

Benczes István*

Nem-keynesi hatások érvényre jutása a keresleti oldalon

Az ún. nem-keynesi hatások vizsgálata mára a makro-gazdaságpolitikai kutatások egyik kitüntetett területe lett. Népszerűvé válása érthető, hiszen a vizsgálódás középpontjában az a kérdés áll, hogy miként magyarázható a fiskális konszolidáció már rövid távon is növekedést gerjesztő hatása. Arra keresik a szerzők a választ, hogy melyek azok az általános jellemzők, amelyek biztosítják a fiskális multiplikátor előjelváltását. A dolgozat a nem-keynesi hatások egyik lehetséges magyarázatát, a kereslet-oldali megközelítést teszi elemzés tárgyává azzal a céllal, hogy bemutassa: a fogyasztási csatornán keresztül érvényre jutó rövid távú expanziós hatások csak akkor várhatók, ha a fiskális kiigazítást olyan környezetben hajtja végre a kormány, ahol nem, vagy csak kevésbé érvényesül a likviditási korlát, valamint ahol a pénzügyi közvetítő rendszer fejlett, illetve dinamikusan mélyül.

Journal of Economic Literature (JEL) kód: E62, E65.

Kulcsszavak: fiskális konszolidáció, nem-keynesi hatások, likviditási korlát.

Bevezetés: pozitív és/vagy negatív fiskális multiplikátor?

A fiskális politika sztenderd keynesi értelmezése szerint az aggregált kereslet eredményesen befolyásolható rövid távon gazdaságpolitikai eszközökkel. Ragadós árak/bérek, kihasználatlan kapacitások és a jövőbeli beruházásokra vonatkozó adott várakozások mellett a kormányzat képes fiskális politikai eszközökkel makrogazdasági stabilizációt elérni. A költségvetési stabilizáció sikere a fiskális multiplikátor nagyságától függ, amely – bizonyos körülmények között – felerősíti a kormányzati politika magánfogyasztásra gyakorolt hatását. Ez egyszersmind a diszkrecionális politika aktív alkalmazásának lehetőségét is megteremti, amit OECD országok a második világháborút követően – különösen receszziós esztendőkből – széles körben alkalmaztak.

A zárt gazdaságokra érvényesülő fenti mechanizmus azonban jelentős mértékben módosul, ha feltesszük, hogy rugalmas árfolyamrendszer és tökéletes tőkepiac érvényesül. Ebben a környezetben ugyanis kétséges a költségvetési politika stimuláló hatása: a multiplikátor értéke 1 alá eshet, akár zero is lehet. Ám még e módosított keynesiánus mo-

* A szerző a Budapesti Corvinus Egyetem oktatója. E-mail: istvan.benczes@uni-corvinus.hu. A kézirat leadásának ideje: 2006 június.

Köszönettel tartozom Csaba Lászlónak, Gáspár Pálnak, Julius Horvathnak, Király Júliának és Neményi Juditnak a cikk korábbi változataihoz fűzött értékes megjegyzéseikért, észrevételeikért. A fennmaradó esetleges hibákért csakis a szerzőt terheli a felelősség.

dellben sem fordulhat elő az, hogy a multiplikátor előjelet váltson és negatív legyen. A tankönyvi megközelítés szerint a kormányzati és magánfogyasztás között a kapcsolat mindig pozitív, még ha annak mértéke vitatott is.¹

Az ún. nem-keynesi hatások irodalma ugyanakkor a költségvetési politika hatásmechanizmusának a sztenderd megközelítéssel ellentétes, azaz a fiskális kiigazítás már rövid távon is érvényesülő gazdasági növekedést stimuláló hatását fogalmazza meg. A nem-keynesi hatások tehát azt a rendhagyó állapotot jelölik, amikor a fiskális multiplikátor előjele negatívra vált, és ezáltal a költségvetési politika (például megszorítás) magánfogyasztásra, illetve beruházásra gyakorolt közvetett hatása semlegesíti, sőt felülmúlja a kormányzati akció direkt (azaz aggregált keresletet szűkítő) hatását. Érdemes hangsúlyozni, hogy a nem-keynesi hatások kifejezetten a költségvetési politika rövid távú hatásaira koncentrálnak. Úgy tűnik, ma már konszenzus van az irodalomban arra vonatkozóan, hogy a hiány tartós lefaragása, illetve az adósságállomány stabilizálása közép- és hosszú távon a fenntartható gazdasági növekedés alapja. Amiben nincsen egyetértés, az a politika számára fontos(abb) rövid távú hatások alakulása. A politikacsinálók ugyanis azzal a kényszerrel szembesülnek, hogy bár hosszabb távon a kiigazításnak pozitív jóléti hatásai lehetnek (ami ex post igazolja magát a megszorítást is), rövid távon azonban költségeket jelent, és mint ilyen arra szorítja a racionális politikust, hogy késleltesse/elodázza a konszolidációt.²

A nem-keynesi hatások jelentőségét az adja, hogy nem pusztán elméleti koncepcióról van szó, sőt, valójában a fiskális politika nem várt (gyakran perverznek nevezett) hatásainak elméleti keretekbe történő foglalása éppen azért vált szükségessé, mert a nyolcvanas és kilencvenes években számos OECD ország tapasztalta meg, hogy az eladósodása megállítására fogantatott fiskális megszorítások már rövid távon sem okozták a tankönyvi gazdasági lassulást. Ellenkezőleg: viszonylag gyors fellendülés kísérte azt. Giavazzi és Pagano (1990) voltak az elsők, akik Írország (1987–1989) és Dánia (1982–1984) kiigazítási kísérleteit dokumentálva kimutatták a fiskális politika ezen nem várt hatásait. A későbbiekben, különösen az EU országaira vonatkozóan számos más publikáció is igazolta, hogy több országban is sikerült expanziós hatású költségvetési konszolidációt végrehajtani (lásd különösen Giudice et al. 2003). A nem-keynesi hatásokat dokumentáló tanulmányokból azonban csak nagyon óvatos és jobbára csak általánosan megfogalmazható következtetések szűrhetők le, úgy mint: (1) a hazai és nemzetközi makrogazdasági környezet számottevően befolyásolhatja a fiskális kiigazítás kibocsátásra gyakorolt rövid távú hatásait; (2) az adósságállomány növekedésének megállítását vagy akár visszaszorítását is sikeresen felvállaló, főként az államháztartás kiadási oldalára koncentrált kiigazítások jó eséllyel eredményeznek expanzív hatásokat; (3) a növekedés felgyorsulása (vagy legalábbis lassulásának elmaradása) elsősorban a magánszektor beruházásainak, illetve – bár csak kisebb mértékben – fogyasztásának élénkülésére vezethető vissza. Az empirikus irodalom összefoglalását kínálja az 1. számú táblázat.

¹ Lásd Hemming et al. (2002) e tárgyban írott áttekintését.

² A késleltetés politikai gazdaságtani magyarázatai megtalálhatók Drazen (2000) monográfiájában.

1. táblázat:

Nem-keynesi hatások OECD országokban

Szerző(k)	A vizsgálat köre	Eredmények
Afonso (2001)	15 EU ország, 1970–1999	A fogyasztási csatorna szerepének megerősítése. A kiigazítás nagyságának hangsúlyozása.
Alesina et al. (2002)	18 OECD ország, 1960–1996	A beruházási csatorna szerepének megerősítése. A költségvetési kiadások visszafogása, különösen az állami szektorban fizetett béreké, de ajánlott a közszektorban dolgozók számának mérséklése is.
Alesina, Perotti és Tavares (1998)	19 OECD ország, 1960–1995	A beruházási csatorna szerepének megerősítése. A kiadási oldalra koncentráló tartós kiigazítás fontossága.
Alesina és Ardagna (1998)	20 OECD ország, 1960–1994	A beruházási csatorna szerepének megerősítése (de hangsúlyozzák az exportszektor fontosságát is). A kiigazítás kompozíciója számít: kiadás-oldali korrekciók szükségessége. Bërmegállapodások, és a megfelelően időzített valutaleértékelés jelentősége.
Benczes (2006)	14 EU ország, 1980–2004	A beruházási és kisebb mértékben a fogyasztási csatorna szerepének megerősítése. A kiigazítás összetétele és tartóssága számít. A pénzpiacok mélységének és a munkaerőpiac szerkezetének fontossága.
Bhattacharya (1999)	12 ország, változó időpontokban	A fogyasztási csatorna szerepének megerősítése. Az államadósság-állomány szintjének és dinamikájának fontossága.
Giavazzi, Jappelli és Pagano (2002)	18 OECD ország, 1970–1996	A fogyasztási csatorna szerepének megerősítése. A kiigazítás mérete és tartóssága számít. A bevételoldali korrekció (adók emelése) jelentősége.
Giavazzi és Pagano (1995)	19 OECD ország, 1970–92	A fogyasztási csatorna szerepének megerősítése. A kiigazítás mérete számít.
Giavazzi és Pagano (1990)	Írország (1987–1989) és Dánia (1982–1984)	A fogyasztási csatorna szerepének megerősítése. Tartós és nagy méretű kiigazítás jelentősége.
Giudice et al. (2003)	14 EU ország, 1970–2002	A fogyasztási és a beruházási csatorna szerepének megerősítése (azzal a megkötéssel, hogy a kettő között akár trade-off is érvényesülhet). A kiigazításokban a kiadások mérséklésén a hangsúly – de nem feltétlenül a közszektor béreinek visszafogása által.
McDermott és Wescott (1996)	20 OECD ország, 1970–1995	A fogyasztási csatorna szerepének megerősítése. Tartós, nagy méretű és elsősorban a kiadási oldalra koncentráló kiigazítás fontossága.
Perotti (1999)	19 OECD ország, 1965–1994	A fogyasztási csatorna szerepének megerősítése. Az induló adósságállomány nagysága számít: a magas ráta fontossága.
Pozzi (2001)	Olaszország és Kanada, 1960–1997, negyedéves adatok	A fogyasztási csatorna szerepének megerősítése. Növekvő államadósság-ráta szerepe.

