

## Szalai Zoltán:

### Globális pénzügyi válság és kilábalás: beruházások és megtakarítások

#### *Kamatok, beruházások és megtakarítások*

A válság következtében a jegybankok korábban nem látott mértékű alkalmazkodást hajtottak végre. Irányadó kamataikat történelmileg alacsony szintre csökkentették, sőt esetenként korábban nem látott módon negatív irányadó kamatokot vezettek be, és ezen túl is számos nem szokványos eszközzel ösztönzik a banki hitelezést. Ennek ellenére a beruházások felfutása, a fogyasztás emelkedése és a hitelezési tevékenység élénkülése a legtöbb régióban még várat magára. Legújabb példaként a Nemzetközi Valutalap<sup>1</sup> 2015. évi tavaszi jelentése szentel külön fejezetet az alacsony beruházási tevékenység lehetséges okainak.

A válság előtt a modern jegybanki működés elemzési keretei azon alapultak, hogy a gazdaság ciklikus simítását elsősorban a jegybankok végzik az irányadó kamataik változtatásaival, miközben a fiskális politika többé-kevésbé passzívan hagyja az automatikus stabilizátorok működését úgy, hogy ciklusátlagban zéróhoz közeli egyenleget tart fenn. A jegybanki kamatpolitika olyan kamatszint elérésére törekszik, amely mellett az inflációs cél teljesül. Ezt olyan jegybanki kamat biztosítja, amely középtávon megfelel a *semleges vagy természetes kamatnak*, amely mellett a gazdaság sem nem túlfűtött, sem nem túlhűtött. A jegybank a gazdaság ciklikus helyzetének megfelelően a semleges kamattól lefelé vagy felfelé eltérve simítja a gazdaság ciklikus mozgását. A jegybanki politika transzmissziója alapvetően az aggregált kereslet kamatérzékeny tételein keresztül fejti ki a hatását (lakossági és vállalati megtakarítások és beruházások).

A megközelítés Wicksell nevéhez köthető, amelynek tömör összefoglalását adja Borio és Disyatat (2011) függeléke. Wicksell „tisztá hitel” modelljében egyszerre veszi figyelembe az akkoriban már kialakulóban lévő modern bankrendszer sajátosságait és a korábbi úgynevezett kölcsönözhető alapok („loanable funds”) elméletet, amely a beruházásokat, a megtakarításokat és magát a kamatot is ténylegesen reál javakban képzelte el.

A Schumpeter által „reálemzés”-nek nevezett kölcsönözhető alapok keretben minden lényeges makrogazdasági változót reáltényezők alakítanak, a pénzügyi szektortól el lehet tekinteni. A kamat *időpreferenciát* fejez ki: a jelenbeli többletfogyasztás nagyobb értékét a jövőbenivel szemben, amiről a megtakarítók többlet jövőbeni fogyasztás (kamattal) fejében mondanak le. A kamatok szabad mozgása a megtakarításokat (jelenbeli fogyasztástól való tartózkodást) és a beruházásokat (vagy fogyasztás előrehozását) ugyanúgy hozza egyensúlyba, mint az áruk keresletét és kínálatát az áruk ára. Mivel ebben a modellben nincs pénz, az egyensúly mindig kialakul, mert megtakarítani és beruházni is csak az adott fizikai termékben lehet és a megtakarítás célja a jövőbeni többletfogyasztás, vagyis beruházás, ahogyan a modern tankönyvekben az IS görbe is mutatja. Ezt a megközelítést kívánta Wicksell a modern bankrendszerrel kiegészítve továbbfejleszteni. Felfogásában a pénzt – finanszírozást - a bankrendszer hitelpénzként teremti. Ha a bankhitelek kamatai eltérnek az időpreferencia által meghatározott, *de közvetlenül nem mérhető* egyensúlyi kamattól, akkor egyensúlytalanság alakulhat ki. Ha például az adott kamatok mellett a lakosság nem takarít meg annyit, amennyit a vállalatok beruházni kívánnak, akkor a bankrendszert nem korlátozza a betétek nagysága a

---

<sup>1</sup> International Monetary Fund (2015).

hitelezésben: a többlet hitel többlet vásárlóerő (finanszírozás) formájában megjelenik az aggregált nominális kereslet és az árszint megnövekedésében. A makrogazdasági egyensúly feltétele az, hogy a piaci kamat egyezzen meg a természetes, időpreferencia által meghatározott kamattal. Ez a gondolat tette vonzóvá a modern jegybanki elemzés számára Wicksell úttörő munkáját, hiszen a modern bankrendszer hasonlít egy tiszta hitelpénzrendszerre, és a jegybankok feladatát éppen abban látja, hogy megpróbálja az irányadó kamatot összhangba hozni az inflációs cél elérését biztosító „természetes” vagy „semleges” kamattal.<sup>2</sup>

A modern megközelítések tehát megtartottak egy egyensúlyi reálkamatot és ezt tekintették az egyensúly horgonyának. A tiszta hitelpénzt úgy elemzik, *mintha* közvetlenül megfeleltethető lenne a reál javak mozgásának és a pénz maga is reálváltozó lenne. A megtakarításokat és a beruházásokat reáltényezők határozzák meg, a pénz csak „fátyol” a reálrendszeren.

