

63.497

63.497

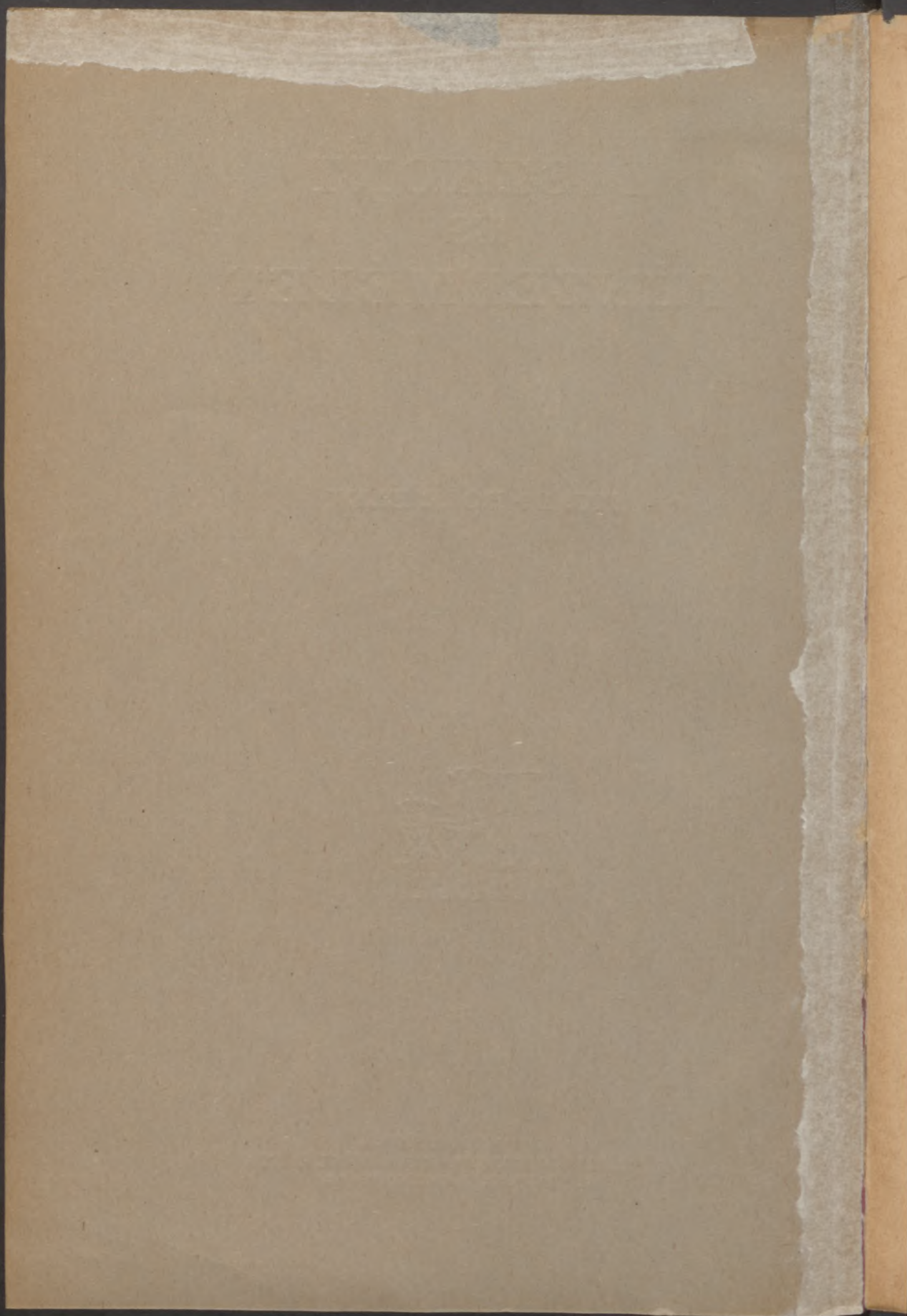
6078

DISZKONT ÉS PÉNZELMÉLET

IRTA :
IFJ. DR. BOÉR ELEK



BUDAPEST, 1928.
GRILL KÁROLY KÖNYVKIADÓVÁLLALATA
IV. KERÜLET, VÁCI-UTCA 78-80.



DISZKONT ÉS PÉNZELMÉLET

IRTA:
IFJ. DR. BOÉR ELEK.

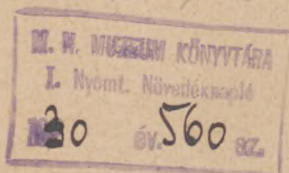


BUDAPEST, 1928.
GRILL KÁROLY KÖNYVKIADÓVÁLLALATA,
VÁCI-UTCA 78—80.



63497

larn
6.078



Nyomatott a Győri Hírlap nyomda gyorsajtóján, Győr, Czuczor-u. 15. 8241



Bevezetés.

Joggal szoktak manapság rámutatni arra, hogy a világháboru utáni időkben, akárcsak a napoleoni háboruk után, az elméleti közgazdaságtan körében a pénz problémái mennyire az érdeklődés központjába kerültek. Napjainkban is bevált az a régi igazság, hogy a közgazdasági politika legégetőbb kérdései szabják meg bizonyos fokig az elméleti kutatás irányát is. Nem tekinthető véletlennek, hogy az angol Hawtrey és a német Hahn merész hitelelméletei, amelyek oly sok rokon vonást tüntetnek fel, bár egymástól függetlenül alakultak ki, mostanság láttak napvilágot és hogy a mai korban a tisztán monetáris konjunkturaelmélet is oly számos tekintélyes képviselőre tett szert, mint Keynes és Hawtrey, hogy másokat ne említsünk. Hiszen ékebben szóló példáját a pénzértékingadozások súlyos kihatásának el sem lehet képzelni, mint amilyent a háborut követő infláció tragikusan káprázatos példája mutat.

A pénzelmélet előretörésének, ennek a szélesmedrű áramlatnak sodrában halad az az új, figyelemreméltó kísérlet is, amelyet legutóbb Camillo Supino

olasz egyetemi tanár tett a diszkontnak, mint tisztán pénzjelenségnek megvilágítására. Eddig úgyszólván csak a közgazdaságtani politika foglalkozott bővebben a diszkonttal és pedig elsősorban a jegybankok diszkontpolitikájával, amely olyannyira belevág a gazdasági élet testébe. A társadalomgazdasági elmélet a diszkont kérdésének közelebbi vizsgálatába ezideig nem bocsátkozott, mert hagyományos felfogásához hiven kizárólag a hosszulejáratu rizikómentes befektetéseket, az elsőrendű kötvényeket és zálogleveleket tekintette a tiszta kamat hordozóinak, úgy-hogy vizsgálódásainak központjában ez a szűkebb értelemben vett kamatláb állott. De viszont általánosságban a diszkontot csupán a kamat egyik alfajának minősítette, amivel szemben Supino tana, amely a diszkontelméletet teljesen önállósítani akarja, a kamatelmélet e tekintetben fennálló egységének megbontását jelenti.

Hogy jogosult-e ezen egységnek megbontása, indokolt-e az önálló diszkontelmélet felállítása, ez a kamatelmélet szempontjából oly fontos kérdés képezi jelen értekezés egyik tárgyát. Másfelől azonban ki akarunk terjeszkedni arra a nem kevésbé fontos problémára is, hogy a pénzértékingadozások a kamatláb magasságát mennyiben befolyásolják.

Supino ebben a vonatkozásban sajátos álláspontra helyezkedik. Míg ugyanis a diszkont mozgalmának egyedüli kútforrását a pénzértékváltozásokban látja, addig a kamatelméletből a pénzértékingadozások tényezőjét teljesen ki akarja zárni. Ezzel messze túlmegy még az elméleti közgazdaságtan eddigi felfogásán is, amely a kamatnak a pénz oldaláról

eredő eltolódásait muló jelenségeknek tartotta ugyan, de azok fennforgását korántsem vonta kétségbe.

