

Megtakarítások és befektetések

Tatay Tibor*

*Egyetemi adjunktus, Nyugat-Magyarországi Egyetem
Közgazdaságtudományi Kar Pénzügyi és Számviteli Intézet, 9400 Sopron
Erzsébet u. 9.

Összefoglalás:

A háztartási szektor nettó finanszírozási képessége fontos makrogazdasági paraméter. A háztartások megtakarításait befolyásoló tényezőket az uralkodó közgazdasági elméletek ezért tárgyalják. A magyar háztartások pénzügyi megtakarításai és a feltételezett meghatározó tényezők közötti kapcsolatok érvényesülését veti össze a tanulmány.

Kulcsszavak: háztartások megtakarításai, nettó finanszírozási képesség, pénzügyi eszközök

Summary:

The net financing capacity of household sector is an important parametry of macroeconomy. The conventional economical theories focuse at the factors influecing household saving sin this ground. This paper studies the relation between financial savings of Hungarian households and presumed determinant factors

Keywords: household saving, net financing capacity, financial instruments

A háztartások pénzügyi megtakarításainak nagysága fontos kérdése a makroökonómiának. A közgazdászok általában azzal a feltételezéssel élnek, hogy a háztartások megtakarításai jelentik a megvalósuló beruházások pénzügyi alapját. Ezért is központi kérdés, milyen tényezők határozzák meg a megtakarítások nagyságát, hogyan hathat a gazdaságpolitika ezeken a tényezőkön keresztül a megtakarításokra. Nem csoda tehát, hogy a XX. század iskolateremtő közgazdászai is foglalkoztak a kérdéskörrel.

Pénzügyi megtakarítás csak valamilyen konkrét formában, tehát befektetésként jelenhet meg. A megtakarítási döntés a pénzügyi instrumentumok jellegéből következően egyben befektetési döntés is. A háztartás szintjén ez a befektetési döntés bonyolult folyamat eredménye lehet. A pénzügyi intézményrendszer „barázdáltsága” miatt a háztartások elsődleges döntését a pénzügyi intézményrendszer

csatornáiban további döntések követik az összegyűjtött tőke áttételes befektetésekor. Az egyéneknek nemcsak a megtakarításuk nagyságáról, hanem formájáról is döntést kell hozni.

A megtakarítások rendelkezésre állása az egyének életminőségére hathat bizonyos élethelyzetekben. Az öregkorra való felkészülés, nemvárt élethelyzetek kezelése napjainkban elvezet a megfelelő megtakarítások felhalmozásához. Bizonyos szemszögből így a megtakarítások ösztönzése, akár kötelező felhalmozása szociális területeket érint. (Tatay 2009)

Miként is gondolkodtak a XX. század kiemelkedő iskolateremtői a megtakarításokról? Keynes elméletének középpontjába a fogyasztást állította, de a pénzügyi megtakarítások nagyságára és szerkezetének alakulására is kidolgozott elképzeléseket. A fogyasztási hányad meghatározásakor objektív tényezőként fogta fel a jövedelmet. Második tényező, hogy az egyén vagyonának értéke megváltozhat. A harmadik a jelenlegi és jövőbeni javak cserearányának változása, azaz a javak diszkontált értékének változása. Következő objektív tényező az állami adópolitika változása. Ez alatt nemcsak a jövedelemadók változását kell érteni, hanem egyéb, például vagyonadók vagy öröklési illetékek változását is. Végül kiemelhető a jövedelemeloszlás. A szubjektív motívumok között nyolcat sorolt fel Keynes, bár nyitva hagyta ezeken túl további lehetséges motívumok létét is.

Friedman – a monetarista iskola megeremtője - a klasszikus hagyományokhoz nyúlt vissza munkássága során. Fogyasztási és megtakarítási elmélete azonban nem fedte a klasszikus tételket, merőben új elemekkel gazdagította a közgazdaságtant. Friedman úgy ítélte meg, hogy a korábban használt jövedelmi és fogyasztási fogalmakat helytelenül használták. Véleménye szerint a fogyasztói, és így megtakarítási döntéseket befolyásoló faktorokat nem megfelelő időtávon vizsgálták. A jövedelmekre ható tényezők közül egyesek rövidebb, másiak hosszabb ideig hatnak. A bizonyos időtávon belül érvényesülők átmenetiek, a hosszabb távúak