Forrás: saját összeállítás.

A rövid távon is érvényesülő növekedési hatások természetesen megkülönböztetett figyelemben részesültek az olyan nemzetközi intézetekben is, mint a Valutaalap vagy az Európai Központi Bank. Rodrigo de Rato (2004), az IMF első embere például a következőképpen magyarázza a nem-keynesi hatások jelentőségét:

Elképzelhető, hogy a fiskális kiigazítások kapcsán gyakran emlegetett konfliktus a hosszú távú hasznok és a rövid távú költségek között bizonyos esetekben nem is létezik. Másként fogalmazva: lehetőség van olyan fiskális megszorításra, amely expanziós hatású már rövid távon is.

Nem nehéz megérteni tehát a nem-keynesi hatások népszerűségének okát. Ha valóban lehetőség van a hosszú távú hasznok és a rövid távú költségek közötti trade-off feloldására, akkor a mindenkori kormánypártok bátrabban felvállalhatják a szükséges kiigazításokat. Különös jelentőségre tett szert e jelenség az EU-ban, ideértve az új tagállamokat is, mivel az alapszerződés előbb úgy rendelkezett, hogy minden tagországnak 3%-ra kell leszorítania éves hiányát, illetve az államadósság állománya sem lehet több mint a GDP 60%-a, majd a Stabilitási és Növekedési Paktum további szigorításai révén az államháztartás egyenlegének nullszaldósnak vagy többletet mutatónak kell(ene) lennie. Nem mindegy tehát, hogy az előírt szabályokat növekedési áldozat árán hajtják-e végre az államok, vagy lehetőség nyílik ennek meghaladására.

Ha valóban létezik a fiskális konszolidáció eme nem várt kedvező hatása, akkor vajon miért ódzkodnak még mindig és szinte mindenütt a politikusok a kiigazító intézkedések megtételétől? Vagy másként fogalmazva: miért csak néhány ország és azok is csak bizonyos esetekben képesek produkálni az expanziós hatásokat fiskális kiigazítás esetén? A dolgozat ezekre a kérdésekre keresi a választ úgy, hogy közben nem vitatja a nem-keynesi hatások létét. Ehelyett módszeresen feldolgozza a nem-keynesi hatások magyarázataként megfogalmazott elméleti tételeket, és igyekszik rámutatni azokra az implicit feltevésekre, amelyek teljesülése nélkül nem, vagy csak jóval kisebb valószínűség mellett remélheti egy ország, hogy a kiigazítás már rövid távon is növekedést generáló hatású lesz. A bevezető utáni második részben előbb a nem-keynesi hatások ún. kereslet-oldali magyarázatát mutatjuk be, majd a harmadik részben annak konstruktív kritikáját fogalmazzuk meg. A negyedik részben a nem-keynesi hatások magyar relevanciájáról írunk. A dolgozat rövid összefoglalással zárul.

A nem-keynesi hatások magyarázata

Az expanziós hatású fiskális kiigazítások magyarázatait alapvetően két csoportba sorolhatjuk: vannak ún. kereslet-oldali megközelítések és kínálat-oldali magyarázatok. A kínálat-oldali magyarázatok a gazdaság versenyképesebbé válásához kötik a már rövid távon is fellépő expanziós hatások érvényre jutását fiskális konszolidáció esetén. A jelentős mértékű és megfelelő összetételű fiskális kiigazítás ugyanis olyan pozitív kínálat-oldali sokkot idéz elő a gazdaságban, melynek következtében a nemzetközi piacokon versenyképesebbé váló hazai vállalkozások külpiaci szereplése jelentős mértékben javul (feltételezve, hogy kis, nyitott országokról van szó). A kínálat-oldali magyarázatok konkrétan az állami alkalmazottak bérének lefaragását (és/vagy az állami szektorban dolgozók létszámá-

nak/arányának mérséklését), illetve a háztartásoknak juttatott jóléti transzferek megkuratását javasolják, mivel éppen ezek azok a költségvetési elemek, amelyek automatikusan hajlamosak a növekedésre. A konszolidáció sikere tehát azon múlik, sikerül-e megtörni a közszektor bérkifizetéseinek és a szociális transzfereknek a jóléti demokrációkban kimutatható emelkedő trendjét. A bevételi oldal kapcsán pedig el lehet mondani, hogy a siker akkor várható, ha a kormány tartózkodik az adók emelésétől.³

A kínálat-oldali magyarázatok ma már széles körben ismertek, köszönhetően elsősorban Alesina és Perotti (1995), Alesina és Ardagna (1998), illetve Alesina et al. (2002) munkáinak. A dolgozat ezért a továbbiakban a kereslet-oldali megközelítések szisztematikus elemzésére koncentrál azzal a céllal, hogy feltárja azokat a leegyszerűsítő feltételezéseket, melyek a nem-keynesi hatások felléptéhez elkerülhetetlenek.

A nem-keynesi hatások kereslet-oldali magyarázata (avagy a fiskális politika várakozási elmélete)

A nem-keynesi hatás definíció szerint olyan állapotot jelöl, ahol a fiskális multiplikátor negatívra vált. E meglepő eredmény – vagyis a gazdasági teljesítmény fokozódása költségvetési megszorítások alkalmával – a racionális, előrettekintő egyének magatartásában beálló változás következménye, ami a magánszektor *fogyasztási* hajlandóságának és ekképpen az aggregált keresletnek a növekedését eredményezi.

E lehetőségre először Feldstein (1982) mutatott rá, aki hangsúlyozta, hogy hiteles kormányzati intézkedések eredményeképpen a pénzügyi aktívákat birtokló egyének jelentős mértékben módosíthatják saját vagyoni helyzetükre vonatkozó várakozásaikat. A kormányzat hajlandósága arra, hogy felvállalja azokat a kiigazító intézkedéseket, amelyek nélkül nem tartható a hosszú távú kiegyensúlyozott gazdasági fejlődés, egyfajta jelzés a piaci szereplők számára, akik hiteles jelzések esetén módosítják várakozásaikat. E módosított várakozások teszik lehetővé, hogy akár már rövid távon is emelkedhet az aggregált kereslet. Mindez gyakorlatilag azt jelenti, hogy a hiteles kiigazítást végrehajtó országban mérséklődik a kockázati prémium, ami az alacsonyabb pénzügyi kamatlábak okán felértékeli az egyének nettó vagyoni helyzetét (emelkedik a portfóliójukban tartott állampapírok ára), akik ezért többet fogyasztanak a jelenben.

Ismert, hogy az alacsony hitelességű országokban a magas kockázati prémium a nem-fizetés kockázatát, illetve a valutaleértékel(őd)és kockázatát mutatja, magasan állandósuló pénz- és tőkepiaci kamatlábakat eredményezve. A kamatlábak emelkedése ezért csökkenti a pénzügyi aktívák nominális értékét. Következésképpen egy hiteles fiskális kiigazítás mérsékelheti a gazdaságban uralkodó kamatlábakat, és ösztönözheti az egyéneket a többlet-fogyasztásra. Nem meglepő ezért, hogy a jellemzően *nagyobb méretű* kiigazítások nagyobb valószínűséggel járnak együtt akár jelentős nagyságú kockázati felár-mérséklődéssel, szemben azokkal a megszorításokkal, amelyek méretüket tekintve elhanyagolhatók. A politikai elköteleződés egyik jele ugyanis maga a kiigazítás mértéke.

Fontos megjegyezni azonban, hogy a vagyonhatás érvényesülése csak akkor várható, ha a pénzügyi aktívák tulajdonosainak köre számottevő a lakosságon belül. Csak így

³ A sikeres konszolidációk természetrajzáról lásd bővebben Benczes (2004).

várható ugyanis, hogy a kockázati prémium mérséklése – felértékelve az eszközök árát – többlet-fogyasztásra készíti az egyéneket. Nem szükséges ugyanakkor a magas induló államadósság-állomány megléte ahhoz, hogy a vagyonhaas életbe lépjen. A feltörekvő és átalakuló országok rossz hitelbesorolása és magas kockázati prémiuma nem feltétlenül a magas államadósságnak tudható be, hanem az adósság viszonylag rossz szerkezetének (lásd különösen *Hausmann, 2004*). A feltörekvő és átalakuló országok adósságpapírjaik nagy részét ugyanis többnyire nem saját nemzeti valutában, illetve nem hosszú lejáratra és fix hozamra bocsátják ki. Az árfolyamkockázat, illetve a kamatmozgások nagy volatilitása az, ami miatt viszonylag kis államadósság-állomány mellett is alacsony lesz az országok hitelbesorolása.

A vagyonhaas érvényre jutása azonban nem tekinthető a nem-keynesi hatások magyarázatának (bár néhányan valóban ebbe az irányba is kiterjesztik az értelmezést), mivel mechanizmusa kiválóan interpretálható új-keynesiánus modellekben is. A nem-keynesi hatások elmélete sokkal inkább abból a tényből eredeztethető, hogy szerzők összekötötték a fiskális kiigazítások hatásait a modern fogyasztási elmélettel – tették ezt oly módon, hogy a hangsúly az egyének permanens jövedelmére, illetve jövőben várható adóterhelésére került (lásd különösen *Blanchard, 1990; Bertola és Drazen, 1993; Sutherland, 1997 vagy Perotti, 1999*).