A magunk részéről épúgy nem oszthatjuk Supino ezen nézetét, mintahogy nem csatlakozhatunk azon eddig általánosan elfogadott felfogáshoz sem, amely szerint a kamatnak a pénzértékingadozások okozta változásai elhanyagolható, kérészéletű jelenségeknek tekinthetők.

I.

Fejtegetéseink alapjául tehát azon kísérlet szolgál, amelyet nemrégiben Camillo Supino tett a diszkontnak, mint elméleti problémának megreformálására a Wieser- emlékkönyv III. kötetében¹⁾ megjelent értekezésében. Supino élesen állást foglal az elméleti közgazdaságtan eddigi felfogása ellen, amely egy kaplap alá vette a diszkont és a kamat fogalmát, amennyiben előbbit csupán utóbbi egyik alfajának tekintette és ezzel szemben a kamatelméletből egyszerűen ki akarja rekeszteni a diszkont kérdését, hogy azt kizárólag a pénzelmélet birodalmába utalja. Emellett szóló érveit, amelyeket három csoportba osztva tárgyal, röviden a következőképen foglalhatjuk össze:

Supino tana a diszkont és a kamatelmélet különválasztásáról.

I. A diszkont és kamatláb²⁾ egymástól teljesen eltérő jellegét bizonyítják: 1. A diszkont és a kamatláb magassága között mutatkozó eltérés abszolút nagysága.

¹⁾ L. Wirtschaftstheorie der Gegenwart, III. Bd. „Einkommensbildung.“ Der Discont als geldtheoretisches Problem. 169—180. S. von Camillo Supino, Professor an der Universität Pavia.

²⁾ Supino a kamatláb alatt a kamatelmélet eddigi felfogásának megfelelően a hosszúlejáratu, biztos befektetések — az elsörendü kötvények és záloglevelek — kamatát érti.

2. Időbeli fejlődésük különböző volta.

Szembeötlő jelenség ugyanis, hogy míg a kamatláb ingadozásai oly csekélyek, hogy azok csupán hosszabb időt tartva szem előtt észlelhetők, addig a diszkont szünet nélkül nemcsak évente, havonta és hetenként, hanem sokszor naponta is hatalmas ingadozásokat tüntet fel. A diszkontláb változásai határozatlanok; nem irányulnak egyöntetűen sem felfelé, sem lefelé, hanem bizonyos 7—12 éves, fellendülést és pangást magukba foglaló ciklusok alatt érik el a kilengés maximumát és minimumát.

II. A diszkont és a kamatláb között nem érvényesül kiegyenlítődési tendencia, amint azt a közgazdasági elmélet eddig hangoztatta. Nem tapasztalható ilyen irányzat azért, mert az egyik a rövidlejáratu, a másik a hosszulejáratu kölcsönpiacnak a jelensége és ezen két, egymásba egyáltalán nem folyó, hanem szigorúan körülhatárolt piac természete teljesen elütő. A rövidlejáratu kölcsön tehát nem alakítható át hosszulejáratu kölcsönné. Mert a tőkének mai társadalmi szervezete mellett a diszponibilis tőke egyáltalában nem alakulhat át álló tőkévé.

III. A diszkontláb ingadozásai nem a tőke iránti kereslettől és kínálattól, hanem a pénzértékváltozásoktól függenek.

Supino abban is eltér az uralkodó felfogástól — és ezt azért kívánjuk hangsúlyozni, mert erre a körülményre ő egyáltalában nem mutat rá — hogy a kamatlábnak rövidebb időszakon át érvényesülő, úgynevezett konjunkturális ingadozásai tekintetében egyszerűen a negáció álláspontjára helyezkedik. Pedig jól ismeretes, hogy példának okáért Böhm Bawerk

A kamatláb
konjunkturális
ingadozásainak
elhanyagolása.

ezen ingadozások fennforgását elismeri és azokat a pénzállag (Geldstand) változásaira vezette vissza, amiből nyilvánvaló, hogy a konjunkturaingadozások lebegtek szemei előtt. De ő megelégszik annak leszögezésével, hogy ezek az ingadozások csak efemer jellegűek, mert a kamatláb végeredményben a tőkekereslet és -kínálat nagyságához igazodik. Tekintve, hogy Böhm Bawerk a hosszulejáratu, rizikómentes kölcsönöket tartotta a kamatláb megtestesítőjének, valószínűnek látszik, hogy a kamatláb muló ingadozásai alatt ezen kölcsönök kamatozásának eltolódását érti. Másfelől viszont nem hagyhatjuk figyelmen kívül azt a körülményt sem, amelyre még közelebről rá fogunk térni, t. i. hogy Böhm Bawerk általában a rövid lejáratu hiteleket és természetsszerűleg azok legjellegzetesebb képviselőjét, a diszkontlábat is a kamat fogalmába vonja bele. Ugy hogy teljes biztonsággal nem lehet megállapítani, vajjon az efemer ingadozásoknál elsősorban nem a diszkontláb hullámváltozásai lebegtek-e szemei előtt, avagy, ami a legvalószínűbb, úgy a kamatláb, mint a diszkont ingadozásaira egyaránt gondolt. Ezt a kérdést nem lehet tisztázni azért, mert a kamatlábnak a különböző tőkepiacokon kialakuló közelebbi sorsát, amely oly szövevényesen elágazik, saját kijelentése szerint nem kívánta nyomon követni.

Az újabb kamatteoretikusok közül Cassel, bár szintén a hosszulejáratu, biztos kölcsönöket tartja a kamatelmélet szempontjából egyedül irányadónak, a konjunkturamozgalmaknál mégis elsősorban a diszkont változásaira irányítja figyelmét. Emellett azonban az állandó jellegű befektetések hordozóinak, a fix kamatozású címleteknek és a részvényeknek jöve-

delmezőségét is ugyancsak beható elemzés tárgyává teszi. Általában a konjunkturakutatás és -elmélet a kamat minden fajtájának ingadozását figyelembe veszi és meggyőző bizonyosságát szolgáltatja annak, hogy nemcsak a diszkont, hanem a szorosabb értelemben vett kamatláb, az elsőrendű kötvények és záloglevelek kamata is alá van vetve a konjunkturális hullámzásoknak, amit még közelebbről ki fogunk fejteni. Ez már önmagában véve egy fontos petitio principiit jelent Supino tanával szemben. Mert ha a pénzérték változásai nemcsak a diszkontra, hanem a kamatra is kihatnak, akkor ezek a változások, mint okozati tényezők nem képezhetnek oly abszolút értelemben vett elválasztó kritériumot a két jelenség között, mint ahogy ő azt feltételezi. Ez a megfontolás persze még nem döntheti el azt a kérdést, hogy vajjon a pénzértékváltozásoknak a kamatlábra való kihatása nem oly csekély-e, hogy az teljesen elhanyagolható. Erre azonban csak a részletes tárgyalások során nyerhetünk választ.

Mielőtt Supino érveinek egyes csoportjait taglalnók, ki kell emelnünk és kissé közelebbről meg kell világítanunk a pénzértékváltozásokról vallott felfogását, mert ez egész okfejtésének kiindulási alapjául szolgál.

Mint a határhaszon iskola hive, problémáját értékelméleti alapon kívánja megoldani. A pénznek hármasszoros értéket tulajdonít: használati-, költség-, és csereértéket. Teljes egyensúlyi állapotban a pénzértékének egyenlőnek kell lennie a költségekkel. A statikai állapothoz nézve tehát tulajdonképpen a régi termelési költségelmélet alapjára helyezkedik.

