

MOSOLYGÓ ZSUZSA

LAKOSSÁGI MEGTAKARÍTÁSOK: TÉNYEZŐK ÉS INDIKÁTOROK AZ ELŐREJELZÉSHEZ

A közgazdasági elméletek egyik alapvető témája a lakossági megtakarítások vizsgálata. A megtakarításelmélet ugyanakkor általában a fogyasztási elméletek kiegészítő eleme. A közgazdasági modellek áttanulmányozása mindazonáltal inkább csak fogódzót, mintsem irányítót, vagy határozott útmutatást jelenthet a megtakarítások elemzői számára. Vannak divatos és kevésbé divatos elméletek és modellek, vannak „korszerű” elemzési keretek, ám úgy tűnik, a lakossági megtakarítási döntések olyan szerteágazók, hogy azokat nem lehetséges egyetlen elmélettel vagy modellel leírni.¹ Így az elemzőnek és előrejelzőnek az a feladata, hogy meghatározza azokat a legfontosabb tényezőket, amelyek adott gazdaságban, időszakban és társadalmi-gazdasági feltételek közepette leginkább jellemzik a megtakarítói magatartást.

Ugyanakkor a hazai megtakarítási folyamatok vizsgálatánál segítséget nyújt a nemzetközi tendenciák feltérképezése is. Ebből a szempontból az elmúlt tíz-húsz év fontos fejleménye a lakossági megtakarítási ráták csökkenése.

A LAKOSSÁGI MEGTAKARÍTÁSI RÁTÁK CSÖKKENÉSÉNEK NEMZETKÖZI TENDENCIÁJA

A **fejlett országokban** a 90-es években az állami eladósodás visszafogása (a költségvetési deficit fokozatos lefaragása

az Európai Unióban, költségvetési aktívum az Egyesült Államokban) lehetőséget teremtett a magánszektor, ezen belül a lakosság eladósodásának növekedésére. Ez tükröződött a banki magatartásban is, hiszen a bankok az állami finanszírozás mérséklődését a lakossági (és vállalati)

1 A makrogazdasági szemléletet háttérbe szorították a mikroökonómiai megközelítésű elméleti modellek, melyek egyéni optimalizálási modellekkel elemzik a fogyasztói magatartást. Ezek közül a legnagyobb hatókörűek a Modigliani nevéhez fűződő életciklus-modellek, s azok továbbfejlesztett

változatai, illetve a Friedman féle permanens jövedelem hipotézis. Az újabb alternatív elméletek egy-egy sajátos megtakarítási elemre, vagy magatartásra koncentrálnak, mint például az örökség-hagyás, vagy a hüvelykujjszabályt alkalmazó fogyasztók leírása stb. (Részletesebben: Tóth-Árvai [2001])

hitelezési aktivitás emelésével ellensúlyozhatták.² Különösen nagy volt a háztartásokba irányuló hitelek bővítésének szándéka az amerikai piacon, hiszen ott a tőzsde a vállalatok forrásszerzésében a bankokénál nagyobb szerephez jutott. A bankok hitelezési aktivitása, termékei, kondíciói is kedvezőbbé váltak, így a lakosság likviditási korlátja erősen oldódott. Ily módon keresleti és kínálati oldalról egyaránt megalapozódott a lakossági eladósodási szint növekedése és a megtakarítási ráta csökkenése. Ehhez kapcsolódik még egy, az előbbivel összefüggő pozitív externális hatás, a reálkamatok csökkenése, ami tovább gyengíthette a likviditási korlátot. A pénzügyi piacok ebben az időben bekövetkezett fejlődése úgyszintén segítette a likviditási korlát oldódását.

A fejlett országok közül az Egyesült Államokban (és Kanadában is) különösen számottevően esett a megtakarítási ráta: a lakossági megtakarítási hajlandóság az amúgy sem magas színtről két évtized alatt a felére esett vissza.

Az Egyesült Államokban ezért a kutatások széles köre foglalkozott ezzel a kérdéssel és a bemutatott általános tényezőknél túl a számos új, sajátos elemre is rávilágítottak a vizsgálatok. Ezek a következők:

- A (lakossági) jövedelmek permanens (évtizedes) növekedése javítja a fogyasztói várakozásokat;
- Ugyanilyen hatása lehetett a tartós tőzsdei áremelkedésnek és az ingatlan-

árak emelkedésének a vagyonhaftáson keresztül a 90-es évtizedben;

- A lakossági jövedelmek átcsoportosulása az idősök felé, akiknek a megtakarítási rátája a legjobban esett, s akiknek aránya is nőtt a népességben belül;
- A társadalombiztosítási nyugdíjrendszer és az egészségbiztosító rendszerek kiépítése csökkenti az óvatossági megtakarításokat;
- Pszichológiai elem, mely ahhoz kapcsolódik, hogy a nagy világgazdasági válság után született generációk biztonságérzete jóval nagyobb.

A fenti tényezők általában igazak a fejlett gazdaságokra (bár az európai fejlett gazdaságok ettől eltérő jegeket mutathatnak – például a társadalombiztosítás tekintetében). A magyar tendenciák ugyanakkor vélhetőleg közelebbi kapcsolatban állnak a fejlődő piacok tapasztalataival. Márpedig az utóbbi évtizedben az emerging market (EM) országok többségében is a megtakarítási ráta csökkenését tapasztalhattuk.³

Az **EM-országokban**⁴ a megtakarítási rátát csökkentő legfontosabb tényezők részben hasonlóak a fejlett térségekben megfigyelttekhez, részben különböznek azoktól. Az állam kizorító hatásának mérséklődése (például a konvergenciakritériumok teljesítése nyomán az EU perifériáin, valamint a kelet-közép-európai térségben) ezekben az országokban is fontos elem volt. Itt is szerepet kapott a gaz-

2 Ez ilyen tiszta formában csak zárt gazdaság esetében, vagy globális méretekben igaz. Ekkor nem lehet szó külső finanszírozásról.

3 Árvai–Menczel [2000].

4 Az EM (emerging market) fogalma a fejlődő-feltörekvő országok csoportját jelenti, melyet itt tágran értelmezünk, és beletartozónak véljük az EU gyengébb-
ben fejlett régióit is.

dasági-pénzügyi liberalizáció (áruforgalom, tőkeáramlás, pénzfolyamatok, munkaerő), ami a szóban forgó térséget tekintve minőségi változást jelentett a gazdasági rendszerek működésében. A korlátozások enyhítése nyomán kedvezően alakultak a gazdasági folyamatok, ami erősítette a jövedelemvárakozásokat, javította a jövedelemkilátásokat és eltolódást eredményezett a fogyasztási hajlandóságban. A lakossági eladósodás folyamatai lassan konvergálni kezdtek a fejlett térségéihez. Az EM-országokban is szerephez jutott a jövedelem-újraelosztás (a generációk, illetőleg a gazdag-szegény rétegek között) mint megtakarítási hajlandóságot befolyásoló tényező. A konvergenciafolyamatok a gazdaság jelentős átalakítását követelték meg, s a tranzíció folyamata számottevő szerkezetváltást hozott a gazdasági-társadalmi viszonyokban, és a konvergenciafolyamat stabilizációs periódusokkal egészült ki.⁵ A háztartások megtakarítási aktivitásának alakulása így módon sajátos jegyeket is mutat, amelyek közül a legfontosabbak a következők:

- A mély gazdasági és társadalmi strukturális változásokhoz kötődő permanens jövedelemnövekedési várakozások miatt bekövetkező erőteljes fogyasztásélénkülés;
- Árfolyam alapú stabilizációhoz kötődő fogyasztásélénkülés (reálkamat-csökkenési várakozás);
- Az integrációval kapcsolatos pozitív várakozások is fogyasztásélénkülést alapoznak meg;
- Erőteljes fogyasztói türelmetlenség jelentkezik a tranzíció, illetve a stabilizáció szakaszait jellemző elhalasztott fogyasztási periódusok után.

A HAZAI MEGTAKARÍTÁSI FOLYAMATOKAT ALAKÍTÓ TÉNYEZŐKRŐL

Ami a magyar megtakarítási folyamatokat illeti, számottevő elemzési problémákkal találjuk szemben magunkat. A magyar helyzet vizsgálatát nehezíti, hogy egy olyan fejlődő gazdaságról van szó, amely rendszerváltozáson ment keresztül az elmúlt évtizedben. Így a statisztikai idősorok nagyon rövid időszakokra nyúlnak vissza, általában csak rövid távú összehasonlítható adatokat tartalmaznak. Ráadásul történelmi mértékkel mérve gyorsan változó társadalmi-gazdasági meghatározottságú folyamatokról, így módon viharos változásra képes magatartásformák vizsgálatáról van szó.