pedig a permanensek. A permanens fogyasztás a permanens jövedelem egy meghatározott hányada. Arányuk azonban független a permanens jövedelem nagyságától, arányukat egyéb tényezők határozzák meg. Ilyen változók a kamatláb, a jövedelem és a háztartás nem humán vagyonának aránya, és egyéb tényezők, amelyek a fogyasztási hajlandóságra hatnak. Ezek az ún. egyéb tényezők lehetnek a jövedelmek nagyságára vonatkozó bizonytalanság szintje, a háztartások kora, összetétele, valamilyen kulturális hatás. A jövedelem időleges összetevői elsősorban a mért megtakarításokban nyilvánulnak meg.

A Modigliani nevével fémjelzett megtakarítások életciklus elmélete az uralkodó közgazdaságtan egyik legkedveltebb megtakarítás elmélete. A megtakarítás életciklus elmélete mikroökonómiai megközelítésű, de számos makrokövetkeztetés szintén levonható belőle. Az életciklus elmélet arra épül, hogy a fogyasztó életpályája során képes racionálisan optimalizálni fogyasztását a hasznosságmaximalizálás szempontjai szerint. A hasznosságmaximalizálás és a tökéletes piac feltételezéséből az a következtetés vonható le, hogy a fogyasztó mindenkor fogyasztása nem pillanatnyi jövedelmétől függ, hanem életvagyonától. Az életvagyon az egyén élete során megszereshető jövedelem jelenértéke és az esetlegesen örökölt vagyon összege. Az életvagyon nem egyezik meg a Friedman által használt permanens jövedelemmel, mivel a permanens jövedelem végtelen időtávra értelmezett, míg az életvagyon számításakor véges életű egyént feltételeznek. Az életciklus elmélet, a fogyasztási egységek – háztartások – korára, összetételére, stb. is figyelmet fordít magatartásuk vizsgálatakor. Az életciklus elmélet lehetőséget ad a már Keynesnél felmerülő hagyatéki motívumon alapuló megtakarítások értékelésére (Keynes 1965)(Modigliani 1952)

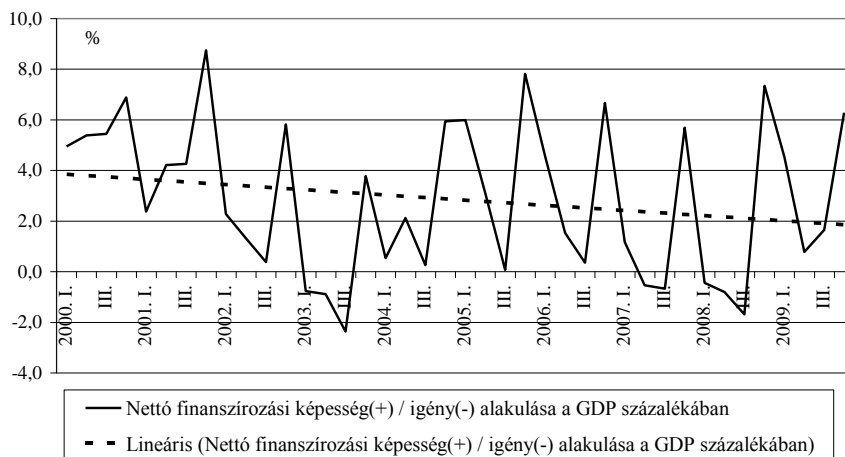
Az elméletek – bár más és más szemszögből közelítve – néhány tényező hatását a megtakarításokra hasonlóan azonosították. Ezek a tényezők a jövedelem, a vagyon, a

kamatlábak. Keynes ezeken túl megtakarítási motívumokat, a megtakarítások életciklus elméletének alkotói pedig megtakarítási célokat is meghatároztak. Kérdés tehát, hogy ezek az összetevők hogyan alakultak az utóbbi években Magyarországon, befolyásolta és befolyásolhatja-e a gazdaságpolitika ezeket a faktorokat. Vajon az egyén képes-e napjaink pénzügyi instrumentumainak, intézményeinek szövevényében eligazodni és racionálisan dönteni? Tudja, illetve akarja-e az állam polgárait befolyásolni a döntéshozatalkor? Természetesen jelen tanulmány keretein belül nem vállalkozhatok a probléma teljeskörű áttekintésére, inkább gondolatébresztőként hozok elő bizonyos példákat a megfogalmazandó észrevételek alátámasztására.

