

Mit tanulhat az utókor Irving Fishertől?*

Botos Katalin

Jelen írás – a teljesség igénye nélkül – felhívja a figyelmet Irving Fisher munkásságának néhány fontos vonására és tanulságára. Fisher volt az a közgazdász, aki először támaszkodott elemzéseiben nagy adattömegekre. Az Econometric Society alapítója és első elnöke volt. Hozzá köthető a mennyiségi pénzelmélet. Foglalkozott a pénz vásárlóerejével, az indexszámokkal, megalkotta az ún. Fisher-indexet, írt a kamat elméletéről, a gazdasági ciklusokról, foglalkozott az adósságdeflációval és a Nagy Válság elméletével. Elsők között volt, akik az aranyalapról való letérést szorgalmazták. Felhívta a figyelmet a gazdasági szereplők magatartásának pszichológiai motívumaira is, így a thaleri viselkedés-gazdaságtani elméletek elődjüknek tekinthetők. A 2008-as pénzügyi válságkezelés során meglátását felhasználták. A bankszabályozás reformlépései kifejezetten ilyen intézkedésnek tekinthetők. A modern monetáris elmélet (Modern Monetary Theory) pedig egyenesen a pénzteremtés szabályozásával foglalkozó gondolataihoz, a Chicago-tervhez nyúlt vissza.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E31, E32, B31, C58, D91, G28, E12, B52

Kulcsszavak: elméletörténet, válságelmélet, defláció, viselkedés-gazdaságtan, pénzügyi piacok, szabályozási politika, modern monetáris elmélet

1. Bevezetés

Minden közgazdaságtant hallgató ismeri Irving Fisher munkájának egyik hozadékát, hiszen a közgazdasági diplomára készülők általában alapos statisztikai képzésben részesülnek. Az árindexek fontos részét képezik e tananyagnak. Márpedig a Fisher-index (azaz a Laspeyres-index és a Paasche-index átlaga) ennek része. Statisztikai jelentősége megkérdőjelezhetetlen. Munkássága fontosságát az is jelzi, hogy a BIS, a központi bankok bankja, létrehozta az Irving Fisher Committee on Central Bank Statistics (IFC) nevű bizottságot, amely központi bankos közgazdászok és statisztikusok fóruma, és célja a központi bankokat érintő statisztikai kérdések megvitatása.¹

* A jelen kiadványban megjelenő írások a szerzők nézeteit tartalmazzák, ami nem feltétlenül egyezik a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontjával.

Botos Katalin a Szegedi Tudományegyetem és a Pázmány Péter Katolikus Egyetem emerita professzora.
E-mail: evmkabor@gmail.com

A magyar nyelvű kézirat első változata 2021. december 2-án érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <https://doi.org/10.25201/HSZ.21.2.175>

¹ Az IFC Reports, IFC Bulletins és IFC Working Papers kiadványokban az Irving Fisher Bizottság különböző elemzéseket, ajánlásokat ad közre a központi bankok számára (<https://www.bis.org/ifc/publications.htm>).

Fisher volt, aki először támaszkodott makrogazdasági adattömegekre elméleti bizonyításakor. Pénzügyesek a mennyiségi pénzelmélet kapcsán találkoznak vele. Munkássága azonban ennél sokkal gazdagabb. Számos modern közgazdasági irányzat is² ugyancsak Irving Fishert jelöli meg elmélete korai úttörőjeként.

2. Szakmai pályája

Irving Fisher 1891-ben szerzett PhD-t közgazdaságtanból a Yale-en. Disszertációját sokra tartották. Ebben az általános egyensúlyelmélet továbbfejlesztését vázolta. (Leon Walras vele párhuzamosan jutott hasonló megállapításokra.) A Yale Egyetemen 1898-ban professzor lett, majd 1935 után egyetemének emeritus professzora maradt. A századfordulón a Yale Review főszerkesztője volt 15 évig, és számos szakmai társaság tagja is. Az Amerikai Közgazdasági Társaságnak 1918-ban az elnöke volt. 1929-ben az Amerikai Matematikai Társaság őt kérte fel a Gibbs Lecture megtartására, ami a Társaság részéről a legmagasabb elismerés a matematika művelői vagy alkalmazói számára. 1930-ban Ragnar Frisch-sel és Charles F. Roos-szal megalapították az Econometric Society-t, amelynek első elnöke volt.

Főbb művei között tartjuk számon az 1906-ban megjelent, *A tőke és a jövedelem természete* (The Nature of Capital and Income), az 1911-es *A pénz vásárlóereje* (The Purchasing Power of Money), az 1922-es *Az indexszámok* (The Making of Index Numbers), és az 1930-es *A kamat elmélete* (Theory of Interest) c. művét, valamint az 1933-as *Az adósságdefláció elmélete* (The Debt-Deflation Theory of Great Depressions) c. munkáját.

Innovációi révén az 1920-as évek végére vagyonos ember lett. Az 1929–1933-as válságban azonban elvesztette mindenét. Élete végéig hitt abban, hogy a piacok saját törvényszerűségeik alapján magukhoz fognak térni, s kilábal a gazdaság a Nagy Válságból. Nem érthette meg a fellendülést, amely a második világháború után valóban eljött; bár nem úgy, ahogy ő gondolta: Az állam keynesiánus politikán alapuló lépései, és nem az általa szorgalmazott monetáris politika eredménye volt a normalizálódás. Valójában jelentős mértékben a háborúnak a gazdaságra gyakorolt hatása játszott benne szerepet. 1947-ben halt meg.