A megtakarításokat meghatározó tényezők feltérképezése nemcsak azért fontos, hogy az előrejelzéseket ezek alapján készítsük, hanem azért is, mert mindez befolyásolja a monetáris politikai eszköztár alkalmazhatóságáról alkotott képet is.

Az eddigi hazai elemzések fő vonulata a **reáljövelmek** szerepének vizsgálata

⁵ Ezeknek önmagukban is nagy hatásuk volt ezen gazdaságok megtakarítási folyamataira, hiszen az átalakítás és korszerűsítés tőkeigénye hazai megtakarításokból, illetve külföldi forrásokból eredhetett. A megtakarítási ráta világméretűnek mondható csökkenését globális szinten csak a költségvetési szektor eladósodásának apadása ellensúlyozhatta, hiszen a vállalati szektor eladósodottságának mérséklődése nem volt valószínű a magas növekedés közepette, külső finanszírozás pedig, mint említettük, globális méretben nem lehetséges!

volt. Kísérlet történt a permanens jövedelem hipotézis (PJH) magyarországi alkalmazhatóságának tesztelésére (Lásd Menczel [2000]), felemás eredménnyel.⁶ Ez az elmélet azonban még a bizonyítható érvényesülése esetén sem lenne alkalmas a megtakarítások előrejelzésére, mivel az PJH alapkövetkeztetése szerint a **megtakarítás jelezné előre a jövedelemváltást, és nem fordítva**. A PJH alkalmazhatósága ezen kívül valószínűleg amúgy is megkérdőjelezhető egy erőteljes mozgásban lévő társadalom esetében. A szóban forgó tanulmány ugyan magyarázatot vélt találni a 90-es évtized elejének megtakarítási csúcsára a **fogyasztássimítás** céljának előtérbe helyezésével, ez alapján azonban nehéznek tűnik megmagyarázni a megtakarítási ráta hirtelen visszatérését a korábbihoz közeli szintekre. A hosszú távú folyamatok még azt is megmutatják, hogy az 1995-ös drasztikus reáljövedelem-csökkenésnek a korábbiakhoz képest szinte elenyésző hasonló hatása volt. A PJH alaptételei ennek ellenére segítségünkre lehetnek a megtakarítások elemzésében. A megtakarítási ráta csökkenésének az elmúlt fél évtizedben tapasztalt trendjét például – éppen a PJH alapján – a **tartósan javuló jövedelemkilátásokkal** is magyaráz-

hatjuk. Másik fontos következtetés is adódik akkor, ha az említetteket összevetjük a hazai folyamatokkal.⁷

Csupán a reáljövedelmek alakulásával nem tudjuk teljesen magyarázni és előre jelezni a lakossági megtakarítások mozgását. Például ha a meglóduló lakossági jövedelem egy tartós jövedelememelkedés kezdetét jelenti, akkor ez a megtakarítási aktivitás csökkenését eredményezi, míg egy átmenetinek tartott hasonló mértékű jövedelemnövekedés pont ellentétes megtakarítási magatartást eredményezhet. Az adott elméleti kereteken belül tehát tudnunk kellene, hogyan simul az adott évi jövedelemalakulás a hosszú távú jövedelemvárakozások trendjébe. Mindez persze nem jelenti azt, hogy a jövedelmek nem hatnak a megtakarítások alakulására, hanem csupán azt, hogy a megtakarítási aktivitás változásainak bemutatására és előrejelzésére nem ez a legalkalmasabb a mutató (1. ábra).

Ha már a makrogazdasági jelzőszámoknál tartunk, érdemes megfigyelni azt, hogy hosszabb távon az **infláció** alakulása talán még jobban jelzi a **pénzügyi** megtakarítások változását, azok trendjét, sőt az ingadozásokat is. A közgazdasági elmélettől ez a magyarázó tényező sem idegen, s itt főként a kamatok miatti felfü-

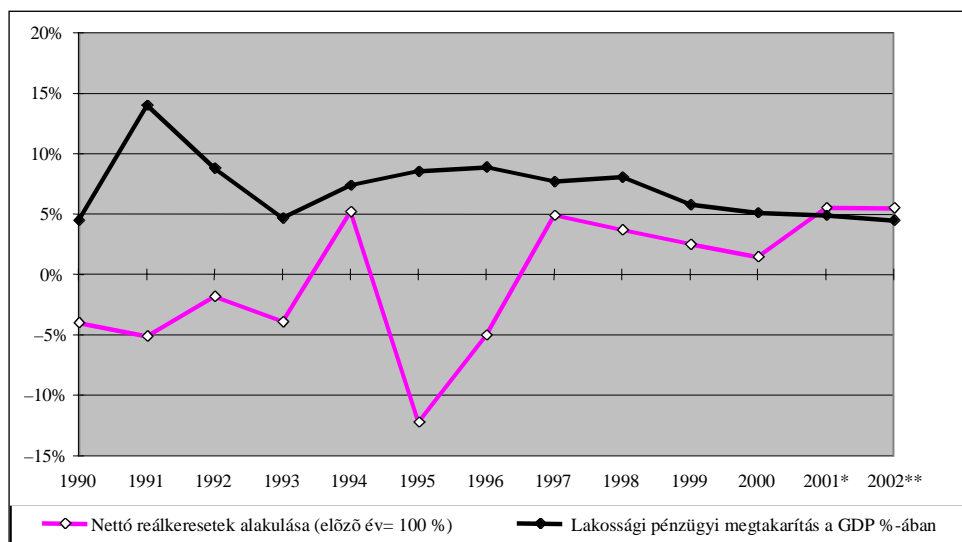
6 A friedmani gondolat lényege, hogy az egyének fogyasztását nem a folyó jövedelmük, hanem az egész életük által megkeresett jövedelem átlaga – a permanens jövedelem – határozza meg. A fogyasztást így a hosszú távú várakozások határozzák meg, míg a jövedelmek átmeneti kilengései a megtakarítások változásában csapódnak le. Ha az egyének folyó jövedelmei magasabbak a permanens jövedelemnél, akkor növelik megtakarításaikat, ellenkező esetben csökkentik azokat. Az elmélet fontos következteté-

se a „fogyasztássimítás” magatartásának érvényesülése.

7 A lakossági jövedelmek alakulását a reálkeresetekkel próbáljuk közelíteni, a lakossági pénzügyi megtakarítás pedig a nettó pénzügyi tranzakciót jelenti. Ezen nettó kategóriánál a bruttó megtakarításból leszámítódik a lakosság pénzügyi tartozása. A lakosság éves nettó pénzügyi vagyónváltozásából az árfolyamváltozásokat kiszűrésével kapjuk az adott évi nettó pénzügyi megtakarítást.

1. ábra

A háztartások megtakarítási rátája és reálkeresetek alakulása



Forrás: MNB, KSH

* előzetes

** becslés

jódásra vezetik vissza az infláció és a megtakarítások kapcsolatát.⁸

A magyar tapasztalatok egy kicsit más világtársa helyezik ezt a kérdéskört. Úgy

8 Infláció esetén ugyanis a lakosságnak annak ellenére emelkedhet a statisztikailag kimutatott megtakarítása, hogy a jövedelmi helyzete valójában nem javul. Ez azért van így, mert a statisztika általában a teljes kamatbevételt megtakarításként tartja számon, jóllehet a nominális megtakarításnak csak azon része jelent tényleges – közgazdasági értelemben vett – megtakarítást, ami a tőke (pénzügyi aktívák) reálértékének megtartásán felül adódik. Közgazdaságilag a lakossági megtakarításba azon jövedelmek tartoznak, melyek a pénzügyi aktívák reálértékének megőrzésén felül állnak rendelkezésre. (Friedman megfogalmazása szerint a jövedelem az az összeg, melyet a fogyasztó elfogyaszthatna – vagy azt hiszi, hogy elfogyaszthatna – anélkül, hogy a vagyona reálértéke megváltozna.) Tehát a megtakarításba csak a reálkamatlábnak megfelelő kamatjövedelem tartozna bele, ám a statisztika a teljes nominális kamatbevételt beleszámítja a kimutatott megtakarításba. A kimutatott megtakarításnak tehát van egy nem valós része is, ezen nem valós megtakarításnak a nagysága annál jelentősebb, minél magasabb az infláció és minél nagyobb a lakossági pénzügyi vagyon. Ezek alapján a konvencionáli-

san számított megtakarítási ráta rendkívül szoros kapcsolatban áll az infláció alakulásával.