### *Keynes monetáris rendszere és a likviditás-preferencia*

Egy valóban monetáris elemzésben azonban, amelyet Wicksellre is támaszkodva Keynes igyekezett megalapozni, a pénznek fontos szerepe van, amely meghatározza a reáltényezők allokációját, a makrogazdasági kimeneteleket, beleértve a kamatokat és a foglalkoztatást is. A kölcsönözhető alapok elméletével szakító, keynesi monetáris elemzési keret lényegi sajátossága az, hogy a monetáris változók, például a bankhitel és az ennek révén elérhető, monetáris értelemben vett profitvárakozások döntő szerepet játszanak a gazdasági aktivitás alakításában. Egy ilyen megközelítésben lehetséges olyan „egyensúly”, amikor az adott finanszírozási feltételekkel és a jövedelmezőséggel kapcsolatos bizonytalanságok miatt nem használnak ki minden erőforrást, köztük a munkaerőt sem.<sup>3</sup> Keynesnél a kamatokat a likviditás-preferencia<sup>4</sup> határozza meg: minél nagyobb a bizonytalanság, annál kevésbé mondanak le a szereplők a likviditásról és annál kevésbé hajlandók „illikviditást” vállalni, azaz beruházni vagy fogyasztási cikket vásárolni akár hitelből, akár saját pénzbeli megtakarításaikból. Ez ugyanis pénzügyi kockázatokkal jár és akár csődhöz is vezethet. Nem véletlen, hogy Keynes pontosan egy, a maihoz sok tekintetben hasonló válság tapasztalatai alapján kívánt egy új elméleti keretet kidolgozni.

Amint a 2014. évi Növekedési jelentésben<sup>5</sup> részletesen bemutattuk, a világ jelenleg erőteljes mérlegalkalmazkodáson megy keresztül, amikor az eladósodott szereplők igyekeznek az adósságaikat csökkenteni. A megnövekedett megtakarítások még a kialakult alacsony jegybanki kamatok mellett sem ösztönzik a szereplőket dinamikus hitelfelvételre, ami az aggregált kereslet növekedését és a konjunktúra javulását eredményezhetné.<sup>6</sup> A helyzet egy másik keynesi fogalommal, a „megtakarítások paradoxoná”-val is jól jellemezhető. Eszerint ha egy gazdaságban túl sok szereplő kíván egyidejűleg megnövekedett mértékben

---

<sup>2</sup> A válság előtti konszenzus legátfogóbb bemutatását írta meg Woodford (2003). Bővebb kritikai értékelését lásd Tamborini (2006) illetve Roger (1989) munkáiban.

<sup>3</sup> Roger (1989), Hayes (2006). Keynes egyensúlyfelfogása nem tartalmazza termelési tényezők (tőke és munka) piacának egyensúlyát, a gazdasági rendszer enélkül is „egyensúlyban” lehet. Más szóval tipikus, hogy léteznek kihasználatlan termelőkapacitások és kényszerű munkanélküliség.

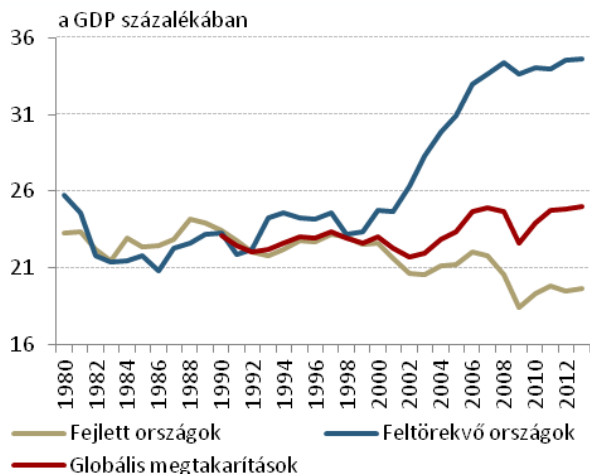
<sup>4</sup> Tily (2012).

<sup>5</sup> MNB (2014).