Az 1930-as évek vége felé Keynes közgazdaságtana, a likviditási preferencia elmélete a tudományos életben is háttérbe szorította Fisher egyébként helyes felismeréseinek seregét. Csak évtizedekkel később döbbsentek rá néhányan valódi értékeire. Például 1973-ban a *Journal of Political Economy* újra kinyomtatta korábbi (majd 50 évvel előbb, 1926-ban írt!) cikkét, amely az infláció és a munkanélküliség viszonyáról szólt. A folyóirat ezt a címet adta az újraközlésnek: „*Feltaláltam a Phillips-görbét...*” (Fisher

² Lásd például *Richard Thaler (1997)* viselkedés-gazdaságtani cikkét.

1973). A 2008-as válság után pedig különösen sokan idézték kifejezett elismeréssel elméleti nézeteit.³

A jelen esszében megvizsgáltam néhány eredeti művét is, de megállapításaimat elsősorban azokra a forrásmunkákra alapoztam, amelyek Fisher munkásságát elemezték. Fogalmazhatunk úgy is, hogy írásom arról szól, miként vélekedtek közgazdászok erről – az azért nem akármilyen – közgazdászról.

3. A mennyiségi pénzelmélet és a pénzillúzió

Fisher a mennyiségi pénzelmélet egyik fontos képviselője volt. A mennyiségi pénzelmélet azt állítja, hogy a pénz árát (csereértékét) is, csakúgy, mint a többi áruét, a kereslet és kínálat viszonya határozza meg. (Ezt ma már minden közgazdasági-pénzügyi tankönyv tartalmazza.) Ha viszonylag sok a pénz, az nagy keresletet jelent a termékekre, s áremelkedést okoz. Fisher 1911-ben megjelent munkájában fogalmazta meg tételét, miszerint a pénzmennyiség növekedése arányosan emeli az árakat. Ezt az egyenletet *Fisher-egyenletnek* nevezik:

$$P = MV/T,$$

ahol a P az árak, M a pénzmennyiség, V a pénz forgási sebessége, T az árutömeg, amit többnyire a GDP-vel ragadnak meg.

Ez az egyenlőség természetesen pusztán logikai tétel, amivel Fisher tisztában volt. Csak *ceteris paribus*, azaz egyéb feltételek változatlansága esetén igaz, akkor tehát, ha a forgási sebesség és az árumennyiség állandó. A valóságban azonban nem így van, tehát az egyenlet csak részben állja meg a helyét a gyakorlatban. A pénzmennyiség változása által okozott hatáshoz feltétlenül hozzá kell számítani a tényezők változásainak hatását (*Humphrey 1997*), ami napjainkra a modern technika következtében óriási lehet.

Fisher úgy vélte, hogy az emberek a *pénzillúzió* fogságában élnek. Nem tudják, hogy valójában mennyi árut vásárolhatnak meg a jövőben a pénzükért. A pénzillúziót nagyon jól megragadhatjuk egy idézettel – egy izraeli diplomata szavaival (Thaler hivatkozott műve nyomán): „*Milyen instabil valuta ez a dollár: egyik nap az izraeli font száz dollárt ér, a másik nap kétszázat...*” (*Thaler 1997:440*). Ezért olyan „stabil” pénz megteremtéséről gondolkodott, amely az értékét, a vásárlóerejét az áruk bizonyos kosarához képest megőrzi. Ne felejtjük el, az akkori pénzrendszer még az aranystandard volt. Az ő javaslata értelmében a *pénzegység aranytartalmát kellett volna változtatni* aszerint, hogy az árukosárral szemben a dollár vásárlóértéke hogyan változott. Ez forradalmi gondolat volt. A pénzügyi világ azonban görcsösen

³ A magyar szakirodalomban többek között *Szentmihályi – Világi (2015)* is foglalkozott Irving Fisherrel és a Phillips-görbével.

ragaszkodott a rögzített aranytartalomhoz. A bankárok úgy vélték, hogy Fisher javaslata bizalomvesztést idézhet elő a dollárral szemben. Féltették a bankrendszer stabilitását. A pénzügyi kormányzatok hosszú évtizedekig ellenálltak az aranystandard feladásának, pedig belföldön már az első világháború után gyakorlatilag minden országban megszűnt a valuták aranyra való átválthatósága, s csak a nemzetközi elszámolásokban maradt meg (Antalóczy – Botos 1990). Aztán a leértékelési verseny az 1930-as években végképp formálissá tette. Végül 1944-ben, a Bretton-Woods-i egyezményvel bekövetkezett az aranystandard bukása, amikor is megszüntették a valuták aranyra való átválthatóságát, csupán a dollárnál hagyva meg azt, és csak a jegybankok számára. (Később ezt is fel kellett adni, mivel a hetvenes évek elején a franciák megpróbálták jegybanki szinten a dollárkövetelésüket aranyra cserélni a Fednél. Amerika azonban nem akarta elveszteni aranykészleteit.) 1976 óta a Kingstoni egyezmény értelmében már elvileg semmilyen valuta sem kötődik az aranyhoz. A teremtett pénzek értékét, vásárlóerejét a jegybankok monetáris politikája köteles biztosítani. A jegybankok legfőbb feladata az elmúlt évtizedeken át az infláció elleni küzdelem volt.