A nem valós kimutatott jövedelem és megtakarítás nagysága:

$$dt = p \times A_{t-1} / (1+p),$$

ahol p az inflációs ráta és A pénzügyi aktívák nagysága és a megtakarítási ráta:

$$s_t = 1 - (C_{t-1} / (YD_{t-1} + d)),$$

ahol C a fogyasztás nominális értéke, YD a rendelkezésre álló nominális jövedelem (Lásd részletesen Dedák [1994]).

Ez jellemzően a hagyományos statisztikai mérőszámokra jellemző, nevezetesen a nettó pénzügyi pozíció kategóriájára, a jegybank által újabban publikált kategória – az operacionális megtakarításé – éppen ezt a problémát eliminálja.

A fentiekén kívül más elméleti aspektusok is alátámasztják az infláció megtakarítási aktivitásban betöltött szerepét. A pénzügyi és reáljavak árainak magas infláció esetén eltérő volatilitása oda vezet, hogy preferálhatják a pénzügyi javakat, azok kisebb volatilitása miatt.

látszik ugyanis, hogy nem csupán az „inflációs” kamathatas miatt ingadozik a megtakarítási ráta,⁹ hanem az infláció nagy hullámzásai egyéb módon is befolyásolják a lakosság megtakarítási és fogyasztási magatartását. Valószínűsíthető, hogy az infláció olyan összetett mutatószám, amely a lakossági magatartás változását komplex módon befolyásolja, a várakozások irányát is meghatározza. Így az infláció a lakossági (jövedelem – permanens jövedelem) várakozások jelzőjeként a megtakarítási folyamatokat is jellemezheti. Az **infláció hirtelen megugrása** mutatja a társadalmi, intézményi, jövedelmi változások viharait, alapjaiban megrendítve-rontva a lakossági kilátásokat, egyzersmind erősítve az **óvatossági megfontolásokat**. Ezzel ellentétben az **infláció tartós mérséklődése** a lakosság számára egyúttal a hosszabb távú stabilizálódás jeleként értelmeződve **csökkentheti a megtakarítási megfontolásokat** és ezzel a megtakarítási aktivitást. Így adódhat az a paradox helyzet, hogy a várakozásokkal ellentétben a reáljövedelem kiugró csökkenésének idején is emelkedett a megtakarítási ráta (például 1991-ben, 1995-ben), azaz a hirtelen felszökő infláció egyszerre vezetett a megtakarítási aktivitás növeléséhez és a reáljövedelmek eséséhez. Mindközben az elmúlt években az infláció tartós csökkenése jelezheti a gazdaság tartós konszolidálódását (az intézményi,

szerkezeti, jövedelmi kockázatok mérséklődését), csökkentve azáltal a lakossági megtakarítási hajlandóságot.¹⁰ A fenti összefüggések alapján nem csodálkozhatunk, hogy az együttmozgás meglehetősen szembetűnő (2. ábra).

A hazai megtakarítások vizsgálatának talán egyik legérdekesebb kérdése, hogy a **kamatok** hatnak-e a lakossági megtakarítások alakulására. A választ számos elem nehezíti. Már az elméleti válasz sem nyilvánvaló. Ezenkívül a gyakorlatban a célkamat meghatározása sem egyértelmű (reál, vagy nominális, rövid, vagy hosszabb távú, azonos időszaki, vagy előretekintő inflációval deflált legyen-e ez a kamatláb, például attól függően, hogy naiv, illetőleg szofisztikált befektetőkkel kalkulálunk-e stb). Ugyanakkor a gazdaságpolitika alakítói, a monetáris politika kivitelezői lépten-nyomon hivatkoznak a kamatok makrogazdasági keresletszabályozó szerepére.

Saját vizsgálódásaink azt erősítik, hogy a **kamatalakulásnak a feltételezettnél sokkal nagyobb szerepe van a megtakarítások alakulásában**. A hosszabb távú megközelítés minden problematikája ellenére úgy tapasztaljuk, hogy a kamatok és a megtakarítások között szoros együttmozgás figyelhető meg. Ez több időszakban eléggé egyértelműen megfigyelhető (3. ábra).

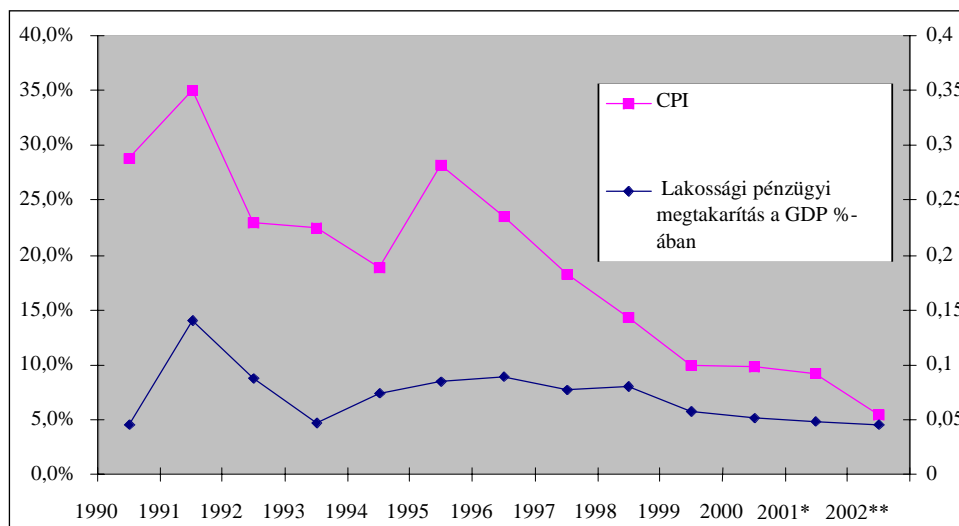
Az inflációnak a megtakarítások befolyásolásában betöltött szerepe nem teljesen érthető a reálkamat vizsgálata nélkül. Az ugyanis kevésbé valószínű, hogy az

9 A megtakarítási csoda időszakában ugyanis a kamatokban jelenlévő inflációs komponens nélkül számított operacionális megtakarítás (OP) is kiugróan nőtt a becslések szerint. Az operacionális megtakarítás hivatalosan publikált időszora azonban csak 1997-től áll rendelkezésre.

10 A fenti gondolatmenet gyakorlatilag rokon a PJH-ből adódóval, csak hogy itt az inflációs jelzőszerepének tulajdonítunk kiemelkedő jelentőséget.

2. ábra

Fogyasztói árindex és megtakarítás



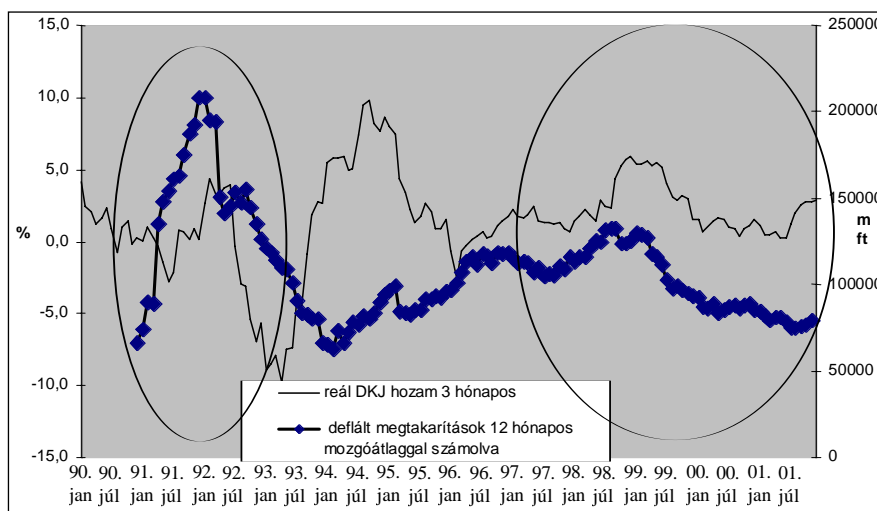
Forrás: MNB, KSH

* előzetes

** becslés

3. ábra

Reálmegtakarítás és reálhozam

Forrás: ÁKK, MNB¹¹

¹¹ A reálkamat meghatározásának alapja a diszkont kincstárjegy volt, mert erre nézve rendelkezünk a leghosszabb havi adatsorral, s az évtizedes tendenciákat így jobban nyomon tudjuk követni.

infláció növekedése mindenkor a pénzügyi megtakarítások emelkedését váltaná ki, hiszen a pénzügyi megtakarításokat fenyegeti az elinflálódás veszélye. A megtakarításnövelő szerepét az infláció csak akkor töltheti be, ha a kamatok kellő szintje mellett a megtakarítók relatíve biztonságban érzik a pénzüket, így tehát a **nominális kamatszintnek** követnie kell az áremelkedést, ellenkező esetben a korábbi következtetésünkkel szemben pont ellentétes magatartás lenne várható. Amint azt a tények mutatják, a relatíve magas kamatok az 1991–92-es, valamint a 1995–96-os inflációs csúcsok idején is hozzájárultak a magas pénzügyi megtakarítási ráta szintjéhez.