A nem-keynesi hatások irodalma ugyanis nem egyszerűen a kormányzati akciókra (a kiigazítás tényére vagy annak nagyságára) hegyezi ki érvelését, hanem az egyének magatartásában beálló változásra, melyet a gazdaság *állapota* indukál. A kereslet-oldali magyarázatok következképpen bevezették a modern makroökonomiában addig nem használt, ún. nem-lineáris keresleti hatások koncepcióját. Eszerint a világnak két arca van: jó (vagy normális) idők és rossz (vagy szokatlan) idők. A megkülönböztetésre azért van szükség, mert az egyének saját jövőbeni adóterhelésére vonatkozó várakozása más és más lesz a két szituációban. A nem-lineáris keresleti hatás tehát azt jelenti, hogy miközben az egyének egy bizonyos tipikusnak mondható viselkedésmintát követnek idejük java részében (például a keynesi fogyasztási függvény szerint cselekszenek jó időkben), addig más helyzetekben – rossz időkben például – magatartásukat már ricardóiként lehetne jellemezni, azaz utóbbi esetben hiába a kormányzati pluszkiadás, az egyének nem fogyasztanak többet, inkább megtakarításukat növelik. Effajta váltás az egyének viselkedésében akkor várható, ha megváltoznak az *induló feltételek*, azaz egy gazdaság közpénzügyei olyan irányt vesznek, ami hosszú távon nem fenntartható.

Előbbiek illusztrálására tekintsük Blanchard (1990) egyszerű determinisztikus modelljét, ahol a fiskális megszorítás adóemelést jelent. Kérdésünk, hogy vajon az adóemelés – mely a keynesi érvelés szerint a gazdasági aktivitást mérséklő eredménnyel jár – okozhatja-e az egyének fogyasztási hajlandóságának emelkedését, azaz az aggregált kereslet bővülését már rövid távon is? A modellben feltételezzük, hogy mind az adózásnak, mind pedig az adósságállománynak létezik egy kritikus értéke, amelyet elérve a kormányzatnak szükségyszerűen cselekednie kell (a kiigazítás ugyanis akkor már nem odázható tovább). Egy determinisztikus modellben, adottnak véve a jelenlegi adózási szint és az adósságráta induló értékét, illetve azok dinamikáját, minden egyén könnyen kiszámolhatja (megjósolhatja), hogy pontosan mikor fog bekövetkezni a kiigazítás (vagyis mikor éri el a gazdaság a kritikus értékeket). Feltételezzük továbbá azt is, hogy az adóemelés marginális költsége az adóráta növekvő függvénye, vagyis minél tovább vár a kormány a stabilizációval, annál magasabb lesz az adóemelés mértéke és vele az egyénekre háruló adóterhelés.

Blanchard úgy érvelt, hogy a kormányzati konszolidáció két csatornán keresztül hat a várapozásokra. A tradicionális csatornán keresztül a jól ismert mechanizmusoknak megfelelően az adófizetés intertemporális elosztása történik: az adózás előrehozása holnapról mára, amely értelemszerűen csökkenti a jelen generációinak fogyasztását. Ez a hatás annál erősebb, minél inkább a sztenderd nem-ricardói fogyasztási függvény szerint élnek az egyének. Azonban létezik egy másik csatorna is: „azáltal, hogy a kiigazítás már ma megtörténik, a kormányzat egyben megszünteti annak a kényszerét is, hogy holnap egy, a mainál nagyobb és valószínűleg még magasabb adóterheléssel járó kiigazítást kelljen végrehajtania, ami akár növelheti is a magánfogyasztást – most, a jelenben” (1990: 111).

A racionális gazdasági szereplők úgy okoskodnak tehát, hogy a jelenlegi kiigazítással elkerülhető egy későbbi, még nagyobb volumenű kiigazítás; vagyis, ha a konszolidációra még azelőtt sor kerül, mielőtt az adósság elérné annak kritikus szintjét, a gazdaság megmenthető a katasztrófától, és ez jó hír minden szereplőnek. Túl magas és gyorsan növekvő adósságállomány, illetve túl magas és gyorsan bővülő költségvetési kiadások esetén ugyanis a közpénzügyek fenntarthatósága kérdőjeleződik meg, ami a fiskális rezsim (szükségszerű) változását vetíti előre. Ebben a helyzetben azok a kormányzati intézkedések, amelyek megmentik a gazdaságot egy katasztrófától (ami a legrosszabb scenárió), pozitív növekedési hatásokat indukálhatnak már rövid távon is az egyének jövőre vonatkozó várapozásainak megváltozása okán. A mai adóemelés előrevetíti a kevésbé torzító hatású adózás megvalósíthatóságát holnap. Az egyének ezért magasabb permanens jövedelemre számítanak, és többet fogyasztanak most, a jelenben. Ráadásul az elővigyázatossági megtakarítások nagysága is jelentősen mérséklődhet. Szemben tehát a korábbiakban tárgyalt vagyongyűjtéssel, itt most nem a kockázati prémium, illetve a kamatlábak változása az, ami a vagyongyűjtésen keresztül előidéz az aggregált kereslet növekedését, hanem a jövőre vonatkozó adóterhelés, illetve a permanens jövedelemre vonatkozó várapozások változása.

Természetesen túlzás volna azt állítani, hogy a fentebb bemutatott két megközelítés – a Feldstein által modellezett vagyongyűjtés egyfelől, illetve a mások mellett Blanchard által koncepcionalizált nem-lineáris keresleti hatás másfelől – kölcsönösen kizárná egymást. Tény, hogy előbbi alapvetően a kiigazítás nagyságára és az egyének vagyoni státuszában beállott változásra, míg utóbbi az induló feltételekre (így különösen az államadósság állományára, illetve a közkiadások nagyságára és dinamikájára) és a várható adóterhelésre helyezi a hangsúlyt. Ám hiteles kiigazítás nélkül egyik sem működik. Mind a két esetben kulcskérdés, hogy a kormányzat valóban képes-e hitelt érdemlően cselekedni. Az egyének várapozásai ugyanis csak abban az esetben változnak, ha a közpénzügyeket, illetve szűkebben a kormányzati akciókat nem lengi át a bizonytalanság. A hiteles kormányzati akció az, ami végül arra ösztönzi az egyéneket, hogy többet fogyasszanak már a jelenben annak ellenére, hogy a kormányzati kiadások csökkennek vagy az adók nőnek, mivel az egyének intertemporális költségvetési korlátja lazul. Ha, ráadásul, a privátszektor fogyasztásának erősödése ellensúlyozza a kieső kormányzati keresletet, akkor a nem-keynesi hatások definíciójának megfelelően előáll a már rövid távon is expanziós hatású fiskális kontrakció.

A nem-keynesi hatások magyarázatának egy lehetséges kritikája

A nem-keynesi hatások irodalma tehát a racionális, előrettekintő egyének magatartásának változását vetíti előre a körülmények megváltozása esetén (fiskális kiigazításkor például) oly módon, hogy az egyének megváltoztatják az adóterhelésükre vonatkozó jövőbeni várakozásaikat. Ezzel azonban a nem-keynesi hatások kereslet-oldali megközelítései az expanziós hatások magyarázatában a racionális várakozások elméletét elegyítik a permanens jövedelem hipotézisével. Feltételezik, hogy a racionális, előrettekintő egyének képesek megfelelően reagálni a kormányzati politika változásaira (a közkiadások csökkentésére például). Érdekes lehet ezért megvizsgálni magát a modern fogyasztási elméletet, különösen annak leegyszerűsítő feltételezéseit, hiszen a nem-keynesi hatások életszerűsége ezek szerint nagyban ezen feltételezések és következtetések relevanciájának függvénye.

Irving Fischer intertemporális választási modellje a maga idejében forradalmian számított, hiszen szembement a hagyományos keynesi fogyasztási függvény koncepciójával, mely a jelenlegi fogyasztás meghatározására a rendelkezésre álló jövedelmet, illetve annak korábbi, múltban mért értékeit használta. Fischer (1930) ehelyett a folyó fogyasztást a jelenlegi és a jövőben realizálható jövedelemhez kötötte, vagyis a fogyasztási magatartás előrettekintő modelljét alkotta meg. Az egyének intertemporális költségvetési korlátjának bevezetésével kapcsolatot létesített a fogyasztás és a várható összes jövedelem között.

Modigliani életpálya-modellje később segített megérteni, hogy miért hajlamosak az emberek fogyasztásuk kisimitására – egy olyan időben, állandónak bizonyult jelenségre mutatva rá, ami élesen szembekerült a tradicionális magyarázatokkal.⁴ Friedman (1957) hasonló eredményekre jutott, különösen a fogyasztás kisimitása és annak relatív stabilitása kapcsán. A permanens jövedelem hipotézisének megfogalmazásakor azt állította, hogy a fogyasztásnak az egyének életpályája mentén létezik egy stabil rátája – figyelembe véve jelenlegi vagyoni állapotukat és a jövőben várható jövedelemáramlásokat. Friedman radikális újítása azonban mégis az volt, hogy feltételezte: a privát fogyasztás nem egyszerűen a várható (permanens) jövedelem determinisztikus függvénye, hanem az egyének jövedelmükre vonatkozó *várakozásának* függvénye. Ez a várakozás az, ami meghatározza az egyének fogyasztását, a jövedelem ugyanis egy bizonytalan, véletlenszerűen alakuló folyamat eredménye.