A monetáris politika témájában Fisher nagy elméleti riválisa *Knut Wicksell* (2010) volt. Szembe szokták őket állítani, mondván, hogy Fisher a hangsúlyt a pénz és az árak viszonyában a pénzmennyiség alakulására és befolyásoló szerepére helyezte, míg Wicksell a reálgazdaságból indult ki. Azonban – ahogyan ezt egy amerikai jegybanki szakértő, *Humphrey* (1997), kifejti – kettejük megközelítése messze nem olyan eltérő, mint azt interpretálni szokták. Humphrey kiemeli, hogy mindketten elengedhetetlennek tartották, hogy a *pénzmennyiségnek emelkednie kell* az áremelkedés bekövetkezéséhez. És ez a közös pont. Úgy is fogalmazhatunk, hogy a keresletet mindenképpen „monetizálni” kell.

Fisher *kamatelméletének* lényege, hogy mivel a reál- és nominális kamatok különböznek egymástól, a reálkamatot úgy kapjuk meg, hogy az inflációt – amennyiben nem túl nagy – levonjuk a nominális kamatokból. Fisher koncepciója szerint a természetes (semleges) ráta fogalma lényeges az inflációs célokat követő rendszereknél. Azért kell az inflációs várakozásoknál a reálkamatok stabilan tartására törekedni, hogy elősegítsék a megtakarításokat és a beruházásokat. Elmélete képezi az alapját annak, hogy a monetáris politika legfőbb – ha nem kizárólagos – céljának az inflációs várakozások menedzselését tekintik. Egyes vélemények szerint azonban, Schumpeter és Keynes monetáris megközelítésen alapuló munkái fényében (Ábel – Lehmann 2020) ezzel a reálanálízisen alapuló gondolattal szemben fenntartásokkal kell élni. Elemzők (pl. *Tymoigne* 2006) rámutatnak, hogy a reálráta ilyen felfogása nem releváns a mai makroökonómiai és mikroökonómiai problémák megoldásánál, mert a piaci szereplőket nem a vásárlóerő, hanem sokkal inkább a nominális tényezők motiválják döntéseiknél: a pénzügyi erő, a likviditás és a szolvencia.

4. „Debt deflation”

Fisher jól látta, hogy nemcsak az infláció jelent kockázatot. A defláció ugyanolyan veszély, mint az infláció. A „debt deflation” elméletében azt fejtegette, *hogy a recessziók és depressziók azért jönnek létre, mert az adósságok reálértéke a defláció miatt megnőtt*. Az emberek képtelenné válnak ilyenkor adósságaik, jelzálogkölcsöneik, fogyasztási hiteleik törlesztésére. Végtelen mókuserékben taposva vergődnek az adósságcspadában. A bankok eszközállománya értékét veszti a csődök miatt, a jelzálogok értéke csökken. *A hitelezési tevékenység szűkül, s visszafogottabbá válik a pénzköltés, tehát csökken a kereslet. A gazdaság depresszióba süllyed.*

Fisher a pénzügyi piacok összeomlásának jelenségére koncentrált. Arra, hogy milyen pusztító hatása van a piacok leépülésének, annak, hogy lefelé menő spirál indul be. Hiszen sem a háztartások, sem az üzleti élet nem fordul a hitelfelvétel felé, és így az aktivitás a gazdaság egészében visszaesik.

A közelmúlt évtizedeiben a közgazdászok figyelme újra Fisher gondolataira irányult, mind a mainstream, mind a heterodox irányzatokban. Kiemelendő ezek közül *Hyman Minsky*⁴ és *Ben Bernanke*⁵ munkássága, akik felidéztek Fisher gondolatait.

Hyman Minsky (1986) kifejtette, hogy egy hosszabban tartó fellendülés alkalmával a befektetők egyre nagyobb és nagyobb kockázatokat vállalnak magukra egészen addig, amíg hiteleiket már nem képesek jövedelmeikből visszafizetni. Ilyenkor a nem spekulatív eszközeik eladására is rákényszerülnek. Egy keserves készpénzhajszka indul be, egy spirális folyamat, amely elvezet a „Minsky-momentnek” nevezett pillanatig, amikor is a válság felé indul meg az ingatag gazdaság. Ez bizony éppen a buborékok képződésével összefüggő folyamat, amelyek kipukkadását *Fisher is* bemutatta. Ezért Minsky hangsúlyozta az állami beavatkozás és szabályozás szükségességét, a Fed végső hitelező szerepének erősítését. De tette ezt éppen az 1980-as években, a dereguláció korában! Így hasonló sorsra jutott, mint a maga idejében Fisher: nem volt időszerű, senki sem hallgatott rá. Csak utólag, a 2008-as válság után ismerték el Minsky igazságát.

Ben Bernanke 1983-ban, akadémiai kutató korában írt egy cikket a Nagy Válság magyarázatáról. Ebben megteremtette a hiányzó kapcsolatot a fisheri *debt deflation*, tehát az adósságdefláció elmélete és a nominális jövedelmek drámai csökkenése, azaz a válság között. A magyarázat a *credit crunch*, a hirtelen hitelszűke. Az árak csökkenése elvileg jövedelmet csoportosít át a hitelezőknek; de ahelyett, hogy jól járnának, a folyamat csak árt a hitelezőknek, azaz a bankoknak. A csődök csökkentik

⁴ Minskyről bővebben: *Desmond et al. (2010)*

⁵ *Deflation: Making Sure „It” Doesn’t Happen Here*. Before the National Economists Club, Washington, D.C., 21 November 2002. <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm>. Letöltés ideje: 2021. november 15.

a banki mérlegekben lévő követelésállomány értékét; a fedezetértékek bizonytalansága csökkenti a hitelezési hajlandóságot, s így valóban hitelszűke – pénzsűke – jön létre. Ez az aggregált kereslet visszafogásához, a fogyasztás és a beruházások csökkenéséhez vezet.