Az utóbbi évtizedben problémaként jelentkezett, hogy a magyar háztartási szektor nettó finanszírozási képessége trendszerűen csökkent a GDP nagyságához viszonyítottn. A háztartások által a gazdaság más szektorainak nyújtott elvi finanszírozása kisebb lett tehát. 2003-tól előfordult, hogy a háztartási szektor maga is nettó hitelfelvevővé vált.

1. ábra

A háztartási szektor nettó finanszírozási képessége

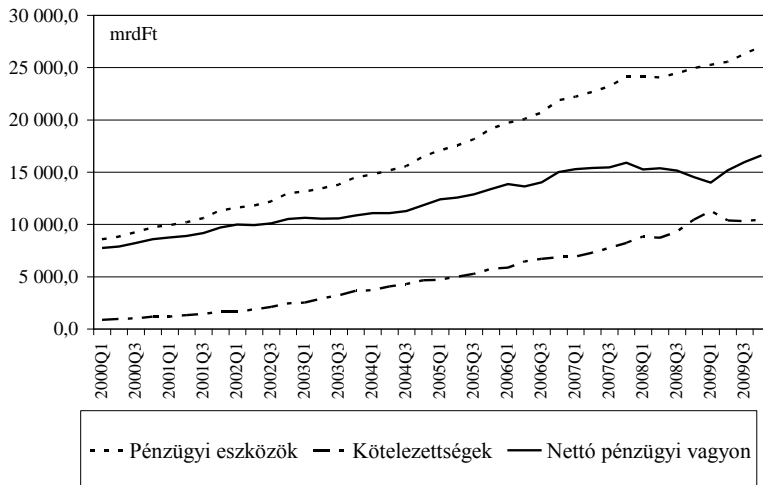


Forrás: MNB

Mi okozta a nettó finanszírozási képesség csökkenését?? Vegyük szemügyre a pénzügyi eszközök és kötelezettségek, valamint a nettó pénzügyi vagyon alakulását a háztartásoknál.

2. ábra

A háztartások pénzügyi eszközei, kötelezettségei, nettó pénzügyi vagyona



Forrás: MNB

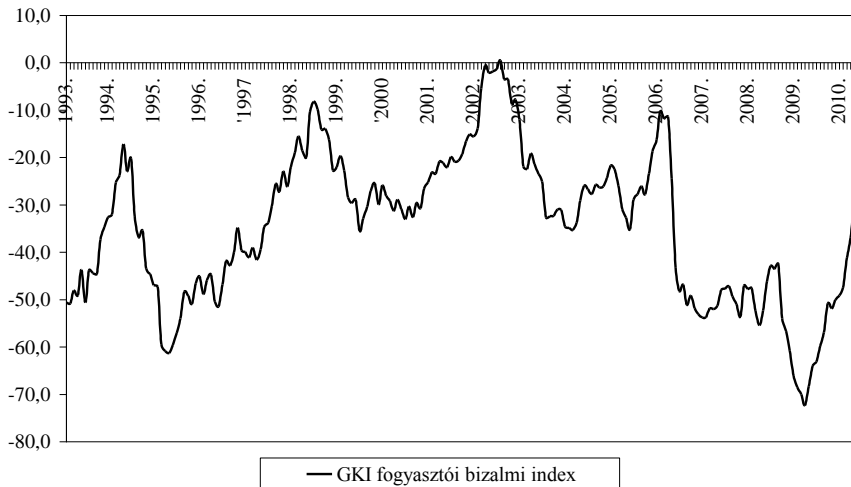
Az ábrán látható, hogy a háztartások nettó finanszírozási képessége azért csökkent, mert a nettó pénzügyi vagyon növekedése elmaradt a GDP növekedés mögött. Ez pedig arra vezethető vissza, hogy a háztartások kötelezettségei nőttek, mégpedig erősebben, mint a pénzügyi eszközök növekedése. A vizsgált időszakban a magyar háztartások egyre jobban eladósodtak. 2000-től a bankrendszer nyitott a háztartások fele. A háztartások likviditási korlátai oldódtak, ami eladósodást vont maga után. A devizális szabályozás liberalizálása a forintban kínált hitelekhez képest ráadásul olcsóbban, kisebb kamatokkal állt rendelkezésre. A Magyar Nemzeti Bank természetesen a külföldi pénznemben felvett hitelek

kamatlábait nem tudta befolyásolni kamatlábainak változtatásával.