A pénzérték-
ingadozások.

A használati érték hordozói azok a szolgálatok, amelyeket a pénz a csere és a fizetési forgalom megkönynyítése, valamint a tőkefelhalmozás és -átvitel terén teljesít. A csereérték alatt pedig a pénznek az árukhoz való viszonyát, vagyis vásárlóerejét érti. A csere és a használati érték különbözőképpen alakul aszerint, hogy a pénzértékváltozások a pénz és hitelforgalmi eszközök avagy a termelés körébe vágó eltolódásokra vezethetők-e vissza. A forgalmi eszközök oldaláról eredő momentumok szerint a pénz használati és csereértékének párhuzamos, az áru oldaláról származó befolyások azonban azok ellentétes mozgalmát vonják maguk után. Az első esetben tehát a pénzkinálat szaporítása a pénz csere- és használati értékének sülyedésével, megszorítása pedig azok párhuzamos emelkedésével jár karöltve. Ellenben a második esetben, midőn a pénzértékváltozás az áru oldaláról indul ki, a pénz csereértékének sülyedése használati értékének emelkedését, csereértékének fokozódása pedig a használati érték csökkenését idézi elő. A pénz kétféle értékének viszonylata eszerint Supino felfogása alapján a következőképpen ábrázolható szemléltető módon, mozgalmuk egyes tényezőinek feltüntetésével:

A pénz és az
áru oldaláról
eredő
ármozgalmak.

1. A pénz oldaláról eredő ármozgalmaknál:
 - a) pénzszaporítás — áremelkedés — csereérték-sülyedése — használati érték sülyedése;
 - b) pénzmezsorítás — áresés — csereérték emelkedése — használati érték emelkedése.
2. Az áru oldaláról eredő ármozgalmaknál:
 - a) áremelkedés — pénzszaporítás — csereérték-sülyedése — használati érték emelkedése;

b) áresés — pénzmeгszorítás — csereérték emelkedése — használati érték sűlyedése.

Önként felvetődik azonban az a kérdés, hogy a pénzszaporítás, illetve pénzcsökkenés milyen formában megy végbe. Supino erre nézve megállapítja, hogy a nemesfémek mennyisége nem egyszer nagy eltolódásokat szenved ugyan, amelyek a pénz értékét befolyásolják, de általában az arany mennyisége nagyjában és egészében adottnak tekinthető és erre épűl fel az egész hitelforgalom. A pénz csereértékének változásai eszerint a hitelforgalom nagyságától, azaz végeredményben a fizetési eszközök iránti kereslettől, illetve azok kínálatától függnek. A hitelforgalom ingadozásai pedig a bankok utján jutnak kifejezésre. Ezek gyűjtik össze a fizetési eszközöket és kölcsönzik ki a vállalkozóknak. A fizetési eszközök szaporítása (1/a. eset.) és csökkenése (1/b.) a bankbetétek hasonló mozgalmát vonja maga után, tehát a diszkontláb esésére, illetve emelkedésére vezet. Másfelől viszont a fellendűlés (2/a.) és a depresszió (2/b.) emeli, illetve csökkenti a pénzkölcsönők iránti keresletet. Nyilvánvaló, hogy ezek szerint párhuzamosság áll fenn a pénz használati értékének és a diszkontlábnek változásai között. Ez természetes is, mondja Supino, mert két azonos, csupán különböző nézőszögűl vizsgált jelenségről van szó.

Supino a pénzértékváltozásokat tulajdonképpen csak azon az alapon választja szét, hogy azok az áru avagy a pénz oldaláról erednek-e. Ez a különválasztás alapvető jelentőségű, úgyhogy azt csak helyeselni lehet, de a magunk részéről a pénzértékváltozások legjellegzetesebb történelmi kategóriáinak meg-

Szekuláris és
konjunkturális
ingadozások.

különböztetését is szükségesnek tartjuk. Ezek a kategóriák a következők lennének:

1. Szekuláris ingadozások.
2. Konjunkturális ingadozások.
3. Állami infláció és defláció.

A szekuláris irányzat okaira nézve nem tudott kialakulni egységes vélemény. Többek között Cassel tett egy rendkívül érdekes kísérletet arra, hogy ezen ingadozásokat az aranytermelésben beálló eltolódásokra vezesse vissza.³⁾

A bankszerű fizetési forgalmat illetőleg pedig Cassel arra az eredményre jut, hogy ennek fluktuációi a konjunktura hullámmozgásaival esnek egybe. De nézetünk szerint megfelelő adatok a bankszerű fizetési forgalomnak, mint intézménynek fejlődéséről és különösen a pénz forgási sebességének ezzel kapcsolatos alakulásáról nem állnak rendelkezésre és azok beszerzése csaknem leküzdhetetlen nehézségekbe is ütközik, úgyhogy ezen tényezők nem voltak kellőképpen figyelembe vehetők. A termelés alakulására nézve pedig Cassel maga állapítja meg, hogy ebben az irányban nem rendelkezett megbízható ada-

³⁾ Cassel beható statisztikai adatok alapján jut arra a következtetésre, hogy a relatív arany mennyiség, vagyis a világ átlagos aranykészletének ingadozása a pénzérték szekuláris változásának főoka. (Megjegyezzük, hogy a relatív arany mennyiség alatt a tényleges és a hosszabb fejlődési időszak alatt átlag gyanánt adódó, u. n. normális — évi — arany mennyiség által alkotott törtet érti.) Honfitársa Davidson, azt a szemrehányást tette Casselnek, hogy az ezüsttermelést figyelmen kívül hagyta, pedig ez az eljárás megengedhetetlen, mert a vizsgáldásai alapjául választott időszak a bimetalizmus korába esik.

tokkal. De ezen szekuláris ingadozásokat vizsgálódásaink szempontjából mellőzhetjük.⁴⁾ Mint láttuk, e mozgalmaktól Supino is eltekint, amidőn az arany mennyiség eltolódásait nem veszi számba és figyelmét a hitelforgalom fluktuációjára irányítja. Nézetünk szerint ezeket az ingadozásokat helyesebb a gazdasági élet körfogásába szervesen beállítva konjunkturális pénzértékváltozásoknak nevezni, már csak azért is, hogy szigorúan különválaszthassuk azokat a hitelforgalmi pénzértékingadozások egy másik gyakori fajtájától, az állami inflációtól és deflációtól, amelynek oka többnyire a háboru szokott lenni.

Supino felosztása, mint említettük, két kategóriát állít fel:

1. Az áru oldaláról eredő pénzértékingadozásokat.

2. A fizetési eszközök oldaláról eredő pénzértékingadozásokat.

Az első csoportba sorolhatók a manapság konjunkturálisnak nevezett kilengések, míg a másodikba tartozna minden egyéb pénzértékingadozás, u. m. háborus infláció stb., kivéve az aranytermelésben beálló változásokra visszavezethető mozgalmakat, amelyek figyelmen kívül maradnak. Ezt a felosztást azért kívántuk kiemelni, mert amint ki fog tűnni, a második kategória legfontosabb esetének, a háborus inflációnak túlzott jelentőséget és bizonyító erőt tulajdonít.

Ezekután áttérünk Supino egyes érveinek és adatainak csoportonkénti tárgyalására.

Háborus
infláció.

⁴⁾ Ezideig senkinek sem sikerült a szekuláris mozgalmakat a kamatláb és diszkontláb ingadozásával kapcsolatba hozni.

II.

A diszkont és kamatláb különböző magassága és eltérő mozgalma.

Az eltérés
abszolút
nagysága.