Ben Bernarke a Fed elnökeként később, az 2008-as válság kezelésekor ezt az elméletet figyelembe is vette. Határozottan hasznosította Fisher téziseit a gyakorlatban.

5. A Chicago-terv

Fisher volt az egyik első és legjelentősebb szorgalmazója az un. *100 százalékos tartalékrendszeren alapuló bankrendszernek*. Ez volt az un. *Chicago-terv*. Ennek értelmében nem lenne lehetséges a kereskedelmi bankok számára a pénz teremtése, hiszen a jegybanknál 100 százalékos fedezettel kellene bírnia a pénztömegnek (Allen 1993). Ezt a gondolatot veszi alapul napjainkban a modern monetáris elmélet (Modern Monetary Theory) irányzata is (Botos 2020).

Igazság szerint azonban már „fel volt találva” ez a gyakorlat. A második világháború után, a szocialista tervgazdaságokban (így nálunk is), *csak a jegybank teremthetett pénzt*. A jegybank viszont valóban teremtett pénzt, a mérlegében az eszköz és a forrás oldalon egyszerre tüntetve fel a népgazdasági terv által megkívánt összegeket. Természetesen itt nem volt szó 100 százalékos fedezetről, hiszen nem is léteztek kereskedelmi bankok. Csak a rendszerváltás után jött létre a volt szocialista országokban a kétszintű bankrendszer. (Nálunk egy kicsit hamarabb, még 1987-ben.) A volt szocialista országok a rendszerváltás után a piacgazdasági átmenet részeként átvették a nyugati modellt, s 1990 után visszaálltak a kétszintű bankrendszerre, amelyben a pénzt a kereskedelmi bankok teremtik, hitellel, (aminek a jegybank – ha kell – utána megy a szuperpénz-teremtéssel.) Azokban az országokban, ahol fejlett pénz- és tőkepiacok vannak, a bankok megszerzik a szükséges jegybankpénzt. (Ez egyébként azt jelenti, hogy minél jobb egy bank eszközállományának minősítése s relatíve minél tőkeerősebb egy bank, annál olcsóbban tud a pénzpiacról forráshoz jutni, ha szükséges.)

Az alapvető érv a kereskedelmi banki pénzteremtés mellett mindenkor az volt, hogy a bankok érdekeltségi rendszerük alapján képesek biztosítani a gazdaság rugalmas pénzellátását. Érdekeltek abban, hogy ésszerű projektekre teremtsenek pénzt, amelyek megtérülnek. Így a pénz nem ragad kint a forgalomban, nem lesz több a szükségesnél, s nem kelt inflációt, a teremtett pénz ugyanis a hitel visszafizetésekor kivonódik a forgalomból. A teremthető pénz mennyiségének mértékét viszont – ez volt a feltételezés – a központi bankok *képesek szabályozni*.

Sajnos a 2008-as globális pénzügyi válság világméretben bebizonyította, hogy ez mégsem így van. A bankok döntési mechanizmusa ugyanis nem tökéletes garancia

a mindenkor ésszerű hiteldöntésekhez és így a valóban szükséges mennyiségű pénz teremtéséhez. Sok spekulatív művelet finanszírozására is adtak ugyanis pénzt a bankok. A központi bankok meg nem tudták hatékonyan korlátozni a teremtett pénz mennyiségét (Turner 2015). A fölös pénz felfújta az ingatlanpiaci buborékot, az eszközárakat.

Végül is 2008-ban hatalmas, csaknem az 1929–1933-as Nagy Válságra emlékeztető recesszió jött létre. Az ingatlanbuborék kidurranásakor olyan „debt deflation”, olyan keresletszűkülés jött létre, amelynek válsággeneráló hatását az USA csak a Fed nyaklító nélküli pénzteremtésével (és fiskális segítséggel) tudta megakadályozni. Mindez Fisher munkásságát ismét a figyelem középpontjába helyezte.

6. Fisher aktualitása

A 2008-as válság után meg is szaporodott a Fisherre történő hivatkozások, és az ő elméleteit taglaló szócikkek száma⁶. *M. H. Wolfson*, az indianai Notre Dame egyetem oktatója, a washingtoni Fed igazgatósági tagja még ennél is korábban, 1996-ban cikket írt arról, hogy mennyire releváns korunkban Fisher elmélete (Wolfson 1996). (Két évvel a cikk megírása előtt, 1994-ben jelent meg átfogó válságtörténeti munkája.) Már az 1990-es évek közepén jelezte, hogy milyen veszélyes az adósságdefláció (debt deflation). Ez azt jelenti, hogy az árszínvonal általános csökkenésekor a hitelek fedezeteként szolgáló ingatlanok (lakások, házak) ára is csökken. Ha ez tartósan fennmarad, egy idő után a fedezet nem lesz elég a fennmaradó hitelösszeg biztosítására, s a hitelfelvevők nem tudják törleszteni adósságukat. Csődbe mennek, így a bankok a fedezetül szolgáló ingatlanok értékesítésébe fognak. Ez tovább nyomja lefelé az árakat a lakáspiacon. Az önmagát erősítő folyamat gazdasági következményei válsághoz vezethetnek. Már az 1990-es években is (a Savings and Loan bankok mentőakciójakor) csak az állami beavatkozás előzte meg a Wolfson szerint jelentkező válságjelek elmélyülését.