Összefüggésbe hozható-e a háztartások pénzügyi vagyonának alakulása konjunktúris kilátásaival? A GKI fogyasztói bizalmi indexével vessük össze a 2. ábra tartalmát.

3. ábra

A GKI fogyasztói bizalmi index alakulása



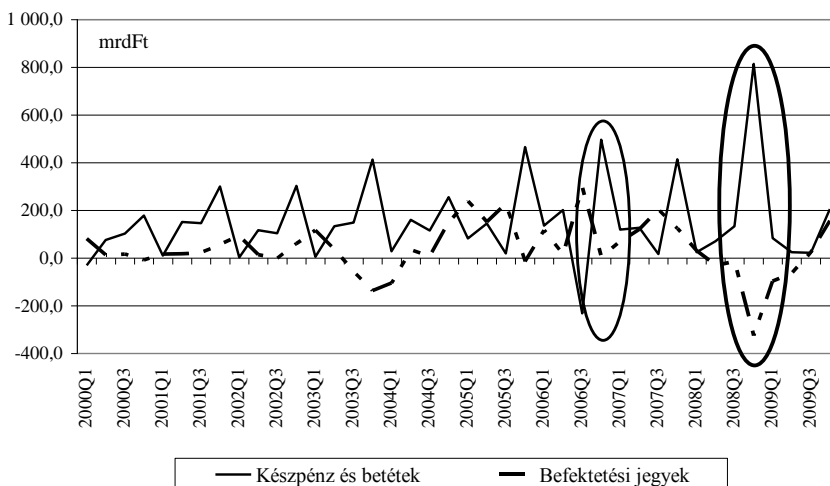
Forrás: GKI

Látszik, hogy a háztartások pénzügyi eszközeinek alakulása nem hozható összefüggésbe a bizalmi index mozgásával.

Az utóbbi évtizedekben a pénzügyi piacokon hatalmas innovációs folyamat játszódott le. Számtalan új instrumentum jelent meg. A piac intézményi szerkezete is átalakult, megnőtt az intézményi befektetők szerepe. Képesek-e megítélni a háztartások ezeket az eszközöket. Az intézményi befektetőkön keresztül befektetések lehetőséget, vagy inkább fokozott kockázatot hordoznak-e számukra? Érdemes megvizsgálni a pénzügyi eszközök változása mögötti tranzakciókat. A következő ábrán a készpénz és betét állomány valamint a

befektetési jegyek állományának változását okozó tranzakciókat tüntetem fel.

4. ábra
A pénzügyi eszközök tranzakciói



Forrás: MNB

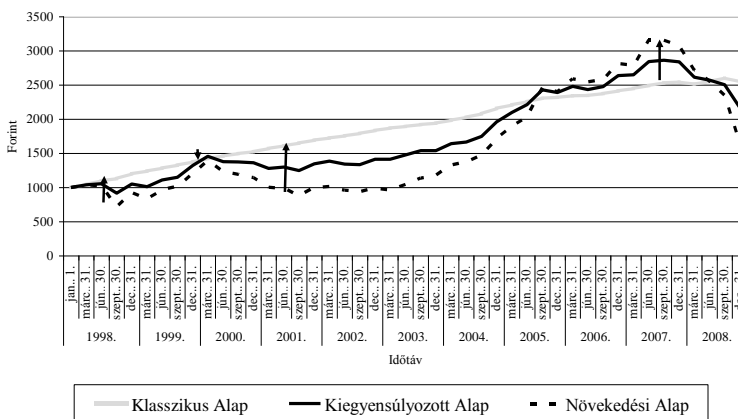
A két eszköz eltérő a várható hozamok ismeretét tekintve. A pénzeszközökre és betétekre jellemző, hogy nominális kamatuk előre ismert. Ellenben a befektetési jegyek által biztosított hozamok csak utólagosan számszerűsíthetőek bizonyossággal. A 4. ábrán példaként kiemelve látható, hogy a háztartások a válság kezdetekor, majd hatásának magyarországi érzékelhetővé válásával megtakarításaikat kivonták a befektetési alapokból és átcsoportosították a betétek irányába. Valószínű ez az igyekezet a befektetési jegyek árfolyamának csökkenéséhez köthető. A háztartások ezzel azonnal realizálták a befektetési jegyeken a veszteséget, nem használták ki a későbbi emelkedést. A háztartások hozamvárakozásai valószínű nem alapozhatnak meg később racionálisnak számító döntéseket, hiszen alapjuk sem racionális. A rövid távú veszteségkerülés a hosszabb távon

való akár magasabb hozam elérését gátolja. A gyors információáramlás miatt az egyének hajlamosak gyakorta felülvizsgálni korábbi döntéseiket, ezzel akár károkat is okozva maguknak. (Shiller 2002)