A nominális kamatszint más mechanizmuson keresztül is hat a pénzügyi megtakarítási rátára, mégpedig a **lakossági hitelfelvételi hajlandóságán keresztül** (4. ábra). A magas nominális kamatok a nagy törlesztőrészek miatt növelik a likviditáskorlátos háztartások számát. A jelentős infláció azért nehezíti a hitelfelvételt, mert „orr-nehézzé” teszi a törlesztést, azaz relatíve drága az időben korábbi törlesztés (egyenlő törlesztőrészlet mellett), s így erősíti a likviditáskorlátokat.¹²

A nominális kamatszint mérséklődése tehát önmagában is ösztönzi a lakosság hitelfelvételi aktivitását. Ez a folyamat persze összefügg a lakosság megtakarítási aktivitásának csökkenése irányába ható általános tényezőkkel, összefüggésben a gazdasági átalakulás utáni stabilizációval, konszolidációval, s ez jelen esetben

javuló jövedelmi kilátásokat jelent. A lakossági hitelezés bővülésnek intézményi alapja is volt: a privatizáció következtében a bankok között növekvő verseny (a lakossági üzletágban is), ami kínálati oldalról alapozta meg az utóbbi évekre jellemző kiugró dinamikát. A csökkenő nominális kamatszint önmagában is erősíti az **ingatlanbefektetések** felé fordulást. (Egyes felfogások szerint a 15 százaléknál kisebb nominális kamatszint jelenti a lélektani határt, s ekkor érdemes befektetésként is az ingatlant választani!) Az elmúlt évek kormányzati politikája a kamattámogatásokkal tovább erősítette ezt a hatást.

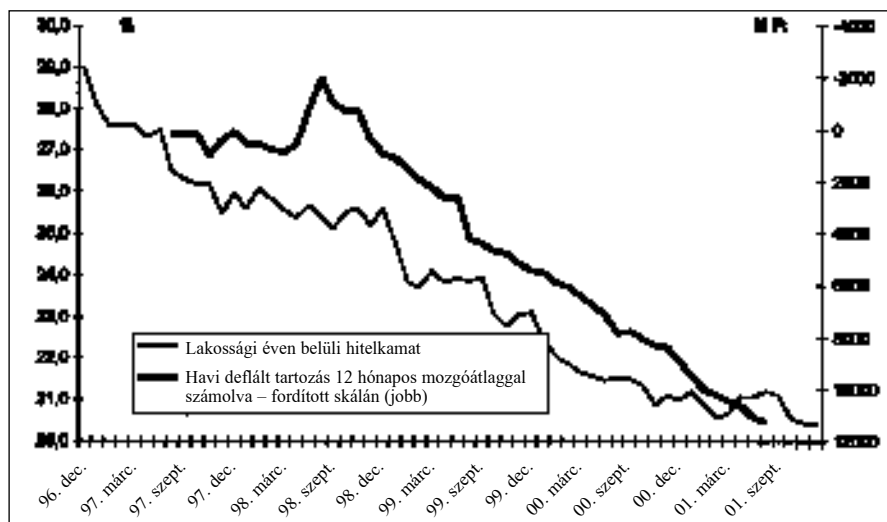
A lakásberuházások megélénkülése a lakossági reálfelvetések előtérbe kerülését jelenti, s ez is a pénzügyi megtakarítási ráta csökkenését eredményezi. A hitelezési aktivitás növekedése tehát kiegészül a lakossági **nem pénzügyi megtakarítások (lakásberuházás)** élénkülésével.

Elmondható tehát, hogy **számos, az átalakulással kapcsolatos elemet, kormányzati hatásokat, intézményi változásokat, egyedi tényezőket** is le tudunk írni statisztikailag is megragadható folyamatokkal. A hitelezési aktivitás trendszerű bővülése a kedvező jövedelmi várakozásokat, a bankverseny fokozódását, a nominális kamathatásokat és az ingatlanpiaci aktivitást együtt tükrözi. Az infláció alakulása bizonyos értelemben szintén ilyen összetett indikátornak tekinthető, ami a közvetlen hatásokon kívül a várakozásokat, az óvatossági motívumok érvényesülését jelzi. Mindezek alapján a hazai folyamatok részletesebb vizsgálatánál négy elemet emelünk ki a tényezők sokasága

¹² Ez főként a hosszú lejáratú hiteleket, tehát az ingatlanhiteleket érinti erőteljesen.

4. ábra

Deflált havi tartozások és kamatalakulás



Forrás: MNB és saját számítások

közül, de úgy véljük, hogy a szűkítés úgy segíti az elemzést, hogy közben az alapvető folyamatok bemutatásán nem ejtünk csorbát.¹³ Így kiemelt szerephez jut a reál-

kamat, a reáljövedelem, az infláció és a hitelezési aktivitás, s úgy véljük, hogy ezekkel a kategóriákkal a megtakarítást befolyásoló elemek többségét is meg tudjuk ragadni, azok hatásmechanizmusainak alaposabb vizsgálata nélkül is.

13 A lakossági megtakarítások legfontosabb tényezői – a teljesség igénye nélkül – a következők:

- a reáljövedelem (ezen belül a permanens jövedelem, a jövedelmi szerkezet, a makroszintű jövedelem szintje és növekedése, gazdasági ciklushatások, háztartások költségvetési korlátja, azaz a likviditási motívum);
- reálkamat (helyettesítés-, jövedelem-, vagyonghatás);
- infláció mértéke (inflációs felfújódás magas infláció esetén);
- várankozások (fogyasztói pszichózis, fogyasztói türelmetlenség, jövedelmi várankozások, pénzüliúzió);
- intézményi-strukturális hatások (pénzügyi liberalizáció, tranzíció, integrációs folyamatok, privatizáció, dezintermediáció, adórendszer, nyugdíjrendszer);
- óvatossági motívum (munkanélküliség, nyugdíjrendszer.)

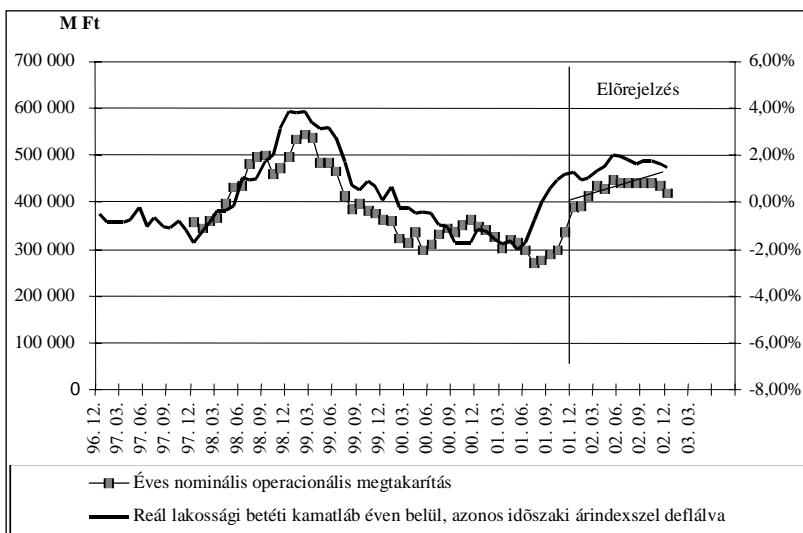
MEGTAKARÍTÁSI FOLYAMATOK AZ OPERACIONÁLIS MEGTAKARÍTÁS FIGYELEMBEVÉTELÉVEL

Az MNB részletesebb adatközlései 1997-től kezdődően mélyebb vizsgálatokra is lehetőségeket nyújtanak, s ezek alapján megkíséreljük górcső alá venni a korábban általunk kiemelt tényezők hatásait.