A. O. Nakamura (2013) az Albertai Egyetem professzora 2013-ban a következőképpen fogalmazott: Irving Fisher 1911-es cikke nagyban segít megvilágítani a válsághoz vezető utat, különösen a kínálati oldalról. Ugyanis amikor az 1960–1970-es években a Fannie Mae és a Freddie Mac, a két hatalmas félállami jelzálogintézmény nem tudta eladni a fix kamatozású, hosszú lejáratú jelzálogkötvényeket, pénzügyi innovációval megteremtette a jelzálog-fedezetű értékpapírokat (CDO). Ezek elvezettek a CDS-ekhez, amelyek végképp katasztrofális hatással voltak a pénzügyi piacokra. A probléma gyökere abban volt, hogy a felügyeletek számára egyre átláthatatlannabbá vált a pénzügyi intézményrendszer. Igaz, hogy az értékpapír-kibocsátásoknak meg kellett felelniük az államilag elismert minősítő cégek követelményeinek,

⁶ A Google Scholar 2002-ben még csak néhány idézetet hozott fel, de 2013-ban már csaknem 330 idézet hivatkozott Fisherre (Quiviger 2019).

de – mivel a formális követelményeket betartották – az engedélyt a nagy minősítő intézmények végül is mindig megadták.

Ami azt illeti, ez utóbbi tény, vagyis a felügyelés bizonyos értelemben vett lazaságát messzemenően alá lehet támasztani. Az Amerikai Határidős Árutőzsde-felügyelet (U.S. CFTC) vezetője, *Brooksley Born* például hatalmas küzdelmet folytatott az USA-ban a pénzügyi innovációk piacának ellenőrzéséért (*Carney 2009*), *Alan Greenspan*, a Fed elnöke azonban nem állt mellé, mondván, hogy szerinte megfelelő az ellenőrzés. Born rendre alulmaradt a jogalkotóknál a pénzügyi lobbistákkal folytatott küzdelemben, s 1999-ben lemondott hivataláról. Néhány év múlva jött a pénzügyi összeomlás, amelyet Born (egyébként Raghuram Rajannal⁷, a jeles pénzügyi közgazdász-tudóssal együtt) kellő időben, előre jelzett. Nakamurának tehát igaza van.

R. Shiller (2011) Nobel-díjas közgazdász ugyancsak utalt a közelmúltban Fisher jelentőségére, konkrétan a pénz vásárlóerejével kapcsolatos megállapításaira. Fisher azért szorgalmazta az indexálást, hogy a piaci szereplők elkerüljék a *pénzillúziót*. Shiller (másokkal együtt) rámutatott, hogy nem feltétlenül csak *kifejezett defláció*, azaz az árak zuhanása vezet a válság bekövetkezéséhez – ahogyan ezt Fisher fejtegette –, hanem már a *disinflation*, vagyis az infláció *lassuló üteme* is hasonló következményekkel jár. És ez volt a helyzet a 2008-as válságnál is.

Mit szűrhetünk le Fisher és az őt elemzők munkáiból, a mai, válságokkal terhes kor számára?

A legátfogóbb elemzést a Fisher-örökségről, annak napjaink válságértelmezésében való felhasználhatóságáról *Enrique Mendozánál* olvashattuk. Ő egy Fisher-idézzel nyitotta meg a témával foglalkozó cikkét⁸. Ebben Fisher arra utalt, hogy minden válságokozó tényező, a túltermelés, túlfogyasztás, fölös kapacitások, ár-torzulások, a túlzott bizalom és a túlzott beruházások vagy megtakarítások csak *másodlagos jelentőségűek az induló túlzott adósságszinthez*, és a válságot követő deflációhoz képest. *Mendoza (2009)* fontosnak tartotta, hogy *előzetesen*, már a válság kitörése előtt jelentős eladósodás alakult ki a gazdaságban.

Gauti Eggerston is érdekes fogalmat vezetett be a válságelemzésbe. 2009-ben, amikor az USA-ban kirobbant pénzügyi válság hatásai kezdtek érződni, a Fed – tanulva az 1929–1933-as Nagy Válság tapasztalataiból –, kamatcsökkentéssel próbálta meg élénkíteni a gazdaságot. Eggerstson akkor ezt a fogalmat dobta be: a *gürcölés*

⁷ *When Raghuram Rajan proved giant Alan Greenspan wrong*. The Economic Times, 18 September 2018. <https://economictimes.indiatimes.com/news/international/business/when-raghuram-rajan-proved-giant-alan-greenspan-wrong/articleshow/65821471.cms?from=mdr>. Letöltés ideje: 2021. november 15.