Ennek a magatartásnak a hatását más megtakarítási formánál is értékelhetjük. Ezek lehetnek nyugdíj megtakarítások is. A nyugdíjrendszer Modigliani szerint számottevően meghatározhatja a háztartások megtakarítói magatartását. Az előregedő társadalmakban komoly egyensúlyi problémákat okozhat a nyugdíjrendszer struktúrája. Az öregek létbiztonsága pedig szociális kérdés.

A jelenlegi magyar nyugdíjrendszer első pillére az állami felosztó-kirovó rendszer, második lába a tőkefedezeti alapon működő magánnyugdíjpénztári rendszer. A két pillérbe való befiterés kötelező a munkajövedelmek után. A magánnyugdíjpénztárak intézményi befektetőként aztán pénzügyi instrumentumokba fektetik az összegyűlt megtakarításokat. 2007. január 1-től lehetőségként, 2009. január 1-től kötelezően három választható portfólióból álló befektetési rendszer indult a magánnyugdíjpénztárakban a törvényi szabályozásnak megfelelően. Lehetőség van arra, hogy mindenki életkorának, hozamelvárásának és kockázatviselési hajlandóságának megfelelően válasszon befektetési portfóliót. A befektetési portfólió különböző típusú, kockázatú, hozamú értékpapírokból és egyéb befektetési eszközökből - a vagyionkezelők által - képzett „kosár”. De képes-e a „reszkető kezű” befektetőként viselkedő megtakarító ennél a megtakarítási formánál jó döntéseket hozni? Mi lehet az eredménye, ha nem? Három befektetési alappal helyettesítve a választható portfóliókat elemezhető, mi lett volna akkor ha 1998-tól valaki folyton rossz döntéseket hozott volna. Az alapok értékváltozását, a döntések időpontját és irányát mutatja az alábbi ábra.

5. ábra
A legrosszabb portfólió váltás



Forrás: BAMOSZ

A legrosszabb döntéseket a legrosszabb időpontokban hozza meg a megtakarító. 1998. január 1.-én 1000 Ft-nyi befektetést indít el az OTP Quality (Növekedési portfólióban) a várható legmagasabb hozam elérésének reményében, 1000 db befektetési jegyet vásárol. Sajnos a portfólió nem váltja be a hozzá fűzött reményeket, árfolyama folyamatosan csökken. Mikor már nem bírja kivárni az árfolyam növekedésének időpontját (1998. szeptember 30.), átváltja befektetését OTP Optima befektetési jegybe, 720,93 Ft-ért tud vásárolni 637,06 db-ot. Ezen portfólióban gyarapodik a tőke, viszont nagyon kis mértékben. Közben az OTP Quality árfolyama elkezdett növekedni. Mikor látja, hogy a portfólió árfolyama kiugróan nő (2000. március 31.), átváltja befektetési jegyeit ebbe a portfólióba. Ekkor 908,66 Ft-ot érő befektetésünkért 651,42 db OTP Quality befektetési jegyet tud vásárolni. Hirtelen azonban ezen portfólió árfolyama elkezd csökkenni. várja, hogy ismét a növekedés útjára lépjen, de sajnos ez nem következik be. Ahhoz, hogy többet már ne vesszen, átteszi tőkét, ami 2001. szeptember 30-án 574,55 Ft, OTP Optima befektetési jegybe, melyből 348,39 db-ot tud vásárolni. Ezen portfólióban ismét