A legfontosabb megállapításunk az 1997–2001-es időszakra az, hogy az

5. ábra

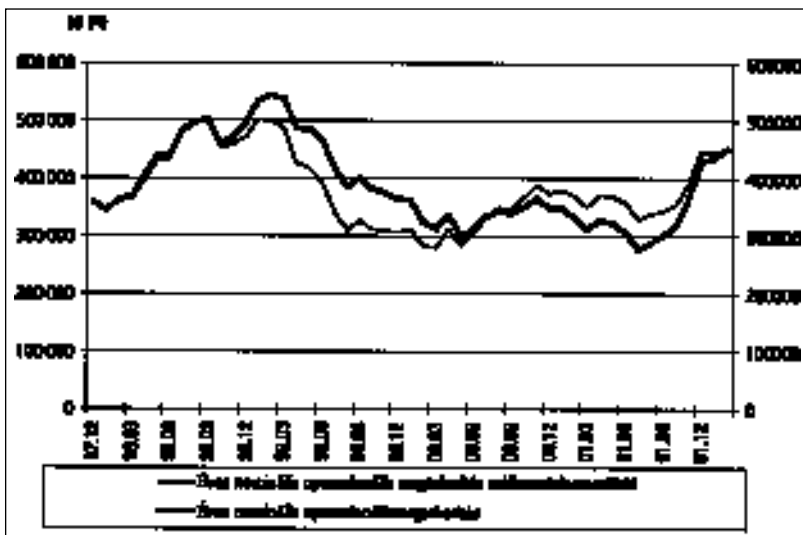
A reál betéti kamat és a megtakarítások alakulása



Forrás: MNB és saját számítások

6. ábra

A megtakarítások és a reálkamat hatása



Forrás: MNB és saját számítások

operacionális megtakarítás,¹⁴ ami közgazdasági értelemben is megtakarításnak tekinthető, **erősen együttmozog a reálkamatok** alakulásával.¹⁵ Mondhatjuk persze azt is, hogy a fenti összefüggés definíciószerűen adódik, hiszen az operacionális megtakarításban a reálkamat eleve benne foglaltatik. Valójában azonban az 5. ábra éppen azt mutatja, hogy a kamatjövedelmet nem költötték el a reálkamat adott szintje mellett. Az „automatikus” reálkamathatás volumenben amúgy is jóval kisebb lehetne csupán, hiszen az 1998-as felfutás idején az inflációs kamatelem 320 milliárd forint volt, s ez mintegy háromnegyed részt tett ki a nominális kamatszinten belül. Márpedig a megtakarítás megugrása 200 milliárd forint körüli volt, vagyis a megtakarítás emelkedése meghaladta a reálkamat miatt előálló megtakarításnövekmény mértékét. Tehát nem csupán a reálkamat összegével nőtt a megtakarítás, hanem annál nagyobb mértékben.¹⁶ A megtakarítások nagyságából az egész időszakra kiszúrtuk a reálkamatok alakulásából következő megtakarítás-elemet. S ezek alapján jól látható, hogy az automatikus reálkamathatás önmagában

nem indokolja a megtakarítások látható ingadozásait (6. ábra).

A reálkamatok ingadozásait tehát jól követte megtakarítások alakulása is, s az utolsó fél évben az emelkedő reálkamatok mellett a megtakarítások is emelkedésbe kezdtek.

A megtakarítás alakulásának másik fontos eleme volt a hitelezési aktivitás növekedése. Jól látható, hogy a nettó pénzügyi megtakarítások trendjeire milyen nagy hatással bírt a lakossági hitelezés felfutása. Jórészt ennek tudjuk be, hogy a reálkamatok emelkedését a fölfelé tartó periódusban csak késéssel követte a nettó pénzügyi megtakarítások növekedése (7. ábra).

Ami a jövedelmi hatást illeti, az elmélet és a gyakorlat is összefüggést talál a reáljövedelmek és a megtakarítás alakulása között (8. ábra). Úgy látszik, hogy a lakossági jövedelmek emelkedését viszonylag stabilan követik a nominális megtakarítások 1999 elejéig, azután azonban a megtakarítási hajlandóság folyamatosan mérséklődik 2000-ig. 2001-től kezdődően a megtakarítás–jövedelem olló kissé zárulni kezdett.¹⁷ A megtakarítási hajlandó-

14 A nettó pénzügyi megtakarítás két részre bontható, az egyik elem az inflációs kamatkompenzáció, az ezen felüli rész pedig az operacionális megtakarítás.

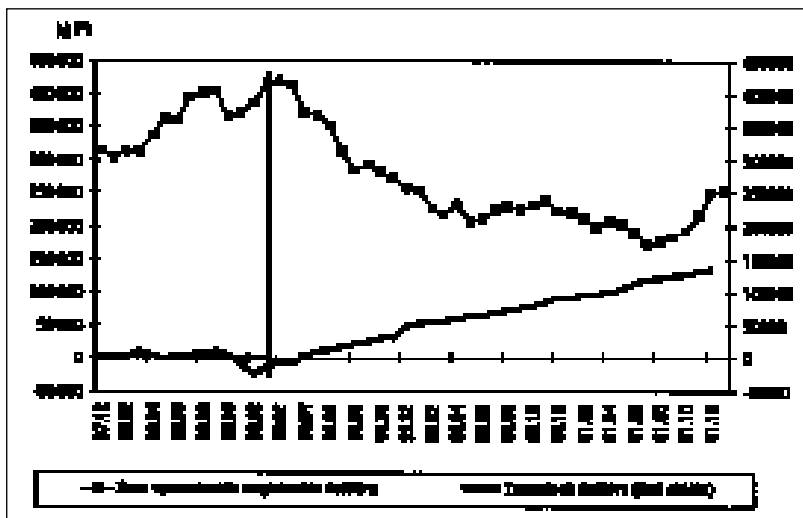
15 A reálkamatoknál éven belüli betéti kamatokkal és visszatekintő (azaz a ténylegesen publikált) CPI-vel számoltunk. Ez nem a közgazdaságit is értelmezhető reálkamat, ám a lakossági döntéseket, ha egyáltalán valami, akkor talán az így számított mutató befolyásolhatja leginkább. Próbálkoztunk szofisztikáltabb reálkamat-számítással is – például simított inflációval, de azt elvetettük, mert a tapasztalatok szerint a hazai lakossági befektetők magatartása ehhez képest sokkal naivabbnak tűnik, sőt az MNB a saját megtakarítás-statisztikáiban sem azt használja.

16 Más magyarázat szerint a lakossági felhalmozási kiadások estek vissza ekkor – adózási okok miatt –, ami átmenetileg növelte a lakossági megtakarítási rátát 1998-ban. Utólagosan a tényezők sokasága miatt valószínűleg még a legszorosabb kapcsolat is megkérdőjelezhető, s persze a kétkedést erősíti az idősorok rövidsége, hiszen ez erősítheti az esetlegesség érzetét. Ezek szerint a bemutatott összefüggéseket egy lehetséges verzióként kell értelmezni.

17 A lakossági jövedelmeket a keresettőmeg kategóriájával próbáljuk közelíteni, ráadásul az utolsó negyedevek adatai becslések, a KSH adatközléseinek figyelembevételével. Emiatt egy sajátos értelmezésű megtakarítási hányadról van itt szó. A rendelkezésre álló jövedelmek ugyanis csak éves bontásban és nagy késéssel állnak rendelkezésre.

7. ábra

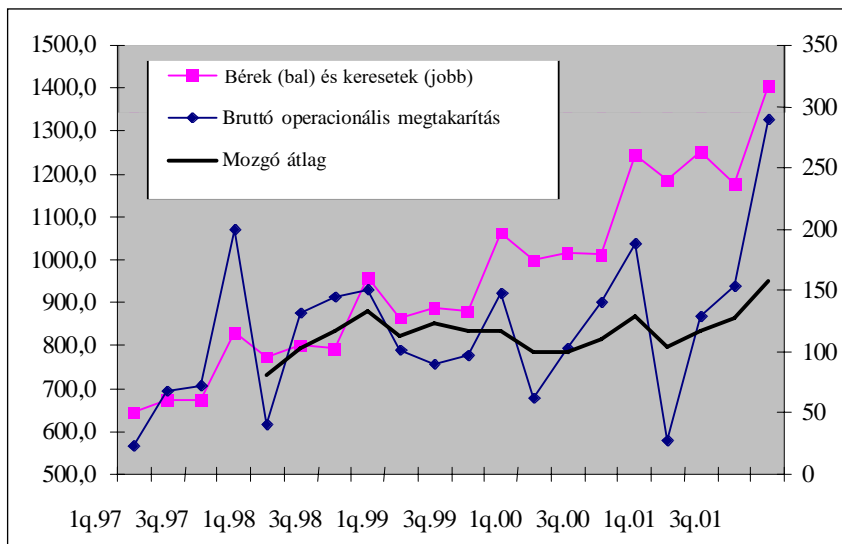
A nettó megtakarítások és a tartozások alakulása