⁸ „A nagy fellendülésekben és depressziókban a fent említett tényezők (túltermelés, alulfogyasztás, túlzott kapacitások, árelmozdulások, túlzott bizalom, túlzott beruházások, túlzott megtakarítások stb.) mind alárendelt szerepet játszanak a domináns tényezőhöz, nevezetesen a kezdő túlzott eladósodáshoz képest, amelyet hamarosan egy defláció követ... a többi tényező, bármennyire szembevetendő is, többnyire csupán e kettő hatása vagy szimptomája” (*Irving Fisher 1933:341*).

paradoxona (paradox of toil). Ez a megfogalmazás hasonlít a jól ismert keynesiánus fogalomhoz, a *megtakarítások paradoxonához* (paradox of thrift). Valójában a Mazuri-tavak mocsarainak az esetéről van szó, vagyis hogy minél jobban kapálódzunk, annál mélyebbre süllyedünk bele a mocsárba. Minél jobban takarékoskodunk, annál kevésbé boldogulunk. (Ezért mondta Keynes, hogy a hagyományos bölcsesség, hogy takarékoskodni kell, a Nagy Válságban kifejezetten károsra vált.) Minél jobban gürcölünk (toil), és akarunk *bármilyen* munkát találni, annál nagyobb lesz a munkanélküliség. Ez a nézet azon alapul, *hogy a rész igazsága nem igaz az egészre is*. (Ha valaki feláll a stadionban, jobban lát. De ha mindenki feláll?) Fontos tehát a jelenségek struktúrája, összetétele (Eggertsson – Krugman 2010).

Keynes válságkezelése az aggregált kereslet megnövelésén alapult, akkor is, ha a kormányzatnak ezért el kellett adósodnia. Sokan hivatkoznak arra, hogy a kormányzati túlköltekezés nem lehet sikeres a válság elleni küzdelemben, mert hogyan lehetne egy eladósodásból kiinduló válságot még nagyobb eladósodással orvosolni? Krugman viszont rámutatott, hogy az adósok különböző csoportjai különböző helyzetben vannak, ezért nem lehet egységesen kezelni őket. Vagyis lehetséges, hogy egyeseknek takarékoskodni, másoknak viszont túlköltekezni kell. Szerinte a privát adósságokból kiinduló válságot igenis lehet kormányzati túlköltekezéssel megállítani (Eggertsson – Krugman 2010).

Mindenesetre a fiskális politika csak gyorssegély lehet. Fontosabb azonban a válsághoz vezető okok meghatározása és szabályozással történő kezelése. Ahogy Fisher – és a nyomán Minsky – is mondta.

Mendoza (2009) közvetlenül a 2008-as válság kitörése után felhívta a figyelmet arra, hogy az állami segítség önmagában semmiképpen nem elegendő! Nehogy valaki azt higgye, hogy akár ezermilliárdnyi költségvetési ráfordítás árán is, de nyomban vissza lehet térni a normális üzleti élethez (business as usual)! Azt mondta, hogy *olyan drasztikus intézkedések, mint a protekcionizmus megerősítése, továbbra sem kívánatosak, és pusztán pénzbeinjektálás a gazdaságba nem oldja meg a problémát kiváltó okokat*. Rámutatott, hogy a szabályozás elhanyagolása vezetett a kialakult helyzethez. A változtatásnak nem általános szigort kell jelentenie, hanem a konkrét innovatív termékek egyedi vizsgálatát. Mendoza utalt rá, hogy ha Brooksley Born figyelmeztetését megfogadták volna, nem jöttek volna létre a katasztrófális CDS-ek, s nem alakult volna ki a 2008-as válság. A második nagy hiba volt szerinte a Fannie Mae és a Freddie Mac gigantikus félállami jelzálogintézményeknek nyújtott szinte korlátlan állami garancia. Mindez az alacsony minőségű sub-prime hitelek tömegesé válásához vezetett, átláthatóság nélkül, s végül katasztrófát eredményezett. Egy kaszinó jellegű hitelezést s ennek eredményeként világméretű pénzügyi válságot hozott.

A 2008-as válság után az a vélemény alakult ki, hogy mindenképpen meg kell akadályozni a hosszan elhúzódó recessziót. A Dodd–Frank-törvény, amely 2010-ben ment át az amerikai törvényhozáson, konkrét szabályozási változásokat, szigorításokat vezetett be annak érdekében, hogy a fogyasztókat és a gazdaságot megvédjék a bankok és biztosítók kockázatos tevékenységének következményeitől, részben a magasabb tőkekövetelmények és likviditási normák előírásával, részben pedig a kormány-nak adott felhatalmazással, hogy átvegye az elbukó pénzügyi intézményeket, s ezzel a pánik elkerülhető legyen. Bírálták ugyanakkor az USA-ban sokan a bankokat, hogy csak „ülnek” az államtól kapott pénzen. De valójában, mivel a hitelkereslet pangott a gazdaságban, nem volt egyszerű az állami pénzek kihelyezése. Mindenesetre az állami tőkeinjekció és a szövetségi betétbiztosítási alap (FDIC) garanciái jelentették a legfontosabb intézkedéseket, amelyek a krízis elmélyülését meggátolták. Mindezt ugyan jelentős költségbe került, amit messze nem arányosan terítették szét, s lehet emiatt kritizálni a 2008-as szabályozási intézkedéseket, de az tény, hogy megakadályozták vele a globális pénzügyi rendszer összeomlását (Schenk 2021).