Az új-klasszikus makroökonómia azután kombinálta az életciklus/permanens jövedelem hipotézis modelljeit a racionális várakozások elméletével. Hall (1978) megmutatta, hogy ha az előrettekintő egyének valóban racionális várakozásokkal bírnak, és a permanens jövedelem hipotézise helytálló, akkor (és csak akkor) a magánszektor fogyasztása „véletlen bolyongásként” (*random walk*) írható le, ami azt jelenti, hogy a fogyasztásban bekövetkező változás nem jelezhető előre oly módon, hogy tesztelnénk azt a jövedelem jelenlegi vagy múltbéli értékein. A fogyasztás bármely jövőbeni értékére vonatkozó legjobb becslés ugyanis annak folyó értéke. Hall sztochasztikus permanens jövedelemi hipotézise tehát arra a következtetésre jutott, hogy a fogyasztásban beálló bármely változás csakis a várható életpálya mentén alakuló jövedelemben beálló változásnak tudható be – a technológia változása vagy egy nem várt kormányzati intézkedés hatására például. A fogyasztási magatartás „véletlen bolyongás” modelljének van egy nagyon fontos közpolitikai vonatkozása is: csak azok a kormányzati intézkedések vannak hatással a magánfogyasztásra,

⁴ Lásd különösen Modigliani és Brumberg (1954) írását.

amelyeket nem jeleztek előre. A kormányzat csak akkor képes befolyásolni az aggregált keresletet, ha az hiteles, meglepetésszerű és nem átmeneti jellegű. Ez az a következtetés, ami – mint azt korábban már láthattuk – a nem-keynesi hatások érvényesülése szempontjából is kulcsfontosságú.

Nem-keynesi hatások és a modern fogyasztási elmélet – a likviditási korlát jelentősége

A nem-keynesi hatások kereslet-oldali magyarázata tehát a sztochasztikus permanens jövedelem hipotézisére épít, és mint ilyen feltételezi, hogy az egyének jelenbeli fogyasztása nem függ a múlt fogyasztási, illetve jövedelmi viszonyaitól. A valóság azonban úgy tűnik, rácsafol e tételre. A fogyasztók gyakran alapozzák fogyasztási döntéseiket rendelkezésre álló jövedelmük jelenlegi és korábbi értékeire, vagy egyszerűn nem veszik figyelembe azokat az információkat, melyek jövőendő jövedelmi helyzetükre vonatkoznak (a modern makroökonómiában ez a „túlzott érzékenység” jelensége). Azaz: minél magasabb azok aránya a lakosságban, akik fogyasztási döntéseiket nem várható, hanem jelenlegi jövedelmi viszonyaikra alapozzák, annál kisebb az esélye annak, hogy a fiskális kiigazítások már rövid távon is a gazdasági növekedés felgyorsulását eredményezzék.

Mások mellett Campbell és Mankiw (1990) olyan fogyasztási modellt konstruáltak, amely kombinálta Hall „véletlen bolyongás”-elméletét és a tradicionális fogyasztási függvényt. A sztochasztikus permanens jövedelem hipotézis értelmében a fogyasztásban beállott változás nagysága megegyezik a véletlen taggal (az alábbi egyenletben ε_{t+1}), miközben – egyfajta hüvelykujjszabályként – a tradicionális modellben a fogyasztás változásának mértéke arányos a rendelkezésre álló jövedelemben bekövetkezett változással. Feltéve, hogy a lakosság összetétele heterogén, és a lakosok egy része (λ) a tradicionális fogyasztási függvényt követi, míg másik része ($1-\lambda$) a Hall által jelzett módon viselkedik (őket gyakran ricardói fogyasztónak is hívják), a fogyasztásban mérhető aggregált változás nagysága a következő:

$$\begin{aligned}\Delta C &= \lambda \Delta C_{\text{TRAD}} + (1-\lambda) \Delta C_{\text{PIH}} \\ &= \lambda \Delta Y^d + (1-\lambda) \varepsilon_{t+1}\end{aligned}$$

A modell még nem definiált tagjai a következők: ΔC : a fogyasztás súlyozott változása, ΔC_{TRAD} : a keynesi hüvelykujjszabály szerinti fogyasztásváltozás, ΔC_{PIH} : a permanens jövedelem hipotézise szerinti fogyasztásváltozás, ΔY^d : a rendelkezésre álló jövedelem változása.

Ha Hall véletlen bolyongás modellje korrekt, akkor ΔC mértéke nem lehet más, mint a véletlen tag, melynek várható értéke zéró. Másként: λ -nak nullának kell(ene) lennie ($H_0 : \lambda = 0$ és $H_1 : \lambda > 0$). Campbell és Mankiw (1990) azonban úgy találták, hogy a H_0 hipotézis nem igazolható, azaz a keynesi fogyasztók részaránya szignifikánsan különbözik nullától. (Egészen pontosan azt találták, hogy a lakosság mintegy fele ily módon szervezi fogyasztását).⁵ Később mások is megismételték a becslést, és – más nagyságrendekben ugyan, de – rendre elvetették a nullhipotézist.

A fentiek ismeretében adódik a kérdés: miért viselkednek úgy az emberek, ahogy azt a keynesi fogyasztási függvény jelzi? A nem teljesülésnek számos oka lehet – lásd különösen Muellbauer (1994) összefoglaló írását –, ám a legvalószínűbbnek a likviditási korlát tűnik. A permanens jövedelem hipotézis arra épít, hogy az egyének/háztartások korlátok nélkül jutnak hitelhez fogyasztásuk kisimítása céljából. A valóság azonban mást mutat: a hitelpiacokhoz való hozzáférésben drámai szóródás tapasztalható nemcsak országok között, hanem adott országon belül időben is. Vagyis, miközben az emberek hasonlatosak egymáshoz abban, hogy azonos célokat követnek (fogyasztás maximalizálása), eltérő *korlátokkal* szembesülnek.

Likviditási korlát esetén az egyének a folyó jövedelmükre alapozzák fogyasztási döntéseiket – függetlenül attól, hogy miként alakul a jövőben permanens jövedelmük, illetve hogy ők milyen várakozásokat fogalmaznak meg ezzel kapcsolatban. Mankiw (2000: 460) következőképpen azt állítja, hogy a likviditási korlát jelenléte mellett „Keynes eredeti fogyasztási függvénye mind vonzóbbnak tetszik”. Csakhogy ami vonzó lehet egy tisztán akadémiai nézőpontból – mint amilyen Mankiwé is –, igencsak lelombozó lehet azok számára, akik úgy várják a nem-keynesi hatások érvényre jutását, hogy közben a likviditási korlátok megléte vagy hiánya nem is foglalkoztatja őket. A likviditási korlát azt jelenti ugyanis, hogy az egyének nem juthatnak hozzá a jelenben azokhoz a többletforrásokhoz, amelyek fedezhetnék – például egy hiteles fiskális megszorítás által indukált – többletfogyasztásukat, holott várható (azaz jövőbeni) jövedelmi helyzetük a kölcsönfelvételt elvben lehetővé tenné számukra.

A fiskális politikai lépések végső hatása tehát nagyban függ attól, hogy a lakosság mekkora hányada szenved likviditás korlátától. Korlátozott egyének esetén például az adó mérséklés nem a megtakarítások növekedéséhez vezet, ahogyan azt a Barro-Ricardó ekvivalencia tételezi. A likviditási korlát megerősíti a fiskális multiplikátor pozitív hatását, ekképpen ellehetetleníti a nem-keynesi hatások felszínre kerülését. A kormányzati adó mérséklés pedig annál sikeresebb (vagyis az expanzív politika annál inkább növelheti az aggregált keresletet), minél hatékonyabban képes az állam elérni azokat az egyéneket, akik hitelhez jutásban korlátozottak. Ezek különösen a fiatalok, a rosszul keresők, illetve akiknek nincsen hiteltörténetük, vagy nem birtokolnak értékes eszközöket, stb.

⁵ A Campbell és Mankiw által használt módszerrel szembeni egyik legélesebb kritika az, hogy nagyon kis számú mintából von le következtéseket és ezért az eredmények megbízhatósága kétséges. Shea (1995) ezért a szakszervezeti tagokra épülő paneladatokat használt, és ez alapján sikerült megerősítenie a likviditási korlát jelenlétét. Shea nem negyedéves aggregált fogyasztási adatokkal dolgozott, hanem a tagok (egyének) fogyasztási szokásait követte. Azt találta, hogy a bérek 1%-os emelkedését a fogyasztás 0,89%-os növekedése kísérte úgy, hogy maga a béremelés ténye már korábban (a szerződés megkötésekor) ismert volt a munkavállalók előtt, ám a dolgozók csak akkor növelték fogyasztásukat, amikor kézhez kapták a megemelt javadalmazást.