Forrás: MNB és saját számítások

8. ábra

Bérek és megtakarítások (Mrd Ft)



Forrás: KSH, MNB és saját számítások

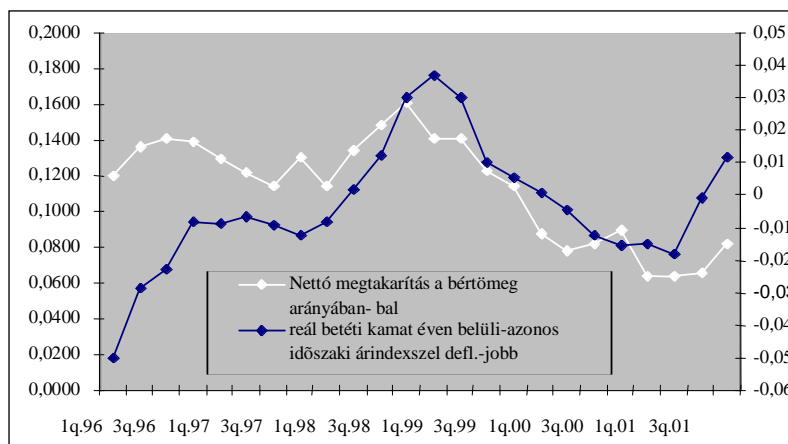
ság csökkenését nem írhatjuk teljesen a hitelezés megélénkülésének rovására, hiszen a bruttó megtakarítások esetében – ha mérsékeltebben is, de – hasonló folyamatok figyelhetők meg.

A lakossági jövedelmek tehát nem határozzák meg önmagukban a megtakarításokat, hiszen az stabil megtakarítási rátát feltételezne. A megtakarítási ráta azonban ingadozik, s az az érdekes, hogy ez a mozgás is összefüggésbe hozható a reálkamat alakulásával (9. ábra). A reálkamat szint változásait ugyanis nemcsak a megtakarítások nagysága, hanem a megtakarítási hányad mozgásai is kísérik. Az utóbbi hónapokban tapasztalt megtakarításnövekedés mögött tehát nem csupán a reáljövedelmek megemelkedése áll, hanem a megtakarítási hajlandóság emelkedése is.

A 2001 második felében meglóduló lakossági megtakarítások háttérében jövedelmi oldalról két szempontból is mutatkozik egyedi növekedési elem. Egyrészt az infláció viszonylag gyors esése miatti szinte automatikus „reáljövedelem-többlet” abból fakad, hogy a jövedelemalakulás alkalmazkodása a csökkenő inflációs pályához késéssel következik be. Másrészt pedig a választásokkal összefüggésben meglóduló növekvő bérkiáramlás szintén egyedi megtakarításnövelő elemnek tekinthető. (Vegyük észre, hogy itt a PJH érvényesülése látszik, azaz a váratlan jövedelemnövekedés gyarapítja a megtakarítást, a 2002 elején jellemző 11 százalékos reálkeresetnövekedési ütem és a 6 százalékos fogyasztásnövekedés mellett.)¹⁸

9. ábra

Megtakarítási hányad és reálkamat

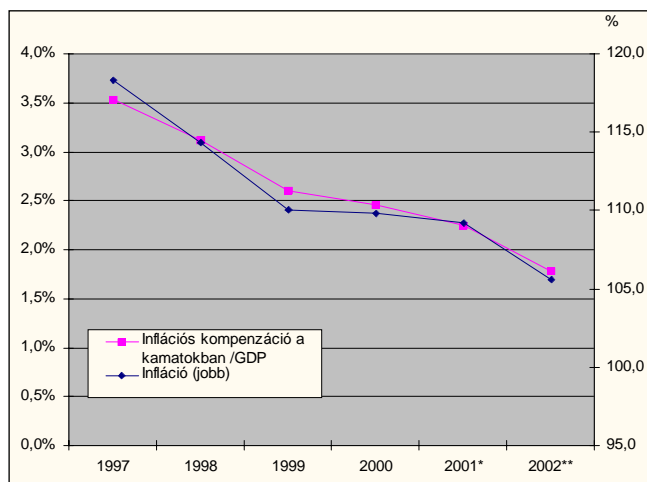


Forrás: MNB, KSH és saját számítás

¹⁸ Ezért a jövedelemnövekedési hatás, ha átmenetinek bizonyul a későbbiekben, korrigálhatja a megtakarítási magatartást. A relatíve magasabb reálkamatok hatása viszont ellensúlyozhatja ezt a folyamatot.

10. ábra

Infláció és inflációs kamatkomponens a megtakarításokban



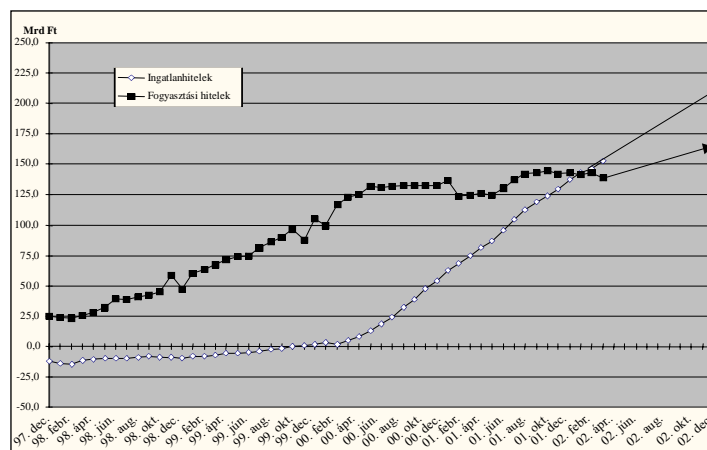
Forrás: MNB, KSH és saját becslés

* előzetes

** becslés

11. ábra

Lakossági hitelek 12 havi értékének alakulása



Forrás: MNB és saját előrejelzés

A reálkamatok és a reáljövedelmek a lakossági megtakarítások növekedését segítik a közeljövőben, két meghatározó elem hatására azonban mégis **folytatódik a lakossági nettó pénzügyi megtakarítási ráta trendszerű csökkenése**. Az egyik ilyen elem az **infláció** (10. ábra). Az ennek mérséklődése miatt bekövetkező nominális kamatsökkenés hatására jelentősen visszaszorul majd a megtakarításokon belül a kamatelem nagysága. Az inflációs kamatkomponens várhatóan önmagában fél százalékk mérsékli a GDP arányos megtakarítási rátát.

A másik elem a lakossági eladósodás folytatódó növekedésével kapcsolatos (11. ábra). Továbbra is **jellemző marad a hitelállomány számottevő (mintegy 30 százalékos) növekedése** is. A lakossági eladósodottság Magyarországon olyan alacsony szintű, hogy még komoly tere van a hitelezési aktivitás bővülésének, s ezt a korábbiakban említetteknek megfele-

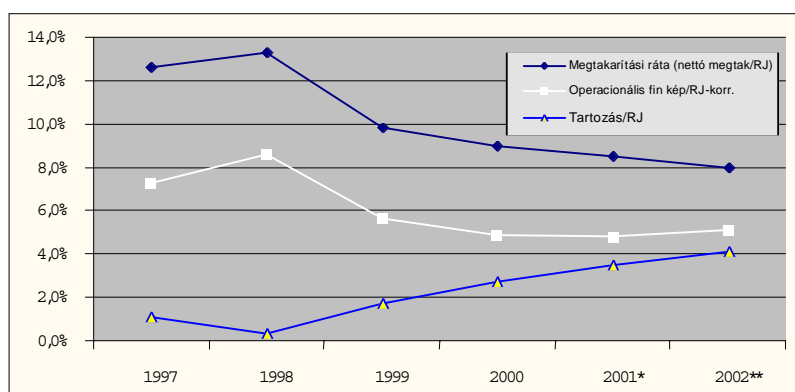
lően alátámasztják a kedvező jövőbeni jövőbeli kilátások is.

A korábbiaknál azért kisebb dinamika várható, főként a fogyasztási hitelek esetében. A hitelezési dinamika mérséklődését okozza az, hogy a telítődés jelei is fokozatosan jelentkeznek – a korábban elhalasztott fogyasztás pótlási időszakának lassan közeledő befejeződését jelezve –, miközben a növekvő hitelállomány egyben fékezi a jövedelemnövekedés oldaláról jelentkező kedvező hatást a likviditáskorlátokra. Az EU fejletlenebb országainak adatai azt mutatják, hogy a hitelállomány bővülése tartósan kétszámjegyű tartományban maradt, s ezt is figyelembe véve biztos számíthatunk a jelentős mértékű bővülés fennmaradásával.