Hogy Fishernek a bankrendszerre vonatkozó elgondolásaiból – a pénzteremtés korlátozásából – mi valósul meg a jövőben, ma még nyitott kérdés. A pénzteremtés felügyeleti módszerekkel történő szabályozásának erősödése azonban azt támasztja alá, hogy e téren is előremutatók és bizonyos értelemben használhatók voltak gondolatai. Janet Yellen például egy előadásában így fogalmazott 2009-ben, (Minskyre, de végül is közvetve Fisherre hivatkozva:) „Úgy tűnik, hogy a felügyeleti és szabályozási politika meg tudja akadályozni az olyan problémákat, mint amilyenekkel szembenézünk”⁹. Hiszen a bankok által teremthető pénzmennyiségnek napjainkban nem a hagyományos jegybanki módszerek, hanem leginkább a mikro- és makroprudenciális szabályok jelentik a korlátját.¹⁰

7. Thaler véleménye

Fishert nemcsak a válságkezelés miatt, hanem sokoldalú tevékenységének egyéb újra felfedezett tételeiért is idézik napjainkban. Richard Thaler¹¹ (1997) például – akire bevezetőnkben utaltunk – a viselkedés-gazdaságtan egyik előfutáraként jelölte meg Fishert. Bemutatta, hogy Fisher a *Theory of Interest* című, 1930-ban megjelent könyvében az intertemporális döntésekkel foglalkozott. A jelenben hozott döntéseink befolyásolják jövőbeni lehetőségeinket, hiszen a mai fogyasztás visszafogása növelheti a jövőbeni fogyasztásunkat. Elméletét az *időpreferencia*, avagy a *tűrelmetlenség* kategóriájából vezette le. (Váltakozva használta e két kifejezést.) Fisher felvázolt egy életciklus-modellt, amelyben bemutatta a kölcsönügyletek szerepét

⁹ Yellen, J. (2009): *A Minsky Meltdown: Lesson for Central Bankers*. <https://www.frbsf.org/our-district/press/presidents-speeches/yellen-speeches/2009/april/yellen-minsky-meltdown-central-bankers/>. Letöltés ideje: 2021. november 15.

¹⁰ Pontosan erre a következtetésre jutott Ábel et al. (2019) is.

¹¹ Thaler munkásságával behatóan foglalkozott Neszveda (2018) is.

a fogyasztás „kisimitásában”. Thaler szerint azonban ezzel egyben e modell kritikáját is megadta. A megtakarítási ráta valóban nő a jövedelmek emelkedésével. Fisher szerint azonban a személyek döntését bizonyos speciális egyéni tényezők is befolyásolják. Az ugyanis, hogy ki mennyire „türelmetlen”, nagyban függ jövedelmeinek mértékétől, időbeni alakulásától, azok szerkezetétől és az általa látott kockázatoktól. A megtakarítások permanensjövedelem-elméletével szemben Fisher kiemeli, hogy a szegények inkább hagyatkoznak a jövőt illetően a jó szerencsére, ha egy adott időszakban a szükségleteik nagyon szorítóak. Minél kisebb valakinek a jövedelme, annál türelmetlenebb, s annál inkább részesíti előnyben a „mai verebet egy holnapi tűzokkal szemben”.

Az un. személyes tényezők közül az előrelátás és az önkontroll az, ami befolyásolja a türelmetlenség mértékét. A további személyes tényezők között sorolja fel a következőket: a szokások, a divat, az életkilátások eltérése, a más személyekre való gondolás gyakorlata (pl. örökhagyás). Az előrelátás a gondolkodástól, az értelemtől, az önkontroll viszont az akarattól függ.

Felfogható ugyan a fisheri modell úgy, ahogy a közgazdasági bevezető tananyagok bemutatják, tehát hogy például addig vesz fel kölcsönt valaki, amíg a határrátája el nem éri a kamatok szintjét, de Fisher mindig is hangsúlyozta, hogy az ő elmélete a *tökéletes előrelátás* feltételezésén alapul, ami viszont, mint mi is említettük, a valóságra nem jellemző. A döntésekben az előrelátás mellett sok irracionális elem is van, pl. tunyaság, patópálság. Különösen irracionális a divat befolyása. Így hát tétele inkább normatív, mintsem a tényeket tükröző. Valójában Fisher *megállapításai jól megfeleltethetőek a behaviorista, viselkedés-gazdaságtani iskola elveinek*. Ezért utalt személyére Thaler. Csak nem szabad Fishernél leragadni a képleteknél, hanem olvasni kell a képleteket kísérő szövegekörnyezetet is...

8. Összegzés

Irving Fisher feltétlenül azon közgazdászok egyike volt, akik a matematikát és a statisztikát behozták és alkalmazták a közgazdaság-tudományban (pl. Edgewort, Pareto). Ábrái, grafikonjai segítettek a gazdasági törvényszerűségek megértésében, azonban a szöveges kifejtés is nagyon fontos, ugyanis itt derül ki, hogy a viselkedés-gazdaságtani elemeknek nagyon is komoly szerepük van a gazdasági döntésekben. Fisher tehát a behaviorista irányzatban is úttörő volt. „Debt deflation” elmélete pedig világos magyarázatot ad a 2008-as válságra, és alapja tulajdonképpen a válságkezelésnek is, azaz a bankfelügyeleti eszközökkel történő mikro- és makroprudenciális szabályozásnak. A modern monetáris elmélet pedig kifejezetten az ő elvein alapuló jegybanki tevékenységet tételezne fel. Hogy a kereskedelmi banki pénzteremtés teljes korlátozása, a 100 százalékgig fedezett kereskedelmi banki hitelnyújtásra való visszatérés realitássá válhat-e, kétséges. De a pénzelmélet fejlődése, a jegybanki politika átalakulása mindenestre korunk egyik markáns jelensége lett.