Következő kérdésünk tehát az lehet, hogy miért *kell* eltérő korlátokkal szembesülniük az egyes háztartásoknak, azaz miért létezik a likviditási korlát, illetve ha létezik, miként mérhető; és legfőképpen: miként enyhítheti, esetleg szüntetheti ezt meg a kormány? Ami a kérdés első felét illeti: a likviditási korlát jelenléte leginkább azokban az országokban figyelhető meg, ahol a pénz- és tőkepiacok viszonylag alulfejlettek, és/vagy a hitelpiacok működése nem tökéletes. A pénzügyi intermediáció mélysége és a likviditási korlát keménysége között szoros korrelációt találunk. Ezt a hipotézist talán leghatározottabban Jappelli és Pagano (1989) fogalmazta meg és bizonyította is. Összerakva már most a korábbi elemeket, azt állítjuk, hogy a pénzügyi intermediáció mélységében, illetve a hitelhez való hozzáférésben megfigyelhető eltérések jelentős mértékben meghatározhatják a nem-keynesi hatások kialakulását. A pénz- és tőkepiacok fejlettségének eltérő foka (és még inkább fejlődésük dinamikája) részben magyarázat lehet arra, hogy miért csak bizonyos országok (és azok is csak bizonyos helyzetekben) voltak képesek expanziós hatásokat produkálni már rövid távon is költségvetési kiigazítások végeztével, miközben mások nem. Sőt, egy fontos közpolitikai következtetés is adódik az előbbiekből. A fogyasztói magatartás permanens jövedelem hipotézisének analízise és a nem-keynesi hatások kereslet-oldali elméletének dekonstruálása azt is feltárta, hogy a pénzügyi intermediáció mélyülése (mélyítése) nemcsak elősegíti a modern fogyasztási elméletek gyakorlati megvalósulását, azaz a keynesi fogyasztási függvény megjelenítette magatartás háttérbe szorulását, hanem az expanziós hatású kiigazítás esélyeit is növeli. A kormányzat számára ezért prioritást kell, hogy élvezzen a pénz- és tőkepiaci fejlődés támogatása. (A keynesi és nem-keynesi hatások érvényesüléséhez szükséges feltételeket gyűjti egybe a 2. számú táblázat.)

2. táblázat:

A keynesi és nem-keynesi hatások érvényre jutásának feltételei

Keynesi hatások érvényesülése	Nem-keynesi hatások érvényesülése
<ul style="list-style-type: none"> • kihasználatlan kapacitások megléte • zárt gazdaság • rögzített árfolyamrendszer használata • korlátozott időhorizont • likviditási korlát megléte • nem tökéletes pénz- és tőkepiacok • egymást kiegészítő kormányzati és privát fogyasztás • kiegyensúlyozott költségvetés („normális” idők) • alacsony induló és tartósan alacsony szinten stabilizálódó adósságállomány • alacsony kockázati prémium • alacsony mértékű kormányzati költekezés • a pénzügyi aktívák birtokosainak alacsony részaránya a lakosságon belül • kedvezőtlen világgazdasági feltételek 	<ul style="list-style-type: none"> • nincsenek kihasználatlan kapacitások • nyitott gazdaság • lebegő árfolyamrendszer használata • végtelen időhorizont • likviditási korlát hiánya • tökéletes pénz- és tőkepiacok • egymást helyettesítő kormányzati és privát fogyasztás • kiegyensúlyozatlan költségvetés („rossz” idők) • magas induló és gyorsan bővülő adósságállomány • magas kockázati prémium • magas mértékű kormányzati költekezés • a pénzügyi aktívák birtokosainak magas részaránya a lakosságon belül • kedvező világgazdasági feltételek

Forrás: saját összeállítás.

A likviditási korlát mérése

Annak mérése azonban, hogy a lakosság mekkora hányada szenved likviditási korláttól, nem egyszerű – általában valamely jól megválasztott proxy alkalmazásával válik lehetővé. Empirikus tanulmányokban leginkább a már említett pénzügyi intermediáció mélységét szokták segítségül hívni olyan mutatószámok formájában, mint például az összes pénzügyi (különösen banki) eszköz vagy hitel aránya a GDP-hez viszonyítva. Jappelli (1990) azonban egy olyan panelvizsgálatot végzett, melyben azokat az egyéneket próbálta meg kiszűrni, akik (a) hitelért ugyan folyamodtak bankokhoz, ám elutasították őket, illetve (b) nem is próbáltak hitelhez jutni, mert úgy vélték, nincs is rá esélyük (ún. elbátortalanított hitelfelvevők). A szerző azt találta, hogy az USA lakosságának kb. 19%-át sújtották likviditási korláttal. Az elutasítás, illetve az elrettentés okai viszonylag széles skálán mozogtak, kezdve a nem létező vagy rövid hiteltörténettel, a túl fiatal életkoron át az alacsony jövedelemig és vagyoni helyzetig.⁶

Másutt Jappelli és Pagano (1994) keresztmetszeti adatokat használva kimutatta, hogy az OECD országok csoportján belül is nagymértékű a szóródás. A szerzőpáros a likviditási korlát mérésére a fogyasztási hitelek mértékét, illetve a házvásárlás alkalmával szükséges önerő nagyságát használta. Az intuíció egyértelmű: alacsony szintű fogyasztási hitel és magas önerő mellett nagyobb a valószínűsége annak, hogy az egyén fogyasztásában a keynesi hüvelykujjszabály érvényesül. A szerzők azt találták, hogy ha 1%-kal nő a fogyasztási hitelek aránya, akkor kb. 0,3%-kal csökken a magánszektor megtakarítása; illetve az önerő 1%-os mérséklése kb. 0,2%-kal fogja vissza a megtakarításokat. Következésképpen azt állíthatjuk, hogy minél kedvezőbb a fogyasztási hitelekhez való hozzáférés lehetősége, illetve minél kisebb arányban kell önerőre támaszkodni lakásvásárlásnál, annál inkább várható, hogy az egyének reagálni fognak a permanens jövedelmükben beálló változásokra, ezáltal növelve annak esélyét is, hogy nem-keynesi hatások állnak elő kiigazítások alkalmával.⁷

Nagyon fontos hangsúlyozni azonban, hogy fenti eredményeink erőteljesen hipotetikusak, hiszen csak közvetett megfeleltetésen alapulnak. Az idézett szerzők maguk soha nem kötötték a pénzpiaci közvetítőrendszer mélységét a nem-keynesi hatások megjelenésének valószínűségéhez. Ezt a lépést írásunkban a modern fogyasztáselméletek és a nem-keynesi elméletek kereslet-oldali magyarázatainak deduktív elemzése támasztotta alá. Célszerű ezért kiemelni: hiba volna azt állítani, hogy a komplex és mély pénzügyi intermediációval rendelkező országok mindig sikeres (azaz expanziós hatású) konszolidációt hajtanak végre, miközben a fejletlen pénz- és tőkepiacokkal bíró nemzetek számára eleve reménytelen vállalkozásnak tűnne a nem-keynesi hatásokat produkáló kiigazítás. Írország a nyolcvanas években például kifejezetten fejletlen pénzügyi piacot bírt, mégis, az or-

⁶ Más technikát alkalmazva – mely leginkább Campbell és Mankiw (1990) módszeréhez hasonlított – Jappelli és Pagano (1989) egy korábbi írásukban is hasonló arányt találtak az USA-ra vonatkozóan.

⁷ Jappelli és Pagano (1989) a már korábban idézett tanulmányukban az OECD országokat három csoportba osztotta a likviditási korlát nagysága szerint. Svédország és a már említett USA a legkisebb érzékenységet mutatták a folyó jövedelem nagyságában beálló változásra, míg Nagy-Britannia és Japán, a második csoportba sorolva, 30-40%-os rátát produkáltak. Olaszországban, Görögországban és Spanyolországban ugyanakkor a likviditási korlát értéke 50% fölötti értéket ért el. Becsléseik megerősítik, hogy a fejlettség szintje és a likviditási korlát erőssége között pozitív kapcsolat van.

szág a nem-keynesi hatások legtöbbet idézett esete lett. Csakhogy: míg 1982-ben Írország egy kifejezetten rosszul sikerült konszolidációt hajtott végre, az 1987-89-es sikeres kiigazítás már úgy történt, hogy előtte a hitelpiacok liberalizációjába fogott a kormány; azaz, bár szintjét tekintve valóban elmaradt 1987-ben a pénzpiac mélysége más EK országokétól, dinamikájában messze felülmúlta azokét. Az Írországban a nyolcvanas évek közepén végrehajtott liberalizáció ezért megerősíti azt a hipotézisünket, hogy a likviditási korlát enyhülése nagyban segítheti a nem-keynesi hatások felszínre kerülését. Általánosítva: az expanziós hatások érvényre jutásában nem egyszerűen a pénzügyi közvetítőrendszer mélysége, hanem mélyülésének dinamikája számít.

Nem-keynesi hatások lehetősége magyar környezetben

A dolgozat második részében kísérletet teszünk arra, hogy feltárjuk, vajon a nem-keynesi hatások kereslet-oldali magyarázatai alapján várható-e a gazdasági növekedés felgyorsulása már rövid távon is a meghirdetett kormányzati intézkedések hatására Magyarországon.⁸ Ennek megítéléséhez a fentiek alapján előbb a hitelességi hatás, majd az adóteher-változás hatásait vizsgáljuk, elsősorban – de nem kizárólag – a magánszektor fogyasztásában várható változásokra koncentrálva.

Hitelességi hatás

A fiskális kiigazítások hitelessége döntő a tekintetben, hogy megváltozik-e a magánszektor magatartása. A kormányzat ugyanis a kiigazítással jelzéseket küld a piacnak, ami – ha a szereplők hitelesnek tekintik azt – arra ösztönzi őket, hogy várakozásaikat tartósan módosítsák. A hiteles kiigazításnak tehát már rövid távon is pozitív hatása lehet az aggregált keresletre – szemben a sztenderd megközelítéssel. A hitelességi hatás közvetlenül az egyének pénzügyi aktíváinak nominális értékének változásában, az árfolyam módosulásában, illetve a kamatfizetési kötelezettség változásában jelenik meg.