A diszkont és kamatláb magassága közötti abszolút eltérés nagyságára nézve számos megdönthetetlen történelmi példát sorol fel. Emlékezetünkbe idézi többek között az 1857. évi világválságot, amidőn a diszkontláb az Északamerikai Egyesült Államokban átlag évi 100%-ot, sőt egyes városokban napi 3%-ot ért el, amely utóbbi tétel fantasztikusan magas, évi 1000%-os diszkontlábnak felelt meg. E tényállás helyességéhez nem férhet kétség, de egy körülményre mégis szükségesnek tartjuk felhívni a figyelmet. A diszkont és kamatláb összehasonlításának alapjául előszeretettel szokták kiválasztani a válság időszakát, amidőn a kettő közötti eltérése nagysága néha valóban csillagászati arányokat ölt.

Nem szabad azonban megfeledkeznünk arról, hogy a válságok idején bekövetkező hitelösszeomlás a hosszúlejáratu kölcsönpiac működésének egyszerűen véget vet. A tőkepiac a tetszhalál állapotába süllyed, a pánik láza azonban teljes erővel kitör a

pénzpiacon, amely egyedül funkcionál még úgy ahogy hitelforrás gyanánt a jegybankokon kívül. Ha tehát a válságokat, — amelyek egyébként elméletileg nem is alkotják a konjunktura hullámzásának szükséges fázisát, — vesszük az összehasonlítás alapjául, úgy járunk el, mintha egy tetszhalott hőmérsékletét vetnők egybe egy magas lázzal gyötrődő súlyos betegével. Ki merné kétségbevonni, hogy a diszkontláb szédítő emelkedése a krízis idején ékesen szóló bizonyítéka annak, hogy a diszkont a pénzértékváltozások függvénye.¹⁾ De ép oly kétségtelen, hogy ezek a változások ugyanakkor a lehető legerősebb kihatással vannak a hosszú lejáratú kölcsönpiacra, hiszen annak működését teljesen megbénítják.

Ami már most az eltérő időbeli fejlődést illeti, az abban nyilvánulna meg, hogy a kamat csak hosszú időszakon át tüntet fel ingadozásokat, holott a diszkont évente, havonta, hetenkint, sőt néha naponta is ingadozik és maximumát, valamint minimumát 7—12 éves, fellendülést és pangást magukba foglaló ciklusok alatt éri el. A kamatláb szekuláris irányzatát illetőleg Supino nagyjában és egészében Böhm-Bawerk álláspontjára helyezkedik, amidőn megállapítja, hogy a kamatláb gazdasági fellendülésnél a tőke automatikus akkumulációja folytán csökken, bár ez a tendencia időnként megakad új találmányok folytán, amelyek a tőke foglalkoztatására bő teret

A diszkont
állandó
irányzatának
hiánya.

A kamatláb
állandó
irányzata.

¹⁾ A pénz használati értéke ugyanis ilyenkor ugrásszerűen emelkedik, mert a fizetési eszközök tetemes hányadát kivonják a forgalomból, hogy minden eshetőségre készen tartalékokat gyűjtsenek, a hitelforgalom egy része pedig az általános bizalmatlanság következtében egyáltalában nem működik.

nyitnak, úgyszintén tőkepusztulással járó válságok, átalakulások és háborúk következtében. Ez a megálapítás teljesen fedi az uralkodó felfogást, amely legjobban akként jellemezhető, hogy egyoldaluan a tőkekinálat alakulására vezeti vissza a kamatláb állandó irányzatát, a kereslet tényezőjét ellenben, amely a konjunkturális ingadozásokban jut kifejezésre, teljesen mellőzi, vagy legalább is elhanyagolhatónak tartja.

Ezért Supino a fellendülés alatt a kamatlábnál nyilván szekuláris irányzatra gondol, míg a diszkontláb kilengéseit illetőleg a konjunktura hullámmozgásai lebegnek szemei előtt. Bár nála e mozgalmak különválasztását nélkülözzük, általános felfogásából mégis erre kell következtetnünk. Már most az új találmányok, melyek szerinte megszakítják a hosszantartó fellendülés kamatmérséklő hatását, rányomják ugyan ezen alapirányzatokra is bélyegüket, de a találmányok — leggyakrabban idézett példáik a vasutépítés és az elektromossági ipar — nagyszabású kiaknázása mégis csak a jó konjunktura idején megy végbe az alapirányzaton belül. Ez magyarázza meg azt, hogy a tőkeakkumuláció, amely emelkedő szekuláris²⁾ irányzatnál leszorítja a kamatlábat, a konjunkturális fellendülés időszakában a kamatláb emelkedésére ve-

²⁾ A szekuláris vagy alapirányzat, ahogy ujabban nevezni szokás, tudvalevőleg a fellendülés vagy a depresszió jegyében folyik le, de mindegyik alapirányzaton belül érvényre jutnak a konjunktura hullámmozgásai is. Spiethoff szerint csupán az a különbség, hogy felfelé irányuló szekuláris mozgalomnál a fellendülés időszakai, hosszantartó depresszió korszakában pedig a pangás időszakai jutnak időbelileg és intenzitás tekintetében is némi túlsulyra.

zet. A fellendülés e két formája megkülönböztetésének hiánya a válságok szerepének megítélésénél is érezhető. Rá kell mutatnunk ugyanis arra, hogy a ciklikus körforgások egyik fázisát alkotó, u. n. belső (endogen) válság nem járhat a kamatláb megdrágulásával, hiszen a krízis a tőkepiac működését teljesen megszünteti, az azt követő pangás idején pedig a kamat épenséggel olcsóbbá válik. Valószínűnek látszik tehát, hogy Supino nem belső, hanem külső (exogén) válságokat tartott szem előtt, amelyek a nyomukban járó tőkepusztulás folytán hosszabb időre megdrágítják a kamatlábat. Ugyancsak külső, de gazdaságilag kiható átalakulásokra gondolhatott, amidőn a nagy átalakulások kamatlábemelő hatását kiemeli. Megjegyzendő, hogy a Böhm-Bawerk és az ő nyomán Supino által képviselt ama felfogás, hogy a kamatláb irányzata — az említett megszakításoktól eltekintve — csökkenő irányzatot mutat, nem talált általános helyeslésre a kamatelmélet körében. Cassel ilyen tendencia fennforgását a *multra*³⁾ nézve sem véli megállapíthatónak, a jelent illetőleg pedig arra az eredményre jut, hogy az emberi élet tartama, a népesség szaporodása és a technikai haladás, a kamatláb magasságának eme főtényezői a csökkenő irányzatnak

³⁾ Utal arra, hogy mihelyt Európa legjelentősebb kereskedelmi gócpontjaiban igazi tőkepiac alakult ki, a kamatláb nem egyszer ugyanolyan alacsony nivó körül mozgott, mint a mai korban a világháború előtt. Hollandiában példának okáért a kamatláb a XVII. század közepén 3% körül mozgott, míg a francia forradalom előtti időkben a biztos befektetések 2½—3% -ot jövedelmeztek. L. G. Cassel, *Theoretische Sozialökonomie*, 1927. 190. oldal.

gátat vetnek. — Ime a kamatláb szekuláris irányzata tárgyában is mennyire eltérők a nézetek.

Egyébként a tőkekinálat irányzatára nézve Cassel is ugyanarra az álláspontra helyezkedik, mint a kamatteoretikusok nagy része, t. i., hogy a tőkekinálat sokkal állandóbb, mint a tőkekereslet. A kínálat állandó természetét arra vezeti vissza, hogy a gazdasági szokásoknak lassan és megszakításokkal ugyan, de határozottan a jövőről való fokozódó gondoskodás irányában történő átalakulása a döntő tényező ebben a tekintetben, holott a tőke iránti kereslet főképpen az álló tőke termelésében mutatkozó eltolódásokkal, a konjunkturális ingadozásokkal karöltve változik. A konjunkturamozgalmak szemüvegén át vizsgálva próbáljunk már most feleletet nyerni arra az eddigelé nyitva hagyott kérdésre, hogy vajjon a kamatláb rövidebb lejáratu mozgalmi csakugyan teljesen elhanyagolhatók-e. Legcélszerűbbnek látszik a hitel konjunkturasémájából kiindulni, hiszen a kamatláb a hitelforgalommal a legszorosabb funkcionális összefüggésben áll. E sémát a következőképpen állíthatjuk fel, Spiethoff általános sémája nyomán.