Felhasznált irodalom

- Ábel, I. – Lehmann, K. (2019): *Real and Monetary Theories of the Interest Rate*. International Journal of Political Economy, 48(4): 353–363. <https://doi.org/10.1080/08911916.2019.1693159>
- Ábel István – Lóga Máté – Nagy Gyula – Vadkerti Árpád (2019): *Rántsuk le a fátylat a kamatról!* Hitelintézeti Szemle, 18(3): 29–51. <https://doi.org/10.25201/HSZ.18.3.2951>
- Allen, W.R. (1993): *Irving Fisher and the 100 Percent Reserve Proposal*. The Journal of Law & Economics, 36(2): 703–717. <https://doi.org/10.1086/467295>
- Antalóczy Katalin – Botos Katalin (1990): *Lesz-e konvertibilis a magyar forint?* Közgazdasági és Jogi könyvkiadó, Budapest.
- Bernanke, B. (1983): *Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression*. The American Economic Review, 73(3): 257–276. <http://www.jstor.org/stable/1808111>
- Botos Katalin (2020): *Pénzelméleti kihívások a modern gazdaságban*. In: Kosztopolosz Andreász – Kuruczleki Éva (szerk.): Társadalmi és gazdasági folyamatok elemzésének kérdései a XXI. században. Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar, Szeged, pp. 11–22. <https://doi.org/10.14232/tgfe21sz.1>
- Desmedt, L. – Piégay, P. – Sinapi, Ch. (2010): *From 2009 to 1929: Lessons from Fisher, Keynes, and Minsky*. International Journal of Political Economy, 39(2): 26–40. <https://doi.org/10.2753/IJP0891-1916390203>
- Eggertsson, G.B. – Krugman, P. (2010): *Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo approach*. https://www.princeton.edu/~pkrugman/debt_deleveraging_ge_pk.pdf. Letöltés ideje: 2021. november 15.
- Fisher, I. (1973): *I Discovered the Phillips Curve: „A Statistical Relation between Unemployment and Price Changes”*. Journal of Political Economy, 81(2/Part 1): 496–502. <https://doi.org/10.1086/260048>
- Humphrey, T.M. (1997): *Fisher and Wicksell on the Quantity Theory*. Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly, 83(4): 71–90. https://www.richmondfed.org/-/media/RichmondFedOrg/publications/research/economic_quarterly/1997/fall/pdf/humphrey.pdf
- Mendoza, E. (2009): *Hire Irving Fisher!* <https://voxeu.org/article/crisis-lessons-irving-fisher-fix-debt-deflation-disease-not-its-symptoms>. Letöltés ideje: 2021. november 15.
- Minsky, H.P. (1986): *Stabilizing an Unstable Economy*. Yale University Press.

- Nakamura, A.O. (2013): *Irving Fisher's Progeny and the 2008 Financial Crisis*. Journal of the History of Economic Thought, 35(2): 185–197. <https://doi.org/10.1017/S1053837213000060>
- Neszveda Gábor (2018): *Thaler viselkedési közgazdaságtani munkássága*. Hitelintézeti Szemle, 17(1): 153–167. <https://doi.org/10.25201/HSZ.17.1.153167>
- Quiviger, Z. (2019): *Irving Fisher, the Debt-Deflation Theory, and the Crisis of 2008–2009*. Undergraduate Economic Review: 16(1), Article 22. <https://digitalcommons.iwu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1529&context=uer>. Letöltés ideje: 2021. november 15.
- Schenk, C.R. (2021): *The global financial crisis and banking regulation: Another turn of the wheel?* Journal of Modern European History, 19(1): 8–13. <https://doi.org/10.1177/1611894420974252>
- Shiller, R.J. (2011): *Irving Fisher, Debt Deflation, and Crises*. Cowles Foundation Discussion Paper No. 1817, Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1909810>
- Szentmihályi Szabolcs – Világi Balázs (2015): *A Phillips-görbe – elmélettörténet és empirikus összefüggések*. Hitelintézeti Szemle, 14(4): 5–28. <https://hitelintezetiszemle.mnb.hu/letoltes/1-szentmihalyi-vilagi.pdf>
- Thaler, R.H. (1997): *Irving Fisher: Modern Behavioral Economist*. The American Economic Review, 87(2), Papers and Proceedings of the Hundred and Fourth Annual Meeting of the American Economic Association, May, pp. 439–441. <https://www.jstor.org/stable/2950963>. Letöltés ideje: 2021. november 15.
- Turner, A. (2015): *Between Debt and the Devil – Money, Credit, and Fixing Global Finance*. Princeton University Press. <https://doi.org/10.1515/9781400885657>
- Tymoigne, E. (2006): *Fisher's Theory of Interest Rates and the Notion of "Real": A Critique*. Levy Economics Institute Working Paper No. 483. <https://doi.org/10.2139/ssrn.948755>
- Wicksell, K. (2010): *Lectures on Political Economy (Routledge Revivals) – Two Volumes*. Routledge.
- Wolfson, M.H. (1996): *Irving Fisher's debt-deflation theory: its relevance to current conditions*. Cambridge Journal of Economics, 20(3): 315–333. <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.cje.a013618>