sikerül kissé gyarapítani tőkéjét, de még mindig a kezdeti befektetett összeg alatt van. Az OTP Quality portfólió árfolyama ismételten elkezd növekedni. Várja a kedvező lehetőséget arra, hogy portfóliót váltson. Kiugróan magas hozamot ér el a portfólió, rászánja magát a változtatásra. Átváltja befektetési jegyeit, melynek értéke 2007. június 30-án 868,71 Ft, OTP Quality portfólióba, melyért 274,72 db befektetési jegyet tud vásárolni 3,162153-as árfolyamon. Ezután már itt tartja tőkéjét a vizsgált időszak végéig, de sajnos a portfólió ismételten nem váltja be a hozzá fűzött reményeket, árfolyama folyamatosan csökken. Így a vizsgált időszak végére (2008.12.31.) a 274,72 db befektetési jegye 1,633567-es árfolyamon 448,77 Ft-ot ér. A 11 év elteltével tőkéje nemhogy gyarapodott volna, hanem inkább jelentősen csökkent, a kezdeti befektetése kevesebb, mint a felére esett vissza. (Magyar 2008)

Kérdéses, hogy ki gondolta végig, milyen hatásokkal van az „életvagyonra” a nyugdíjrendszer felosztó-kirovó állami rendszerre vonatkozó változtatása. Ezek a hatások rövid távú érdekek miatt kevésbé kommunikáltak transzparens módon. Kis számításokkal érdekes eredményekre lehet jutni. Milyen hatással lehet a nyugdíjkorhatár emelése a jövőbeli pénzáramlásaink jelenértékére? Tegyük fel, hogy valaki 5 évvel áll a nyugdíjkorhatár betöltése előtt, nyugdíjba menetele után 10 évet él, tehát 120 hónapon keresztül kap nyugdíjat. Eredetileg kapjon havi 100.000 Ft nyugdíjat. Ha kiszámítanánk a nyugdíjkifizetések jelenértékét nyugdíjba vonulása előtt 5 évre a következőt kapnánk 4%-os éves kamatlábbal diszkontálva:

A jelenértékszámítás képlete:

$$P_v = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t} = \frac{C_1}{(1+r)^1} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+r)^n} +$$

ahol

C_t értékek a t -edik havi kifizetések,

r a diszkontáláshoz alkalmazott kamatláb havi hányada,

n a hónapok száma a számítások 15 éve alatt.

$PV = 8.089.307$ Ft

Amennyiben a nyugdíjkorhatár 3 évvel emelkedik, ez azt jelenti, hogy három évvel később jut nyugdíjhoz valaki. Élethosszát változatlanak tekintve, a nyugdíjas évek 7 évre rövidülnek. (Most eltekintünk attól, hogy ráadásul 3 évvel tovább kell járulékot fizetni.)

A nyugdíjkifizetések jelenértéke emelt korhatárral:

$PV = 5315281$ Ft

A számokon látszik, hogy ez a változtatás bizony komoly hatással van a kifizetések jelenértékére, az mintegy 34,3%-os csökkenést mutat. (Far,asi 2010)

A statisztikák alapján úgy tűnik, hogy napjainkban egy kis nyitott gazdaságban Magyarországon, más összefüggéseket kell feltárni a háztartások megtakarításainak szabályozásához, mint azt a XX. században uralkodóvá vált közgazdasági iskolák feltételezték. A szabályozást olyan formában kellene megvalósítani, amely eleget tesz a hazai gazdaság finanszírozási szükséglet kielégítésének, átláthatóságot ad a megtakarítóknak, szem előtt tartja a társadalom biztonságát.

Irodalomjegyzék:

Farmasi A.– TatayT.(2010): A leszámított jövőérték – avagy a nyugdíjbefektetések mögött álló egyéni döntések.

Kézirat, Sopron

Keynes, J. M, (1965): A foglalkoztatás, a kamat és a pénz általános elmélete. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 436 p., Budapest

Magyar J. (2009): Választható portfóliók a

- magánnyugdíjpénztárban. NYME
Közgazdaságtudományi Kar, Sopron
- Modigliani, F.-Brumberg, R. (1952), Utility Analysis and
Aggregate Consumption Functions (Discussion Paper,
published in Abel, Andrew, The Collected Papers of
Franco Modigliani, Volume 2, The Life Cycle
Hypothesis of Saving, Cambridge, London. 128-197.p.)
- Shiller, R. (2002): Tőzsdemámor . Alinea kiadó, 288.p.,
Budapest
- Tatay T. (2009): A háztartások pénzügyi megtakarításai
Magyarországon. NYME közgazdaságtudományi Kar,
136.p., Sopron

Adatforrások:

www.bamosz.hu

www.gki.hu

www.mnb.hu