A kamatláb
ciklikus
mozgalmi.

A hitelforgalom
szerepe.

A hitel konjunkturasémája.⁴⁾

1. Hanyatlás:

a) *Pangás:* A diszkontláb rendszerint csökken, vagy legalább is stagnál. A megtakarítások a fixkamatozású címletekben, főleg közkölcsonőkben nyernek elhelyezést. A rövid lejáratu kölcsönök olcsób-

) L. szerzőnek „A konjunktúra elmélete” c. könyvét. Grill Károly kiadása (1927.) 95-ik o.

bodása, különösen az alacsony diszkontláb, a fixkamatozású címletek árfolyamának emelkedését vonja maga után. A kötvényemisszió, főleg a városi és köz-kölcsönök kibocsájtása, megindul.

b) A kezdődő fellendülés: A tőkebefektetés, különösen a fixkamatozású címletek piacán, nagyobb méreteket ölt. De már nem a közkölcsönök, hanem a magánkölcsönök nyomulnak előtérbe. A diszkontláb rendszerint változatlan marad, bár főleg ebbe az időszakba esik a nagyipar fellendülése finanszírozásának kezdete, a fincváltók leszámítolása. A kötvények és záloglevelek ezen időszak vége felé érik el legmagasabb árfolyamukat, amidőn a részvénykibocsájtások már megkezdődnek.

2. Fellendülés:

a) Középső fellendülés. A tőkebefektetés hatalmas arányokat ölt. A folyó megtakarítások azonban a fixkamatozású címletek helyett az osztalékpapírok piacára fordulnak, aminek nyomán a tőzsdén hossz támad. A részvényhosszt kielezi a bankszerű tőzsdei hitel. A jegybankok váltótárcája megduzzad. A fincváltók konvertálása, amely már a kezdődő fellendülés alatt megindult, főleg ebbe az időszakba esik.

b) Késői fellendülés. Az emelkedő bankjegyforgalom dacára a tőke iránti fokozódó kereslet a kölcsönkamatot felhajtja. A részvénykibocsájtások folytatódnak. A tőzsdei hossz még tart, de erejéből már veszít a tőzsdehitel megszorítása folytán. A rövidlejáratu hitel kiterjesztése azonban minden egyéb vonatkozásban még nagyobb méreteket ölt.

c) A tőkehiány időszaka. A tőkebeszerzés nehéz-

ségei miatt a befektetések visszaesést tüntetnek fel. A részvényárfolyamok hanyatlanak. A rövidlejáratu hitelek kamatlába, tehát a piaci diszkont is erősen megdrágul.

3. A válság.

A rövidlejáratu hitelek hatalmasan megdrágulnak, a hosszulejáratu kölcsönök piacának működése egyenesen megbénul. A hitel összeomlásával állunk szemben.

Ez a séma a konjunktura oly számos tényezője közül csak egyet emel ki, a pénzt. (Egyéb tényezőit csak annyiban érintjük, amennyiben az célunk érdekében elengedhetetlenül szükséges.) De ez az izolálás nélkülözhetetlen vizsgálódásaink szempontjából azért, mert csak így deríthetünk világosságot a bankszerű fizetési forgalomnak, a pénzérték konjunktúralis ingadozásai hordozójának működésére.

A pénz csereértékének ingadozása, mint egyike a statisztikailag leginkább megfogható jelenségeknek, meglehetősen tisztázottnak tekinthető. Ma már közhely számba megy az a megállapítás, hogy a fellendülés áremelkedéssel, a válság és a depresszió ellenben általában áreséssel jár. Közbevetőleg megjegyezve, a pangást illetőleg azzal a megszorítással kell élnünk, hogy az áresés csak az első szakában tart, későbbi stádiumában azonban árstagnálásnak, majd lassu javulásnak ad helyet. A pénz használati értékének ingadozásai pedig, mint már ismételten említettük, a csereérték eme változásaival teljesen ellentétes irányban mozognak, úgy hogy a diszkontláb ennek megfelelően a pangás alatt csökken, a fellendülés alatt el-

lenben emelkedik. De Supino pénzelmélete hiányosságának tekinthető, hogy a pénz csereértékének változásait a fellendülés alatt teljesen elhanyagolja. Ő megelégszik annak a pusztá ténynek a leszögezésével, hogy a diszkontláb milyen számszerű eltolódásokat tüntet fel a gazdasági körforgás egyes fázisai alatt. Nézetünk szerint ez a felfogás túlságosan a felszínen mozog. Az a jelenség, hogy a konjunkturális fellendülés alatt a diszkontláb a hitelforgalom hatalmas kiterjesztése dacára emelkedik, viszont a depresszió alatt a hitelforgalom nagy visszaesése dacára alacsony marad, már régóta egyike a pénzelmélet legfogasabb kérdéseinek. A mennyiségi elméletből ugyanis az következne, hogy a növekvő pénzmennyiség alacsony, csökkenő pénzmennyiség pedig magas diszkonttal járjon, holott a valóság ennek éppen az ellenkezőjét bizonyítja. A banking principle hiveinek ez volt az egyik fő ellenérve a currency theory ellen. Igaz ugyan, hogy már Ricardo azzal a megszorítással formulázta a pénzszaporítás kamatlábmérséklő hatásának tételét, hogy az csak átmeneti lehet, mert a nyomában beálló áremelkedésnek csakhamar eredeti magasságára kell hajtania a kamatlábat. De a valóságban a pénzszaporításnak ez az átmeneti kamatlábmérséklő hatása ép oly kevésbé volt észlelhető a fellendülés alatt, mint a pénzmennyiség csökkenésének kamatlábemelő hatása a pangás idején. Erre a magyarázatot már John Stuart Mill óta a konjunkturamozgalmakkal járó váltakozó tőkekeresletben ke-resték és Supino is alapjában véve ugyanerre a felfogásra hajlik, csak hogy a tőkekereslet ingadozásai nála a pénz használati értékének eltolódásában nyer-

Currency
theory és
banking
principle.

nek kifejezést. Wicksell érdeme az, hogy erre a kérdésre mélyebben szántó magyarázatot keresett.⁵⁾

Persze tisztában kell lennünk azzal, hogy ő más pénzértékelméleti felfogásból indul ki, mint Supino. Ő a pénz használati és csereértékét megkülönbözteti ugyan, de előbbinek a pénzelmélet szempontjából alig tulajdonít jelentőséget, hanem a csereérték változásaira fekteti a súlyt és ennek megfelelően, pénzérték-ingadozások alatt a csereérték eltolódását érti.

Reálkamat és
pénzkamat.

Szerinte már most a pénz értékváltozásainak rugója a reálkamat és a pénzkamat közötti eltérés. Ha a reálkamat magasabb a pénzkamatnál, miként a fellendülés idején, úgy ez a vállalkozókat fokozott hitel-igénybevételre serkenti. Viszont ha a reálkamat⁶⁾ alacsonyabb, miként a pangás idején, ez a vállalkozói kedvet lelohasztja, ami a hitelforgalom apadására vezet. Bár a reálkamat rendkívül elvont elméleti fogalom, amely csak az esetben ölthetne testet, ha az ármozgalom szünetelése, vagyis a termelés s fogyasztás közötti harmónia következne be, — ami ellenkezik a gazdasági élet dinamikai természetével, — mégis e fogalom bevezetése termékenyítőnek bizonyult. Mert fényt vet arra, hogy a gazdasági körforgás folyamán minő oko-

⁵⁾ L. Geldzins und Güterpreise 1898. és Vorlesungen über theoretische Nationalökonomie II. Band 1928. G. Fischer, Jena, Die positive Lösung című fejezetet. 210—249. oldal.

