tartósan laza monetáris kondíciók kezdeti hatása rendszerint az eszközárak emelkedésében jelentkezik. Congdon ebben az értelemben valószínűleg helyesen tapint rá arra a problémára, hogy a modern makroökonómiai modellek a pénzmennyiség és az eszközárcsatorna jelentőségét hosszú időn át alulértékelték, még ha ennek elmélettörténeti okát részben félreérti is. A kötet egyik fontos szakpolitikai tanulsága lehet, hogy az inflációs kilátások értékelésekor a jegybankok számára a vagyoneszközök piacának alakulása is érdemi információval szolgálhat. Már csak azért is, mert a pénzmennyiség hirtelen megugrása még azelőtt létrehozhat a pénzügyi rendszer stabilitását veszélyeztető eszközárbuborékokat, hogy az infláció a fogyasztói árindexben egyáltalán megjelenne.

Egészen bizonyos, hogy Congdon könyve nem fogja véglegesen eldönteni az infláció természetéről szóló régi vitát. Már önmagában az is jelentős érdeme azonban, hogy újranyitja e vitát azáltal, hogy a klasszikus monetarizmust ismét visszaemeli a kortárs makroökonómiai diskurzusba. Congdon munkája emlékeztet arra, hogy a mennyiségi pénzelmélet nem pusztán elmélettörténeti relikvia, hanem olyan elemzési hagyomány, amely mindaddig releváns marad, amíg akadnak közgazdászok, akik képesek saját koruk gazdasági folyamataira alkalmazni.

Hivatkozások

Blanchard, O. (2020, 24 April). *Is there deflation or inflation in our future?* VoxEU, CEPR Policy Portal. https://cepr.org/voxeu/columns/there-deflation-or-inflation-our-future

Blaug, M. (1995). Why is the quantity theory of money the oldest surviving theory in economics? In M. Blaug (Ed.), *The quantity theory of money: From Locke to Keynes and Friedman* (pp. 27–49). Edward Elgar. https://doi.org/10.4337/9781035351602.00011

Clinton, K. (2009). The 21st century Neo-Wicksellian monetary order. *SBP Research Bulletin, 5,* 83–112.
Congdon, T. (2024). *The quantity theory of money: A new restatement*. Institute of Economic Affairs. https://iea.org.uk/publications/the-quantity-theory-of-money-a-new-restatement/
Friedman, M. (1970/2021). *The counter-revolution in monetary theory*. Wincott Foundation.
Humphrey, T. M. (1973). Evolution of the concept of the demand for money. *Federal Reserve Bank of Richmond Monthly Review, 59*(12), 2–14.
Skidelsky, R. (2018). *Money and government: A challenge to mainstream economics*. Allen Lane. https://doi.org/10.12987/9780300244243
Sprinkel, B. W. (1971). *Money and markets: A monetarist view*. Richard D. Irwin.

Tóth István

Tóth István ügyvezető, Győr-Gönyű Kikötő (e-mail: tothistvan@portofgyor.hu).