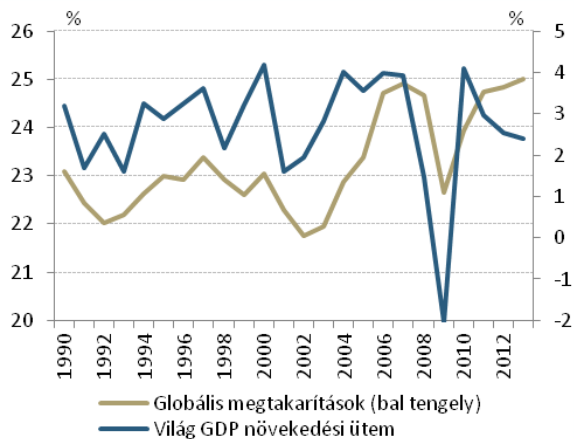
<sup>6</sup> Újabban néhány megtakarító már negatív kamatokkal illetve hozamokkal szembesül, mert egyes jegybankok – a svájci, a dán és a svéd és az EKB - a náluk elhelyezett betétekre „negatív kamatot” fizetnek, vagyis a megtakarító fizet azért, hogy „őrizze” a pénzét. Egyes esetekben a bankok ezt áthárítják az ügyfeleikre. Hasonló módon, egyes állampapírok negatív hozam mellett kelnek el (legújabbban már az öt éves lejáratú német államkötvények is).

megtakarítani, akkor ez az aggregált kereslet nem várt mértékű csökkenését eredményezheti, ami akár a megtakarítási szándékoktól elmaradó megtakarításokhoz vezethet a visszaeső nemzeti jövedelem miatt (1-1. és 1-2 ábra). Ez példa arra, hogy esetenként az egyéni szempontból racionális döntés makrogazdasági kontextusban szintén a szándékkal ellentétes eredményre vezethet az egyén szintjén is („fallacy of composition”).

1-1. Megtakarítások alakulása a globális régiókban



1-2. Megtakarítások és növekedés



**Következtetés**

A válság kitörését követő hét évvel a példa nélküli élénkítő monetáris politikai törekvések ellenére a világ-gazdaság növekedése nagyon gyenge, és a kockázatok is többnyire lefelé mutatnak. A nagyon kedvező hitelezési kondíciók azonban a gyenge aggregált keresleti kilátások miatt a legtöbb országban egyelőre kevésbé eredményezték a beruházási tevékenység élénkülését. A történelmileg nagyon alacsony, több esetben negatív kamatok mellett is a magánberuházók még óvatosak és kívánnak, miközben a fiskális politikáért felelős gazdaságpolitikusok sok országban vonakodnak attól, hogy a keresletet a már meglévő adósságok mellett növeljék. Ezzel növekszik a kockázata annak, hogy a válságból való kilábalás elhúzódik, az adósságráták lassan mérséklődnek és a mérlegalkalmazkodási kényszer miatti túlzott megtakarítások keresletet visszafogó hatása alig enyhül.

Az ábrák forrása: BIS (2014).

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2015. április 23-án.”

## Irodalom

- Ábel I., Csontos O., Lehmann K., Madarász A. és Szalai Z. (2014): „Az inflációs célkövetés megújulása a válság után”, *Hitelintézeti Szemle*, pp. 35–56.,  
[http://hitelintezetiszemle.hu/Root/MNBSzemle/tartalom/cikkenkent/2\\_Abel\\_et\\_al.pdf](http://hitelintezetiszemle.hu/Root/MNBSzemle/tartalom/cikkenkent/2_Abel_et_al.pdf)
- BIS (2014): *84<sup>th</sup> BIS Annual Report, 2013/2014*, <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2014e.htm>
- Borio, C. and Disyatat, P. (2011): *Global Imbalances and the financial crisis: Link or no link?*, IBS Working Papers No. 346., [www.bis.org/publ/work346.pdf](http://www.bis.org/publ/work346.pdf)
- Magyar Nemzeti Bank (2014): *Növekedési jelentés*, [http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/novekedesi-jelentes/mnbhu\\_novekedesi\\_jelentes\\_201411](http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/novekedesi-jelentes/mnbhu_novekedesi_jelentes_201411)
- Hayes, M. G. (2006): *The Economics of Keynes. A New Guide to the General Theory*, Edward Elgar (hozzáférhető itt: <http://www.postkeynesian.net/downloads/MGH2006.pdf>)
- International Monetary Fund (2015): „Private Investment: What is the Holdup?”, in: Chapter 3, *World Economic Outlook*, Spring, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/01/> ,  
április Roger, C. (1989): *Money, Interest and Capital. A study in the foundations of monetary theory*, Cambridge University Press, Cambridge
- Tamborini, R. (2006): “Wicksell, Keynes and the New Neoclassical Synthesis. Whither saving-investment imbalances?”, in: Calcagnini, G. and E. Saltari (eds) (2009): *The Economics of Imperfect Markets. The Effects of Market Imperfections on Economic Decision Making*, Springer Verlag, (online is hozzáférhető a kiadó engedélyével itt: <http://sugarhooover.co.uk/articulosrecibidos/Tamborini.pdf>)
- Tily, G. (2012): “Keynes’ Monetary Theory of Interest”, in: *Threat of Fiscal Dominance?*, BIS Papers, No. 65., May, pp. 51-81, [http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap65c\\_rh.pdf](http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap65c_rh.pdf)
- Woodford, (2003): *Interest and Prices. Foundations of a Theory of Monetary Theory*, Princeton University Press.