⁶⁾ A reálkamat lenne az a többlet, amelyet a termelés in natura, a földjáradék, munkabér és a vállalkozói nyereség levonása után eredményezne. Más szóval a reálkamat lenne az a tényleges ellenszolgáltatás, amelyet a vállalatok a tőkének a pénz közvetítése nélkül, természetben való kikölcsönzése esetén kellene, hogy nyújtsanak. Lásd: Knut Wicksell, Geldzins u. Güterpreise, id. művét; bevezetés. V. o. és 95. oldal.

zati összefüggésben áll egymással a pénzszaporítás, a diszkontláb magassága és az ármozgáalom. Supino pénzértékelmélete ellenben erre nézve közelebbi felvilágosítást nem nyújt, hanem tisztán a funkcionális összefüggés álláspontjára helyezkedik, amidőn megjegyzi, hogy a diszkontláb és a pénzérték ingadozása tulajdonképen ugyanazon jelenség, csak más oldalról nézve. Hogy e tekintetben okozati összefüggést felderíteni rendkívül nehéz, az kétségtelen, de a konjunktura hullámmozgásainak tanulmányozása legalább tisztázta e jelenségek időbeli sorrendjét, amiből már bizonyos okozati következtetéseket lehet levonni. Ezen a téren különösen nagy előrehaladást jelentett Wicksell elmélete és ezért tartottuk szükségesnek az ő felfogását ismertetni akkor, amidőn a konjunktura-mozgalmak s a diszkont és a kamatláb változásai közötti összefüggés vizsgálatához fogunk.

Ezek előrebocsátása után most már nem fog el-
lentmondásnak tetszeni, hogy számszerűen alacsony diszkontláb a pangás alatt a hitelforgalom lényeges összezsugorodásával esik egybe. Mert a vállalatok kereseti lehetőségéhez, vagyis a reálkamat forrásának bőségéhez képest ez a diszkontláb még mindig magas. Persze a pénzkamat magas állása nem változtat azon, hogy a diszkontláb, a rövidlejáratu kölcsönök legjelentékenyebb típusa a fixkamatozású címletek jövedelmezőségének mérve alá hanyatlik. A címletek jövedelmezőségének relativ emelkedése árfolyamuk javulásában jut kifejezésre, ami magában véve — változatlan névleges kamatláb mellett — a tényleges kamatozás csökkenését vonná maga után. Hiszen nem szorul magyarázatra az, hogy ilyenkor kedvezőbb le-

számolási árfolyam mellett, tehát olcsóbban folyósítják a hosszúlejáratu kölcsönöket.⁷⁾

A fixkamatozásu
címletek jöve-
delmezőségének
eltolódása.

Régi igazság az, hogy a fixkamatozásu címletek árfolyamalakulásának irányzata nagyjában és egészében ellentétes a diszkontláb mozgalmával. A pangás alatt az alacsony diszkont a kötvények és záloglevelek árfolyamjavulását vonja maga után, míg a fellendülés folyamán a diszkontláb emelkedésével karöltve a hosszúlejáratu kölcsönök árfolyamesése jár. Ez az árfolyamhullámváz bizonyosságot szolgáltat arra, hogy a konjunktura ingadozásai, amelyek egyben mindig pénzürtékváltozások is, kihatnak a hosszúlejáratu kölcsönpiacra a pénzpiac befolyásolása útján. Hogy ez az árfolyamingadozás nem jelentéktelen, az kitűnik Mitchellnek⁸⁾ azon Supino által idézett példájából, hogy 1890—1911. között, az átlagárfolyamokat 100-al számítva, az Egyesült-Államokban 10 vasúti kötvény kamatindexe 112—83 között mozgott, míg a 60—90 napos váltók diszkontjának maximuma 213-ra, minimuma 57-re rugott. Supino természetszerűleg a kamatláb és diszkontláb hullámvázainak abszolút mérve közötti hatalmas eltérés illusztrálására hozza

⁷⁾ Megjegyezzük, hogy mindaddig, amíg az üzleti kedvtelenség még tart, elsősorban a közületek, az állam és a városok a főhiteltevők. Mihelyt azonban a pangás megteremti az új fellendülés előfeltételeit, az alacsonyabb munkabért, olcsóbb nyersanyagot, a termelés racionalizálását, ami mind a reálkamat emelkedésének és a pénzkamat viszonylagos súlyedésének irányában hat, bekövetkezik a vállalkozói kedv felélése és a közkölcsönök helyébe a magángazdasági kölcsönök lépnek a hosszúlejáratu hitelek piacán.

⁸⁾ W. C. Mitchell: *Business Cycles*, Berkeley, 1913., 161. oldal.

fel ezt a példát, de nem mutat rá arra, hogy az a kamatlábnak önmagában véve számottevő ingadozását is meggyőzően bizonyítja. Viszont fel kell hívni a figyelmet egy tényre, amely az effektív kamatláb konjunkturális kilengéseinek statisztikailag kimutatott mérvét feltétlenül gyengíti. A tapasztalat ugyanis azt tanítja, hogy a fixkamatozású címletek emissziója csak addig ölthet nagy méreteket, amíg a rövid lejáratú hitelpiacon a kamatláb alacsonyabb, mint a tőkepiacon. Ezért a kezdődő fellendülés és a tulajdonképeni fellendülés határán a kötvények és a záloglevelek árfolyamemelkedése véget ér. A tőkebefektetés, mint láttuk, irányt változtat és pedig a fixkamatozású címletek piaca helyett az osztalékpapírok piaca felé fordul. A kötvény- és záloglevélkibocsátások tulnyomó része eszerint a pangás idejébe esik, amikor árfolyamemelkedésük hitelolcsóbbodást jelent, ellenben lényegesen megcsappan a fellendülés alatt, úgyhogy ezen időszakban a címletek kamatozásának emelkedése társadalomgazdaságilag részben csak névleges marad. Ennek folytán a kamatláb konjunkturális kilengései feltétlenül kisebbek, mint ahogy az pusztán a kamatozás számszerű mérvéből következne. De ezek az ingadozások még így is számottevőek maradnak, úgy hogy figyelmen kívül hagyásuk semmiképen sem látszik indokoltnak.

Ezek után térjünk át arra a kérdésre, hogy az állandó befektetések másik típusának, a részvényeknek jövedelmezősége a diszkontlábbhoz viszonyítva milyen változásokat szenved a gazdasági körforgás egyes időszakai alatt. Míg a fixkamatozású címletek rentabilitása a körforgás két főfázisában ellentétesen alakul, de azokon belül egységes és pedig a pangás alatt le-

Osztalék és
diszkontláb.

felé, a fellendülés alatt felfelé irányuló tendenciát tüntet fel, addig a részvények árfolyamának és jövedelmezőségének ingadozása sokkalta szeszélyesebb és a konjunktura egyes időszakain belül is ellentétes. A pangás alatt a részvényárfolyamok hanyatlanak, majd mélypontjukat elérve még jó darabig stagnálnak, mert a gyenge hozadék a javulásnak útját állja. A kezdődő fellendülés már a jövedelmezőség kedvezőbb alakulásával esik egybe, ami a részvénytőke ismertetett megélénkülésére vezet. A középső fellendülés azután az árfolyamok és osztalékok párhuzamos emelkedésének időszaka. Viszont azonban a kedvező osztalékkilátások a fellendülés második részében tulhajtottaknak bizonyulnak. Ezért a jó konjunktura tetőpontján megindul az árfolyamesés, jelezvén a tőkehiány beálltát, amelynek kiéleződése csakhamar kirobbantja a katasztrófális árfolyamzuhanással járó válságot.