(a) A kockázati prémium és ezáltal a kamatlábak mérséklődése kiváltja a piaci szereplők (adósságpapírokban tartott) hazai valutában denominált vagyonának értéknövekedését. A pozitív *vagyonhatás* pedig ösztönzi a jelenlegi magánfogyasztást. A hitelességi hatás akkor lesz erősebb, ha (i) a lakosságnak mind nagyobb része *nettó megtakarító* pozícióban van (kötvénytulajdonosok), illetve (ii) a *kiigazítás mértéke/nagysága* minél jelentősebb.

Magyarországon az első feltétel nem teljesül, mivel a lakosság alacsony megtakarítási hajlandósággal bír. Ráadásul az állampapírok jelentős hányada egyfelől nem hazai, másfelől pedig, ha hazai, akkor sem egyének kezében halmozódott fel. Ami a másik feltételt illeti: a kiigazítás mértéke alapvetően a gazdaságpolitikai akarat függvénye. A hitelességi hatás érvényesülését nem szolgálja a kis lépések politikája, ehelyett egyszeri és nagymértékű kiigazítást célszerű végrehajtani. A 2005 tavaszán meghirdetett 100 lépés programja

⁸ Mivel ennek a dolgozatnak nem tárgya az expanziós hatású kiigazítások kínálat-oldali megközelítéseinek feldolgozása, ezért természetesen a magyar vonatkozások teljes körű számbavételére sem kerülhet itt sor. A kínálat-oldali hatásokat elemzi kimerítően a CEMI (2006) tanulmánya.

ezért például teljesen esélytelen volt ebből a szempontból. Az Új Egyensúly program hitelességi hatásainak megítélése pedig még korai volna.

(b) A hiteles kiigazítás az árfolyamra is jelentős hatást gyakorolhat oly módon, hogy felértékelődik a forint. Elsődleges hatásaként romlik a külkereskedelmi mérleg pozíciója (és egyben romlik az exportszektor jövedelmezősége, aminek következtében az itthon termelt/kifizetett jövedelmek is mérséklődhetnek, ellenben olcsóbbá válik az importtermékek fogyasztása). Másfelől azonban a külföldi devizában eladósodó magánszemélyek fogyasztása – a vagyonhatáson keresztül – elméletileg nő, mivel portfóliójuk nominális értéke is növekszik. Mivel a magánszektor mind nagyobb hányada adósodik el külföldi devizában, így ez a hatás jelentős lehet Magyarországon – ahogy azt a 2001 és 2004/05 közötti időszak igazolta is.

Jelenleg azonban éppen a forint folyamatos gyengülésének vagyunk tanúi. Ez egyfelől a nem hiteles kormányzati intézkedések, másfelől a nemzetközi pénzpiacok átrendeződésének következménye. Mindkettő egyértelműen a hazai magánfogyasztás gyengülésének irányában hat, azaz nem kedvez a nem-keynesi hatások kibontakozásának.

(c) Az ország-, likviditási- és árfolyamkockázatból származó kockázati felár kiigazítást követő mérséklődése az adósságállomány után fizetendő kamatfizetési kötelezettség csökkenésében is megmutatkozik. Értelemszerűen minél magasabb az induló adósságállomány és minél hitelesebb a kiigazítás (azaz minél nagyobb mértékű a hozamok esése), annál jelentősebb a kormányzati megtakarítás. A kamatfizetési kötelezettség mérséklődése különösen prociklikus politika (kényszerű) felvállalása mellett jelenthet könnyebbséget a gazdaságnak. A kamatfizetési kötelezettség változása (mérséklődése) ugyan nem váltja ki közvetlenül a magánszektor magatartásának módosulását, ám mégis érdemes megemlíteni a nem-keynesi hatások között, mivel nagyban növelheti a kormányzat mozgásterét – ezzel pedig már hatás gyakorolható az egyéni várakozásokra is, akár olyan formában, hogy az így elért megtakarítások révén kompenzálhatóak a kiigazítások vesztesei.⁹

3. táblázat:

A folyó és kamatkiadások alakulása, 1999–2006¹⁰

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Teljes folyó kiadás	46,0	43,0	42,9	44,9	46,5	46,2	45,6	45,5
Kamatfizetési kötelezettség	7,4	5,6	4,7	4,0	4,1	4,3	3,9	3,7

Forrás: EC (2005).

⁹ A 2.1 részben Hausmann (2004) nyomán utaltunk már rá, hogy a feltörekvő és átalakuló országok magas kockázati prémiuma az adósság viszonylag rossz szerkezetének tudható be. Következésképpen Magyarország számára az euró átvétele megoldást jelentene az adósságszerkezetből adódó kockázatok egy részének mérséklésére, amivel automatikusan csökkenthető a kamatfizetési kötelezettség nagysága. A kamatfizetési kötelezettség mérséklődése önmagában is fontos, hiszen közelíti a deficitet a maastrichti referenciaértékhez.

¹⁰ Az adatok a GDP százalékában értendők. A 2005 és 2006-os adatok előrejelzések.

Összefoglalva tehát azt állíthatjuk: fontos, hogy a kormányzati kiigazítás hiteles és ezáltal tartós hatású legyen. Ha a piac az intézkedést csak egyszeri és átmeneti hatásúnak ítéli, akkor nem fog reagálni sem a kamatlábak mérséklésével, sem pedig a kamatérzékeny kiadások növelésével. Korábban sem a 2003 nyarán bejelentett 2008-as euró-csatlakozás, sem pedig a 2004 tavaszán 2010-re módosított céldátum nem tudta lefelé terelni a hosszú távú hozamokat – vagyis mindkét esetben hitelességi problémák merültek fel a céldátumokat illetően. A 2006. szeptemberi konvergencia-program ezért vízválasztó lehet e tekintetben is. Egy hiteles fiskális korrekció ugyanis várhatóan Magyarországon is erőteljes hozamcsökkenést váltana ki akár már rövid távon is.¹¹

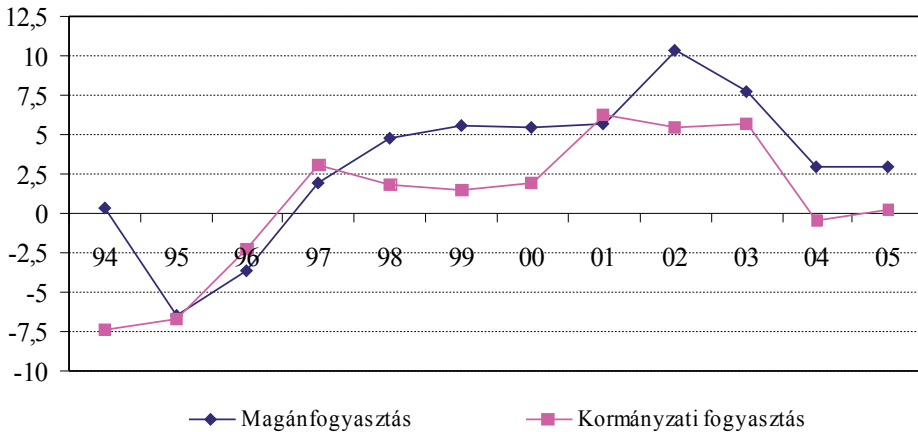
Az adóteher-változás hatása

Az 1. számú ábrán éves fogyasztási adatokat feltüntetve az látszik, hogy Magyarországon a keynesi magatartás rendkívül erős: a kormányzati fogyasztás változását (növekedését) a magánszektor fogyasztásának azonnali és rendszerint nagyobb ütemű változása (növekedése) kíséri (pozitív és igen erős korrelációt mutatva). Ez alapján tehát várható, hogy a kormányzati megszorító intézkedések automatikusan vezetnek a magánszektor fogyasztásának csökkenéséhez. A nem-keynesi hatások kereslet-oldali irodalma azonban éppen abban hozott újat, hogy bevezette a nem-lineáris keresleti hatásokat, melynek értelmében rossz időkben (például gyorsuló költségek vagy magas szintről induló és emelkedő adósságráta esetén) az addig követett viselkedési formát (esetünkben keynesi) felváltja egy másik (itt: ricardói). Ha ez valóban így volna, akkor Magyarország a kormányzati megszorításokra a magánszektor fogyasztásának növelésével válaszol(hat)na, mivel várakozásai szerint a kiigazítással megelőzhető egy még nagyobb adóterheléssel járó jövőbeni megszorítás. Hogy valóban bekövetkezik-e a váltás az egyének magatartásában – feltételezve, hogy maga a kormányzati kiigazítás hiteles és jelentős mértékű – az annak a függvénye, hogy a fogyasztók mennyiben kénytelenek likviditási korláttal számolni.

¹¹ A fiskális konszolidáció hitelessége növelhető, ha a költségvetési fegyelmet – a kiigazítás megtétele mellett – a kormányzat kötelező erejű fiskális szabályokkal erősíti meg. A fiskális szabályok azáltal, hogy depolitizálják a költségvetési politikát és távlatossá teszik a tervezést, érdemben növelhetik a fiskális politika hitelességét. A numerikus szabály formájában megadott fiskális szabály például azért lehet hasznos, mert a limit már önmagában jelzés lehet arra, hogy azon a ponton a kormányzat beavatkozik, így formálva a várakozásokat és csökkentve a bizonytalanságot és ezzel az elővigyázatosságból fakadó megtakarítások mértékét. Lásd bővebben Kopits (2001).

1. ábra:

A kormányzati és a magánfogyasztás alakulása Magyarországon, 1994–2005¹²



Forrás: EC (2005).