Mindezek figyelembevételével a 2002. évre alapjában továbbra is **a nettó megtakarítási ráta csökkenése** lesz jellemző. A várakozásaink szerint azonban **az operacionális megtakarítások emelke-**

12. ábra

Megtakarítási ráta elemei



Forrás: MNB, KSH, PM és saját becslés

* előzetes

** becslés

dő trendet mutatnak. Ezt a reálkamatok és a reáljövedelmek kedvező alakulásának tudjuk be (12. ábra). Így összességében az operacionális megtakarítások nagysága az év végéig 450 milliárd forintra nőhet, a mérsékelt inflációs kamatkompenzáció miatt azonban a nettó pénzügyi pozíció nominálisan alig emelkedik a 2001. évihez képest. A várható 730 milliárd forintos nettó pénzügyi pozíció mellett a teljes pénzügyi megtakarítási ráta tehát tovább csökken.

A megtakarítási szerkezet alakulásának egyik fontos sajátossága, hogy viszonylag gyorsan és radikálisan változik a megtakarítások aránya a különféle megtakarítási típusok között (13. ábra). A gyors váltás persze csak az új befektetésekre és nem az állomány egészére érvényes.

A pénzügyi (PI) és nem pénzügyi megtakarítások egymás rovására kapnak teret, a nem pénzügyi megtakarításokon belül az állampapír (ÁP) megtakarítások és a befektetési alapos (BA) megtakarítások is sokszor egymással ellentétesen mozognak.

Ami a **megtakarítási szerkezet** változását illeti, itt az egyes megtakarítási típusok közötti relatív hozamalakulás szerepe elméletileg is jóval elfogadottabb, mint a makroszintű megközelítésnél. A magyar tapasztalatok is alátámasztják mindezt,¹⁹ ám a nagy szerkezeti mozgások mögött más egyedi elemek is meghúzódtak. A megtakarítások elemenként meglehetősen hozamérzékenynek tekinthetők (14. ábra).

Vizsgálódásaink hangsúlyát ezen belül is a leginkább kamatérzékeny (PI, BA,

ÁP) elemekre helyezük, s ezeket tekintjük át részletesebben is.

Ami a **pénzügyi megtakarításokat** illeti, a reálkamatok alakulásától nem független a PI megtakarítási aktivitás. A banki reálkamatok emelkedését és csökkenését is hasonló mozgások követték a lakossági nettó betételhelyezésekben is.²⁰ Érdekes időszak a pénzügyi megtakarítások aránynövekedése 2000–2001-ben, ami megakasztotta a korábbi időszakban jellemzővé váló dezintermediációs folyamatot. Ebben a szakaszban is érvelhetünk a reálkamatok alakulásával, de valószínű, hogy ebben az újbóli felfutásban is szerepet kaptak egyéb, nem kamatalakulással összefüggő elemek.

Ezek közül legfontosabbnak a lakossági hitelezési aktivitás felfutását tartjuk, ami szükségképpen élénkíti a banki kapcsolatokat, valamint a lakáshitelezés esetében a banki megtakarításokat is automatikusan emeli, addig, amíg a pénzeket lekötik. Így tehát a bankszektoron belüli intézményi változások, a bankok lakossági üzletágban való fokozottabb aktivitása is szükségképpen megjelent a lakossági megtakarítási szerkezet változásaiban.

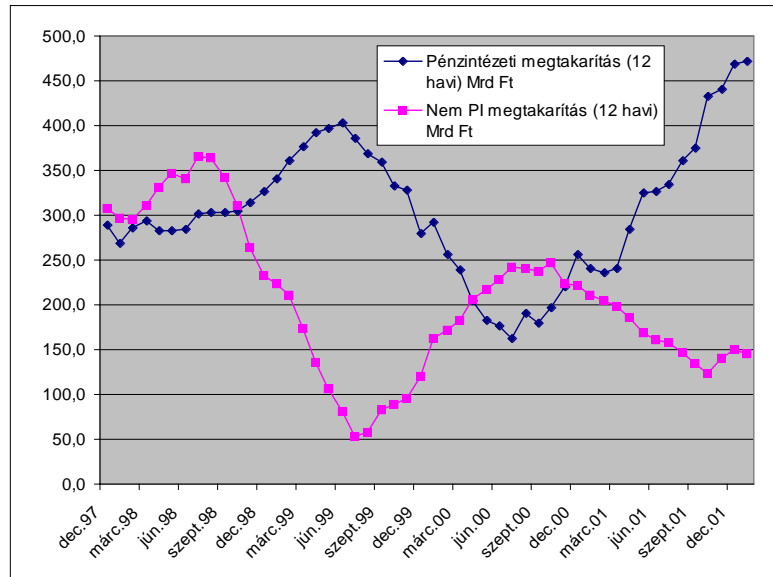
Az azonban továbbra is szembeötlő, hogy a **pénzügyi megtakarítási aktivitás láthatóan komolyan együttmozog**

²⁰ Valószínűleg 1998 végétől az orosz válság fontos szerepet játszott a nem pénzügyi megtakarítások visszaesésében és a lakosság banki aktivitásának élénkülésében, igaz, hogy a reálkamat emelkedése is ennek a következménye. Ezért lehetséges, hogy mindkettő tényező, vagyis a reálkamat növekedése és pénzügyi megtakarítás emelkedése is csak okozat. Igaz, hogy ettől még a reálkamat kategória jelzés-, sőt előrelzés szerepet betölthet.

¹⁹ Ld. Árvai–Menczel [2000] és Kerekes [1992, 1993].

13. ábra

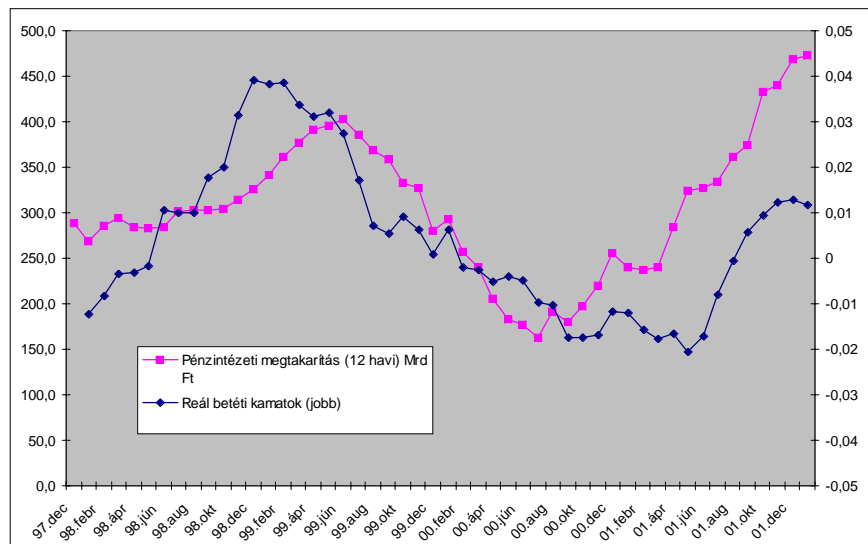
Pénzintézeti és nem pénzintézeti megtakarítások alakulása



Forrás: MNB

14. ábra

PI megtakarítás és hozamalakulás



Forrás: MNB és saját számítás

a banki reálbetéti kamatokkal. S ha az oksági kapcsolat nem is szükségszerű, a jelzésérték az elemzés fontos eleme lehet. Ezenkívül úgy véljük, hogy ez a kapcsolat a kamat-transzmisszió erősödését is jelentheti.

A **befektetési alapok (BA)** esetében egy fontos sajátosságra hívjuk fel a figyelmet. A hozamalakulás szerepére az jellemző, hogy az aktivitás változása leginkább a múltbeli hozamok függvénye. Az figyelhető meg, hogy amikor a hosszú lejáratú állampapírok hozama esik, s emiatt a BA-k hozammutatói javulnak, akkor nő a kedveltségük. [A hozam esésekor az árfolyamok emelkednek és a (kötvény)alapok teljesítményei javulnak.] Mindennek pedig – amint azt később látni fogjuk – komoly hatása van a megtakarítási szerkezet változására a nagyobb kamatváltozások idején.