A diszkontláb és az osztalékok alakulása között közvetlen összefüggést csak a fellendülés időszakában találhatunk és azt is csak akkor, ha a pénzérték-változások nézőszögéből vizsgáljuk a kérdést. A részvényemissziók ugyanis főként a középső és részben a későbbi fellendülés, tehát a hatalmasan növekvő hitelforgalom időszakába esnek. Igaz, hogy a részvényárfolyamok először tényleg a kedvezőbb osztalékok és a még biztatóbb kilátások hatása alatt emelkednek, de ez a felfelé irányuló mozgalom, fokozódó részvény kibocsátás mellett, a hitelforgalom kiterjesztése nélkül megakadna, mint ahogy egyáltalán stimuláló hatása nélkül az egész jó konjunktura szekere sokkalta hamarabb kátyuba jutna. Hiszen hitelkiterjesztés nélkül a gazdasági fellendüléssel kapcsolatban emelkedő pénz-

szükséglet a diszkontnak még gyorsabb emelkedésére, vagyis a rövidlejáratu hitelpiac nagyobb feszültségére vezetne, ami rövidesen véget vetne a részvénykibocsájtásoknak. Pedig ezek a fellendülés folyamán az állandó befektetéseknek csaknem kizárólagos formái. Egyébként a részvényárfolyamok javulása önmagában véve — változatlan osztalék mellett — emeli a kamatozási bázist, tehát olcsóbb hitelhez juttatja a vállalatokat. Persze a fellendülés első szakában ez a helyzet nem következik be, minthogy az árfolyamjavulással párhuzamosan halad az osztalék emelkedése. A magasabb osztalék spekulatív eszkontálása tehát helyesnek bizonyult, de csak egyelőre. A fellendülés későbbi részében az osztalékoknak, vagy legalább is kilátásaiknak olymértű rosszabbodása áll be, hogy ezt a kedvezőtlen momentumot a kamatozási bázisnak az árfolyameséssel együtt járó csökkenése sem tudja ellensúlyozni.

Amiképen a pangás alatt a fixkamatozású címletek árfolyamát emeli és ezáltal a hosszulejáratu hiteleket olcsóbbá teszi az alacsony diszkontláb, akként a fellendülés alatt a nyomában járó hitelkiterjesztés révén a részvénykibocsájtások előmozdítása útján jóval nagyobb mennyiségű állandó pénztőkéhez juttatja a vállalatokat, mint amilyenre különben szert tehetnének. Egy konjunkturacikluson belül tehát az osztalékok emelkedése a magas kibocsájtási árfolyamokhoz képest csak átmenetileg tart, úgyhogy a hitelforgalom kiterjesztése olcsóbb tőkéhez, helyesebben oly tőkéhez juttatja a részvénytársaságokat, amelyet azután nem tudnak megfelelően kamatoztatni.⁸⁾

⁸⁾ „Olcsóbb tőke” kifejezés helyett azért célszerű azzal a

Végeredményben a kamatláb konjunkturális ingadozásainak tanulmányozása szükségszerűen azt a meggyőződést érleli meg bennünk, hogy ezek a mozgalmak nagyon is számottevőek, habár mérvük messze mögötte is marad a diszkontláb hasonló kilengéseinek.

Talán kifogásolni fogják azt, hogy a kamatláb hullámzását nem csak a fixkamatozású címletek, hanem a részvények jövedelmezőségének szempontjából is tesszük vizsgálat tárgyává. Tény az, hogy egyedül az elsörendű kötvényeknél és zálogleveleknél van kikapcsolva messzemenően a rizikó tényezője, holott a részvényeknél közismert spekulatív jellegüknél fogva a rizikó épen a legnagyobb mértékben fennforog. Sőt az osztalék tudvalevőleg vállalkozói nyereséget is foglalhat magában, úgyhogy lehetetlenség megállapítani, hogy mennyi esik belőle a tiszta kamatra. Az is jól ismeretes előttünk, hogy a konjunk-

körülírással élni, hogy a vállalatok olyan tőkéhez jutnak, amelyet nem tudnak állandóan megfelelően kamatoztatni, mert előbbi kitétel azt a látszatot kelthetné, minthogyha a vállalatok ezen a réven állandó előnyhöz jutnának. Pedig manapság kevésbé szorul bizonyításra, mint valaha, hogy a válság és a közvetlenül azt követő konjunkturaciklus pangási időszak alatt milyen vérvesztést szenvednek a vállalatok. A társadalmi tőke egyrésze ilyenkor parlagon hever, részbeni vagy teljes üzembeszüntetések folytán és mire bekövetkezik az újabb fellendülés, akkorra a termelési tőke egyrésze elavul, vagyis, nyersanyag értékét leszámítva, megsemmisül. Ez a folyamat magángazdaságilag a társaságok liquidálásában s alap-tőkeleszállításokban jut kifejezésre. Az ennek háttérében rejlő tőkevesztés részbeni vagy egészbeni elértéktelenedését jelenti a fellendülés alatt történt ama befektetéseknek, amelyek nem voltak megfelelően kamatoztathatók.

turakutatás egyenesen elhanyagolja az osztalékok alakulását, mint konjunkturajelzőt, mert a részvénytársaságok idevágó céltudatos politikája folytán azok a jövedelmezőség hű tükörképének nem tekinthetők. Ezért a konjunkturakutatás a részvénytársaságok jövedelmi adója alapján igyekszik megállapítani a vállalkozói nyereség alakulását. Mindezek dacára fel kell vetnünk a kérdést, hogy jogosult-e az állandó befektetések eme fontos, a jó konjunktura alatt csaknem kizárólagos formáját, a kamatláb elmélete szempontjából mellőzni? Szabad-e a fixkamatozású címleteket a kamatláb egyedüli jelzőjének tekinteni? Erre a kérdésre értekezésünk végén még rá fogunk térni.

Supino az I. csoportban felsorolt példák közül még egyiknek tulajdonít rendkívüli jelentőséget és pedig a háborúnak, amely szerinte a diszkont és kamatláb eltérő mozgalmának legmeggyőzőbb bizonyítéka. A háboru kamatlábemelő hatásához, amelyet oly annyira kiemel, nem férhet szó. Néhány megjegyzést kell azonban fűznünk ahhoz a megvilágításhoz, amelybe a diszkontlábakra gyakorolt befolyását helyezi. Először is megállapítja, hogy a világháboru a jegybankok diszkontlábára csak átmeneti hatást gyakorolt. A pánik első napjaiban ugyanis a diszkont ugrásszerűen emelkedik, de annak elültével a jegybankok csakhamar leszállítják a diszkontot és a háboru további folyama alatt azután az változatlanul¹⁰⁾ a nor-

A háborus
példa.