A likviditási korlát nagyságának becslésére a pénzügyi intermediáció mélységét használtuk a korábbiakban. Általánosságban elmondható, hogy a pénzügyi piacok Közép-Kelet-Európában (1) méretüket és mélységüket tekintve (abszolút és relatív értelemben is) kicsik – különösen az EU15-höz hasonlítva; (2) a banki közvetítőrendszer jelentősége messze meghaladja a tőkepiacét (az előbbi aránya a teljes pénzeszközök tekintetében kb. 80-90% a régióban); (3) a háztartások szerepe (különösen hitelfelvevői oldalon) jóval jelentéktlenebb a pénzügyi intermediációban, mint az EU régi tagállamaiban.

Az elmúlt öt esztendő mindazonáltal jelentős növekedést és egyben átrendeződést is mutat a magyar piacon. A pénzügyi intézetek összes eszközállománya a GDP 80%-áról (2000-es adat) több mint 100%-ra nőtt 2004-ben. A szerkezeti megoszlást tekintve a magyar helyzet már most nagyon hasonlatos a kontinentális európaihoz. A legjelentősebb szereplő a bankrendszer a maga közel 70%-ával. A nyugdíj- és az egészségbiztosítási alapok dinamikus fejlődést mutattak az elmúlt esztendőkből a magánnyugdíjpénztári rendszer bevezetésének köszönhetően – 2004 végére az összes eszközállomány 6.2%-át tették ki. A pénzügyi vállalkozások pedig – főként az autóvásárlás és -lízing területén – megkétszerezték piaci részesedésüket a növekvő lakossági hitelfogyasztásnak köszönhetően. (Adatokat a 4. számú táblázat közöl.)

¹² Az adatok a GDP százalékában értendők. A 2005 és 2006-os adatok előrejelzések.

4. táblázat:

A pénzügyi eszközállomány szerkezeti megoszlása¹³

	2000	2002	2004
Kereskedelmi bankok	72,2	60,9	62,2
Specializált bankok	2,0	8,6	7,1
Takarék- és hitelszövetkezetek	4,9	5,3	4,9
Nyugdíj- és egészségbiztosítási alapok	3,7	5,3	6,2
kötelező	1,6	2,8	3,7
önkéntes	2,1	2,5	2,5
Biztosító társaságok	6,6	7,1	6,6
Befektetési alapok	5,1	6,4	5,0
Befektetési vállalatok	1,6	0,6	0,3
Pénzügyi vállalkozások	3,9	5,7	7,6
Összes pénzügyi intézetek	100	100	100

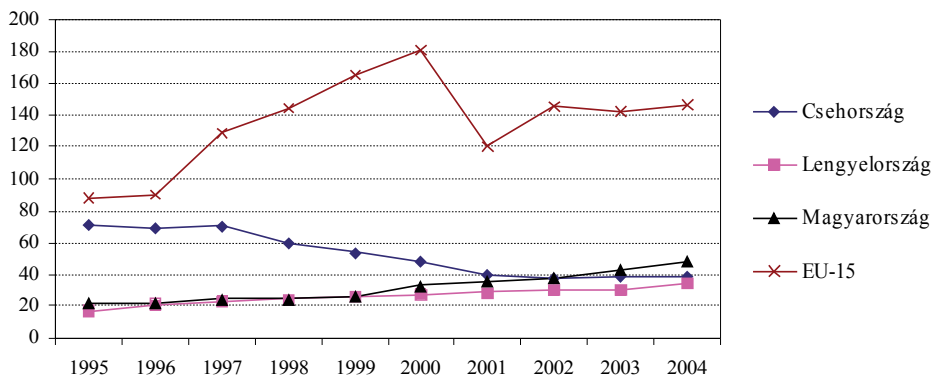
Forrás: IMF (2005).

Mivel a nem-keynesi hatások fellépése kifejezetten a háztartások (pontosabban az egyének) fogyasztási viselkedésében beálló változásokra épít, ezért azt érdemes röviden áttekinteni, miként alakult a fogyasztási hitelek piaca itthon. Általánosságban elmondható, hogy Magyarországon a háztartások nem (illetve alig) játszottak szerepet a banki hitelezésben az ezredforduló előtt. Változást a vállalati piacon előállott kiélezett verseny és a lakásvásárlási/építési támogatások megélénkülése, illetve a jövedelmek (különösen a 2001-ben indult béremelések miatti) növekedése jelentett. Ezek együttesen a likviditási korlát jelentős oldódását eredményezhették.

¹³ Az adatok a teljes eszközállomány százalékában értendők.

2. ábra:

A hazai hitelintézetek által nyújtott összes hitel állománya, 1995–2004¹⁴



Forrás: Eurostat (2005).

Amikor azt hangsúlyoztuk, hogy a nem-keynesi hatások esélye nagyobb viszonylag mélyebb pénzügyi közvetítés esetén, feltételeztük, hogy maga a mélyülés olyan endogén folyamat, amely a gazdasági fejlettség függvénye. Magyarországon azonban a háztartások növekvő hitelhez jutása az elmúlt esztendőkből elsősorban nem ennek az endogén folyamatnak volt az eredménye, hanem a fiskális lazulásnak volt betudható, különösen a bérkiáramlás, a jóléti transzferek növekedése és a lakáshoz jutás állami támogatása okán. A háztartások növekvő hiteligénye a kis, nyitott országokra jellemző módon nemcsak a belső, hanem a külső egyensúlytalanságot is növelte. Ha feltételezzük, hogy az elmúlt években (legalábbis 2004-ig) a megnövekedett hitelkínálat mögött az állami költelekezés lazulása állt, akkor kérdéses, hogy egy kívánatos megszorításra miként reagál a háztartási szektor egyfelől, illetve a bankszektor másfelől. A megszorítás ugyanis újra felerősítheti a likviditási korlátot, ami viszont rontja a nem-keynesi hatásokat produkáló kiigazítás esélyeit.

A fentieknek azonban ellentmond az a tény, hogy a 2003 második felétől a lakástámogatásokban fokozatosan életbe léptetett szigorítás nem gátolta a háztartások hitelállományának bővülését. Jelentős fordulat történt azonban a hitelek denominációjában. A lakossági szektor deviza-eladósodása a 30%-ot közelíti (az össze hitelállomány arányában), ami főként a lakás- és gépjármű-hitelezésnek köszönhető. E ténynek akkor érdemes kiemelt jelentőséget tulajdonítani, ha a stabilizáció nem önként (vagyis a kormányzat által) vállalt, hanem válság által indukált. Ez esetben ugyanis elkerülhetetlen a forint azonnali és nagymértékű értékvesztése. Mivel az elmúlt években a vállalati és a háztartási hitelek mind nagyobb arányban svájci frankban, illetve euróban lettek denominálva, ezért a rövid távú növekedési hatások szempontjából a válság-indukálta kiigazítás egyértelműen azt jelentené, hogy a külföldi valutában eladósodott lakosság fogyasztása drasztikus mértékben esne vissza. Ezen túl, mivel nem történik valós/tényleges kiigazítás, akár közép- és hosszabb távon is a fogyasztás tartós mérséklődése lehet a meghatározó – reflektálva a tartóssá váló bizonytalanságra –, mindez tetézzve a pénzügyi rendszer lehetséges destabi-

¹⁴ Az adatok a GDP százalékában értendők.

lizálódásával is. Külső erők által kikényszerített válság esetén ugyanis nem egyszerűen a lakossági és vállalati terhek nőnek meg, hanem a nem-teljesítő hitelek aránya is jelentősen felduzzadhat, illetve a magánszektor szereplőinek a bankszektor iránti bizalma és ezzel az egész pénzügyi közvetítőrendszerrel szembeni bizalma is megrendülhet, ami alááshatja a pénzügyi intermediáció dinamikus bővülését.

Kormányzat által felvállalt kiigazítás esetén sem valószínű ugyan a rövid távú expansziós hatás a likviditási korlát élesedése miatt, de középtávon már elképzelhető. Középtávon ráadásul a pénzügyi közvetítőrendszer további erősödésére és mélyülésére lehet számítani, hiszen egyfelől a magánszektor bizalma ez esetben töretlen maradhat, másfelől pedig a megélénkülő gazdasági tevékenység (teret adva a magánkezdeményezéseknek) és a növekvő jövedelmek együttese a bankrendszer összesített mérlegének dinamikus bővülését eredményezheti. A kormányzat által felvállalt kiigazító lépések tehát bár lehet, hogy időlegesen visszafogják a háztartások és vállalatok hitelfelvevői kedvét (ami 2005-ben 25%-kal, illetve 15%-kal bővült), de középtávon a magánszektor és a pénzügyi rendszer is profitálhat a kormányzat elszántságából.

Az önként felvállalt kiigazítás abból a szempontból is célszerű, hogy közelebb viheti az országot a maastrichti referenciaértékek teljesítéséhez, és ezáltal lehetővé teszi a mihamarabbi euró-bevezetést. Korábbi tapasztalatok (Írország, Spanyolország, Portugália) azt mutatják, hogy maga az euró-övezeti csatlakozás lehetősége, sőt, már a csatlakozás ténye is jelentősen növeli a pénzügyi közvetítés mélységét. A kormányzat számára ezért a pénz- és tőkepiaci fejlődés támogatásának kellene prioritást élveznie.¹⁵

Konklúzió

A fiskális politika sztenderd keynesi értelmezése szerint az aggregált kereslet rövid távon eredményesen befolyásolható gazdaságpolitikai eszközökkel. Ragadós árak/bérek, kihasználatlan kapacitások és a jövőbeli beruházásokra vonatkozó adott várakozások mellett a kormányzat képes fiskális politikai eszközökkel makrogazdasági stabilizációt elérni. Következésképpen a keynesi modellben a fiskális kiigazítás eredménye rövid (de akár közép-) távon is az aggregált kereslet eséséhez vezet.