Külön is vizsgáltuk a befektetési alapok állampapírportfólióját, amellyel a kötvényalapok változó súlyát igyekeztünk megragadni. Az mindenestre jól látható, hogy a hosszú hozamok mozgása elmentés irányú állampapír-piaci aktivitást eredményez a befektetési alapok piacán, azaz a hozamok csökkenésekor – azaz állampapír árfolyam emelkedésekor – az állampapír-befektetések emelkedő tendenciájúak (15. ábra).

Az ÁP és a PI megtakarítások arányváltozásaiban is nyomát találjuk – számos egyedi tényezőtől túl – a hozamhatásoknak.²¹ Így az figyelhető meg, hogy amikor a lakossági állampapírok hozama jelentősen meghaladja a banki átlagkamatoakat, akkor megnő a lakossági állampapír-meg-

takarítási aktivitás, míg ha ez a kamatkülönbség mérséklődik, az a banki megtakarítások felé csábítja a lakossági ügyfeleket (16. ábra).²²

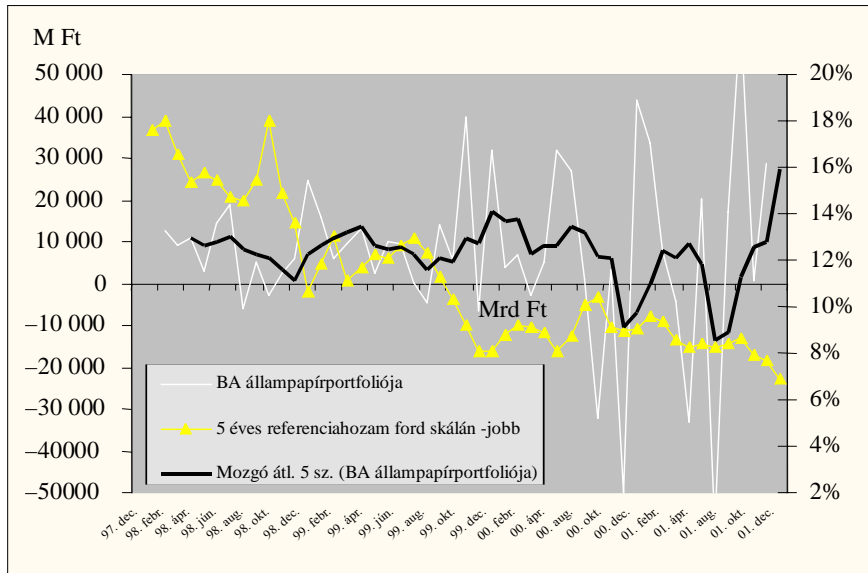
Összességében a fentiekből talán az legérdekesebb tanulság, hogy a lakossági befektetők esetében a hozamok kalkulálásánál **sajátos naiv magatartás** figyelhető meg. Először is jellemző a reálkamat meghatározása „visszatekintő” inflációval, másodsor pedig az, hogy a különböző megtakarítástípusok hozamainak összevetésénél keveredik a múltbeli hozam (befektetési alapoknál, de a most nem vizsgált részvények esetében is) és a jövőbeni hozam. Ez történthetett például 2001 végén és 2002 elején. Ekkor a beinduló hosszú oldali hozamcsökkenés javította a befektetési alapok (visszatekintő) hozamait, miközben a bankok meghirdetett betéti kamatai és a lakossági állampapírok kamatai a rövid oldali hozamcsökkenés mellett mérséklődtek. A BA publikált visszamenőleges hozamai éves szinten kötvényalapok esetében 10 százalékot közelített, mikor a bankok és az állampapírok meghirdetett hozamai egyéves befektetésre 7,5 százalék körül voltak. S ez a tény jelentősen segítette a BA helyzetét, növelte az itteni befektetéseket, főként az állampapír-megtakarítások rovására. Történt ez annak ellenére, hogy semmi nem biztosítja, hogy a BA hozamai utólag is versenyképesnek bizonyulnak az egyéb befektetésekhez képest. Hasonló típusú magatartás figyelhető meg a részvények

21 Árvai-Menczel [2000] szerint ez nem jellemző.

22 A kamatkülönbséget az egyéves lejáratú Kincstári takarékjegy havi átlagkamatai és az MNB által publikált bankrendszer egészére éven belüli betétekre kiszámolt havi átlagkamatok összehasonlításából adódott.

15. ábra

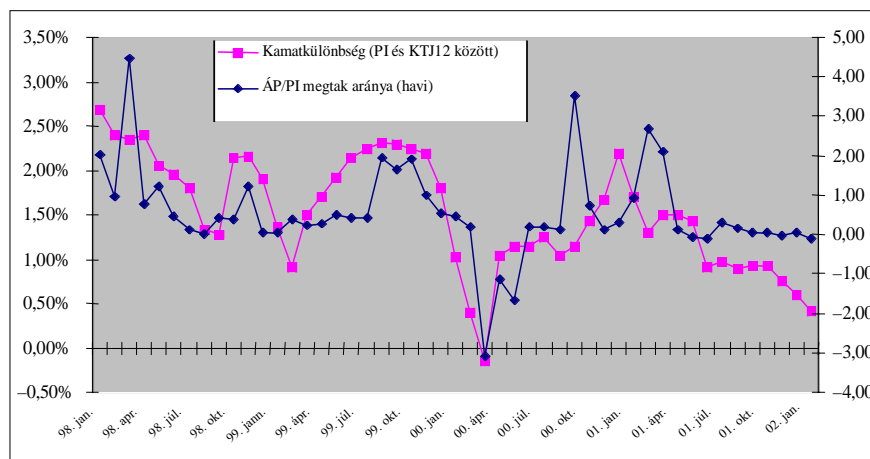
Állampapírbefektetések és hozamok a BA-nál



Forrás: MNB, ÁKK

16. ábra

Kamatkülönbség és megtakarítási arányok



Forrás: MNB, ÁKK saját számítás

esetében is, ahol a BUX emelkedése javítja a visszamenőleges hozamokat, s minél jelentősebb az emelkedés, annál nagyobb az ösztönzés az ilyen befektetésekre.

Ami a lakossági **állampapír-megtakarításokat** illeti, az megfigyelhető, hogy a jelenlegi kamatszerkezet nem ösztönzi különösebben a közvetlen állampapír-befektetéseket. Jelenleg ez a befektetési forma nem kecsegtet kiemelkedő hozammal

a banki megtakarításokhoz viszonyítva, valamint a hozamalakulás egyéb oldalairól is (például BA-k) kedvezőtlen hatások érik az állampapír-megtakarításokat. Ezt a hatást erősíti a pénzmosás elleni törvény elfogadása (a korábban nagy kedveltségnek örvendő bemutatóra szóló állampapírt névre szóló papír váltotta fel), ami intézményi akadályokat gördít a közvetlen lakossági állampapír-megtakarítások elé.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- 1 Árvai Zs.–Menczell P.: A magyar háztartások megtakarításai 1995–2000 között. *MNB Füzetek*, 2000/8. sz.
- 2 Callen, T.–Thimann Ch.: Empirical determinants of household saving: Evidence from OECD countries. *IMF Working Paper*, 97/181.
- 3 Dedák I.: Megtakarítási ráta, infláció, költségvetési deficit. *Közgazdasági Szemle*, 1994. 7–8. sz.
- 4 Elmendorf, D. W.: The effect of interest-rate changes on household savings and consumption. A survey. Federal Reserve Board. 1996. June
- 5 Fall, M.–Loisy, Ch.–Talon, G.: Household savings in France. 1984–1998. International saving comparison project. Deidersheim, April 6–9., 2000. Germany
- 6 Friedman, M.: A theory of the consumption function. *Prienceton University Press*, 1957.
- 7 Household savings in Germany. /University of Mannheim/ Paper prepared for the conference on savings, transfers and wealth. The Jerome Levy Economics Institute, Bard College, New York, May 2000.
- 8 Kerekes A.: Portfólióegyensúlyi modell. *Közgazdasági Szemle*, 1993. 12. sz.
- 9 Kerekes A.: A monetáris politikai lépések hatásainak portfólió szemléletű elemzése. *Bankszemle*, 1992. 10–11. sz.
- 10 Menczell P.: Mit mutatnak a megtakarítások? *Bankszemle*, 2000. 8. sz.
- 11 Modigliani, F.: Pénz, megtakarítás, stabilizáció. *KJK*, Bp. 1988.
- 12 Tóth I. J.–Árvai Zs.: Likviditási korlát és fogyasztói türelmetlenség. *MNB Füzetek*, 2001/2. sz.
- 13 Zsoldos I.: A lakosság megtakarítási és portfólió döntései Magyarországon 19980–1996. *MNB Füzetek*, 1997/4. sz.