Az ún. nem-keynesi hatások ugyanakkor a költségvetési politika hatásmechanizmusának a sztenderd megközelítéssel ellentétes, azaz már rövid távon is a fiskális kiigazítás gazdasági növekedést stimuláló hatását fogalmazza meg. A nem-keynesi hatások azt a rendhagyó állapotot jelölik, amikor a fiskális multiplikátor előjele negatívra vált, és ezáltal a költségvetési politika (például megszorítás) magánfogyasztásra, illetve beruházásra gyakorolt közvetett hatása semlegesíti, sőt felülmúlja a kormányzati akció direkt (aggregált keresletet szűkítő) hatását.

A nem-keynesi hatások jelentőségét az adja, hogy nem pusztán elméleti koncepcióról van szó, sőt, valójában a fiskális politika nem várt hatásainak elméleti keretbe történő foglalása éppen azért vált szükségessé, mert a nyolcvanas és kilencvenes években számos OECD ország tapasztalta meg, hogy az eladósodásának megállítására foganatosított fiská-

¹⁵ *A gazdasági teljesítmény és a pénzügyi intermediáció általános tapasztalatairól* lásd Levine (1997). *Magyar vonatkozásairól* Mérő (2003) ír.

lis megszorítások már rövid távon sem okozták a tankönyvi gazdasági lassulást. Ellenkezőleg: viszonylag gyors fellendülés kísérte azt.

Érthető ezért, hogy a nem-keynesi hatások vizsgálata mára a makro-gazdaságpolitikai kutatások egyik kitüntetett területe lett. A vizsgálódás középpontjában az a kérdés áll, hogy miként magyarázható a fiskális konszolidáció már rövid távon is növekedést-gerjesztő hatása. Arra keresik a szerzők a választ, hogy melyek azok az általános jellemzők, amelyek biztosítják a fiskális multiplikátor előjelváltását. A vonatkozó irodalomban alapvetően kétféle magyarázat létezik: a kereslet-oldali megközelítések a magánszektor fogyasztói magatartásában észlelt változásokra, míg a kínálat-oldali magyarázatok a reálbérekre és a profitkilátásokra vonatkozó várakozásokban beálló változásokra épít. A dolgozat az előbbi, a kereslet-oldali megközelítést tette elemzés tárgyává azzal a céllal, hogy megmutassa: a fogyasztási csatornán keresztül érvényre jutó expanziós hatások csak akkor várhatók, ha a fiskális kiigazítást olyan környezetben hajtja végre a kormány, ahol nem, vagy csak kevéssé érvényesül a likviditási korlát, valamint ahol a pénzügyi közvetítő rendszer fejlett, illetve dinamikusan mélyül.

Hivatkozások

- Afonso, Antonio (2001): *Non-Keynesian effects of fiscal policy in EU-15*, május, kézirat.
- Alesina, Alberto és Silvia Ardagna (1998): *Tales of fiscal adjustments. Why they can be expansionary?* Economic Policy, 13:27, október, pp. 489-545.
- Alesina, Alberto, Roberto Perotti és Jose Tavares (1998): *The political economy of fiscal adjustments*. Brookings Papers on Economic Activity, 1. szám, tavasz, pp. 197-266.
- Alesina, Alberto, Silvia Ardagna, Roberto Perotti és Fabio Schiantarelli (2002): *Fiscal policy, profits, and investment*. American Economic Review, 92:3, június, pp. 571-589.
- Benczes István (2006): *The institutional conditions of expansionary fiscal consolidations*. PhD dolgozat, Central European University.
- Benczes István (2004): *The political-institutional conditions of successful fiscal consolidations*. Finance and Development, 4. szám, pp. 48-57.
- Bertola, Giuseppe és Allen Drazen (1993): *Trigger points and budget cuts: explaining the effects of fiscal austerity*. American Economic Review, 83:1, március, pp. 11-26.
- Bhattacharya, R. (1999): *Private sector consumption behaviour and non-Keynesian effects of fiscal policy*. IMF Working Paper, 99/112. szám, június.
- Blanchard, Olivier (1990): *Comments on Giavazzi and Pagano*. Megjelent: Blanchard, O. és Fischer, S (szerk.): *NBER Macroeconomics Annual*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Campbell, John Y. és Mankiw, Gregory (1990): *Consumption, income, and interest rates: reinterpreting the time series evidence*. Megjelent: Blanchard, O. és Fischer, S (szerk.): *NBER Macroeconomics Annual*, MIT Press, Cambridge, MA.
- CEMI (2006): *Makro egyensúly és gazdasági növekedés*, Budapest.
- Drazen, Allen (2000): *Political economy in macroeconomics*. Princeton University Press, Princeton, N. J.
- ECB (2005): *Banking structures in the new EU member states*, január.
- European Commission (2005): *European Economy, Statistical Annex*, november, Brussels.
- Eurostat (2005): *Europe in figures. Eurostat yearbook 2005*, European Commission.
- Fischer, Irving (1930): *The theory of interest*. MacMillan Press, New York.
- Friedman, Milton (1957): *A theory of the consumption function*. Princeton University Press.
- Giavazzi, Francesco és Marco Pagano (1990): *Can severe fiscal contractions be expansionary? Tales of two small European countries*. Megjelent: Blanchard, O. and Fischer, S (szerk.): *NBER Macroeconomics Annual*, MIT Press, Cambridge, MA.

- Giavazzi, Francesco, Tullio Jappelli and Marco Pagano (2000): *Searching for non-linear effects of fiscal policy: evidence from industrial and developing countries*. European Economic Review, 44:7, June, pp. 1259-1289.
- Giavazzi, Francesco és Marco Pagano (1995): *Non-Keynesian effects of fiscal policy changes: international evidence and the Swedish experience*. NBER Working Paper 5332. szám
- Giudice, Gabriele, Alessandro Turrini és Jan in't Weld (2003): *Can fiscal consolidations be expansionary in the EU? Ex-post evidence and ex-ante analysis*. European Economy, European Commission, 195. szám, december.
- Hall, Robert (1978): *Stochastic implications of life-cycle permanent income hypothesis*. Journal of Political Economy, 86:6, december, pp. 971-87
- Hausmann, Ricardo (2004): *Good credit ratios, bad credit ratings: the role of debt structure*. megjelent: Kopits György (szerk): *Rules-based fiscal policy in emerging markets*. Palgrave.
- Hemming, Richard, Michael Kell és Selma Mahfouz (2002): *The effectiveness of fiscal policy in stimulating economic activity – a review of the literature*. IMF Working Paper 02/208. szám, december.
- Hjelm, Göran (2004): *When are fiscal contractions successful? Lessons for countries within and outside the EMU*. National Institute of Economic Research Working Paper 92. szám, május, Stockholm.
- IMF (2005): *Hungary: Financial system stability assessment update* Country Report 05/212. szám, május 18.
- Jappelli, Tullio (1990): *Who is credit constrained in the U.S. economy?* Quarterly Journal of Economics, 105:1, február, pp. 219-234.
- Jappelli, Tullio és Marco Pagano (1989): *Consumption and capital market imperfections: an international comparison*. American Economic Review, 79:5, december, pp. 1088-1105.
- Jappelli, Tullio és Marco Pagano (1994): *Saving, growth, and liquidity constraints*. Quarterly Journal of Economics, 109:1, február, pp. 83-109.
- Kopits György (2001): *Fiscal Rules: useful policy framework or unnecessary ornament*. International Monetary Fund, Working Paper 145. szám, szeptember.
- Levine, Ross (1997): *Financial development and economic growth: views and agenda*. Journal of Economic Literature, 35:2, június, pp. 688-726.
- Mankiw, N. Gregory (2000): *The savers-spenders theory of fiscal policy*. American Economic Review Papers and Proceedings, 90:2, május, pp. 120-125.
- McDermott, C. és R. Wescott (1996): *An empirical analysis of fiscal adjustments*. IMF Staff Papers, 43:4, pp. 725-753.
- Méró Katalin (2003): *A gazdasági növekedés és a pénzügyi közvetítés mélysége*. Közgazdasági Szemle, 50:7-8, július-augusztus, pp. 590-607.
- Merrill Lynch (2005): *CEE banks in 2010. The road ahead: modelling EU convergence for CE Banks*. Global Fundamental Equity Research Department, szeptember 9.
- Modigliani, Francesco és Richard E. Brumberg (1954): *Utility analysis and the consumption function*. Megjelent: Kurihara, K. K. (szerk.): *Post-Keynesian economics*, Rutgers University Press, pp. 388-426.
- Muellbauer, John (1994): *The assessment: consumer expenditure*. Oxford Review of Economic Policy, 10:2, pp. 1-41.
- Perotti, Roberto (1999): *Fiscal policy in good times and bad*. Quarterly Journal of Economics, 114-4, november, pp. 1399-1436.
- Pozzi, Lorenzo (2001): *Government debt, imperfect information and fiscal policy effects on private consumption. Evidence for 2 high debt countries*. Universiteit Gent, manuscript.
- Rato de, Rodrigo (2004): *Benefits of fiscal consolidation*. Beszéd, elhangzott a barcelonai akadémián, Spanyolország, november 25, 2004.
- Shea, John (1995): *Union contracts and the life-cycle/permanent-income hypothesis*. American Economic Review, 85:1, március, pp. 186-200.