¹⁰⁾ Supino ez esetben igen helyesen a diszkont normális nivójáról beszél, holott egyéb fejtegetéseiből arra kellene következtetnünk, hogy a diszkont erős ingadozásai miatt ilyen nivót nem is tart lehetségesnek. Ezzel tulajdonképpen elismeri, hogy a számos erős kilengés közepette is mutatkozik bizonyos

mális nivón marad, a magándiszkontláb pedig egyenesen a normális szint alá süllyed. Angliában például 1914. szeptemberben $3\frac{1}{4}\%$ körül mozgott, ugyanazon év decemberében pedig már $2\frac{3}{4}\%$ -ra hanyatlott. A hivatalos diszkont változatlan szinten való tartásával és a magándiszkont süllyedésével szemben a kamatláb szünet nélkül emelkedett. E ténymegállapítások tagadhatatlanul helytállóak, de bővebb magyarázatra szorulnak. Helyes megítélésük céljából mindek előtt szem előtt kell tartanunk a háborus infláció sajátos természetét. Pénz- és hiteltechnikai szempontból az infláció lehet arany- és hitelinfláció. Tisztán aranyinflációnak tekinthető az, amely az aranytermelés emelkedésében leli magyarázatát. Ezt a típust azonban a már kifejtett indokok alapján mellőzzük és annak leszögezésére szorítkozunk, hogy a hitelinfláció az eszköze a konjunkturális és háborus inflációnak egyaránt. Az a körülmény, hogy a fellendülés alatt az infláció a bankjegy- és a szorosabb értelemben vett hitelforgalom (csekk, giró, kliring) kiterjesztése, a háboru alatt főként papírpénzszaporítás útján megy végbe, csak fokozati,¹¹⁾ de nem lé-

egyöntetű irányzat a diszkont alakulásában. Hogy ez az egyirányú tendencia a pangás és fellendülés szakában mennyire érvényesül, azt már eléggé hangsúlyoztuk.

¹¹⁾ E fokozatbeli különbség egyfelől abban áll, hogy a jegybankok cselekvési szabadságát az állam parancsolólag nem korlátozza, miként a háboru alatt, úgyhogy ha elkésve is, de feltétlenül a diszkontlábemelés fegyveréhez nyulnak. Másfelől az aranykiözlés szabhat határt az inflációnak, de ez a fék nem működik olyankor, amikor a fellendülés és az ezzel járó hitelkiterjesztés a vezető gazdasági államokban egyidejűleg megy végbe.

nyegbeli különbség. Fontosabb azonban pénzülméleti szempontból a magángazdasági és közhatalmi infláció különválasztása azon az alapon, hogy a járulékos pénz és hitel milyen uton hatol be a gazdasági élet vérkeringésébe. A konjunkturális fellendülés tipikus inflációja a magángazdasági, az államié pedig a háborus infláció. Ennek szem előtt tartása nélkül egyáltalában nem érthetjük meg a diszkontlábnak és a kamatnak a konjunkturális fellendülés és a háborus korszak alatti teljesen ellentmondó mozgalmát.

A háborus infláció ugyanis prototípusa azon pénzértékváltozásoknak, amelyeket tisztán a hitelforgalmi eszközök szaporítása idéz elő s aminek ennélfogva Supino szerint a pénz csere- és használati értékének párhuzamos hanyatlására, tehát a diszkontláb határozott súlyedésére kell vezetnie. Ha ez az eset nem is következik be a hivatalos diszkontlábra nézve, amely átmeneti emelkedés után stabil nívón mozog, a magándiszkontláb súlyedése viszont teljesen megfelel az ő pénzértékelméleti sémájának. De másfelől Supino maga hangsúlyozza, hogy a háboru alatt milyen hatalmasan fokozódik a tőkeszükséglet. Csakhogy ez a szükséglet az állam részéről indul ki és nem produktív, mint a magángazdasági fellendülésé. Hogy a háboru alatt igazi általános gazdasági fellendülés nem következik be, az a mai korban bővebb magyarázatra valóban nem szorul. Ez a körülmény pedig önmagában véve érthetővé teszi azt, hogy a kapcsolat a pénz- és tőkepiac között a háboru alatt megszakad. Normális időkben ugyanis a hitelforgalom kiterjesztése a fellendülés küszöbén álló gazdasági élettől indul ki, úgyhogy a hitelkiterjesztésnek

a pénzpiac olcsóbbodására való kihatását egy időn
tul kompenzálja a magángazdaság növekvő tökeszük-
séglete. Ennélfogva a diszkontláb emelkedése ilyen-
kor csakhamar a kamatláb megdrágulását vonja maga
után. A háborus infláció alatt azonban hiányzik a
magángazdasági hitelkereslet, amely ezt a kiegyenlí-
tődési folyamatot életre kelthetné. E rendkívüli idő-
ben a két piac közötti összeköttetés megszakítása ép-
pen annak a tanujele, hogy a gazdasági élet normális
működése, szokott rugalmassága megbénul. Azt hi-
szem, nem szükséges több szót szaporítani annak bizo-
nyítására, hogy háborus példát gazdasági jelenségek
kapcsolatának megvilágítására döntő érv gyanánt fel-
hozni elhibázott kísérlet.



III.

A diszkont- és kamatláb közötti kiegyenlítődési tendencia.

Ezzel az érvek második csoportjához érünk, amelyek a diszkont és kamatláb közötti kiegyenlítődési tendenciának fennforgását igyekeznek megdönteni. Pedig a két szóbanforgó jelenség konjunkturális ingadozásának boncolása meggyőzhetett bennünket arról, hogy ez az irányzat szemmel láthatóan érvényesül a gazdasági körforgás rendes meneténél és csupán háborus infláció esetén nem kerül felszínre. A kiegyenlítődési tendencia ellen meggyőző érv gyanánt a diszkont- és kamatláb magassága közötti eltérések abszolút nagyságát nem fogadhatjuk el. Elvégre is nem a közlekedő edények fizikai törvényének bebizonyításáról van szó. Nem azt kell bizonyítanunk, hogy a hosszú és rövidlejáratu hitelpiac két olyan felül nyitott csőedényhez hasonlítható, amelyek egymással össze lévén kötve, a beléjük töltött egynemű folyadéknak — a pénznek — mindkét csőben egyenlő magasságban kell állnia. Exakt természettudományi törvényeket a társadalmi gazdaságban felállítani sajnos nem

Supino tagadó álláspontja.

lehet. A két jelenség közötti kiegyenlítődési irányzat fennforgását nem lehet elútni azzal az érvel, hogy a két pénztőke-medencében a víz állása sokszor óriási különbségeket mutat. Nem ezek az átmeneti eltérések a döntők, hanem az, hogy maradhat-e huzamosabb ideig alacsony a vízszint az egyikben, ha magas a másikban. A konjunkturamozgalmak elemzése pedig éppen azt tanítja, hogy ez az eset nem következhet be normális körforgás idején, amelynek szükségszerű fázisai gyanánt tulajdonképpen csak a pangás és a fellendülés tekinthetők, nem pedig a válság is. Láttuk, hogy a depresszió alatt az alacsony diszkont a tőkepiac megélénkülésére vezet és a fellendülés folyamán a diszkontlábnak a hitelforgalom kiterjesztése által időbelileg kitölt, de elvégre mégis csak bekövetkező emelkedése a hosszulejáratu kölcsönpiac feszültségét, tehát a kamatláb megdrágulását idézi elő. Azt a körülményt, hogy a válság alatt azután az egyik rezer-voár, a tőkepiac teljesen elapad, nem tekinthetjük irányadónak.

A forgó-
tőkének álló-
tőkévé való
átalakulása.

Supino azt a tételt, hogy a két pénztőkeforrás egymástól hermetikusan el van zárva, még a következő elméleti megfontolásokkal akarja alátámasztani: A diszponibilis tőke minden országban a csere- és fizetési eszközökből áll és a fizetési forgalmi eszközök azon része kerül a pénztőkepiacra, amelyre átmenetileg sem a tőkéseknek, sem a termelőknek, sem a fogyasztóknak nincsen szükségük üzleteik finanszírozására, illetve kiadásaik fedezésére. E tőke bősége változik idő és hely szerint, de azért mindig szigoruan meghatározott nagyság. Az egyes gazdasági alanyok ugyan tetszés szerint használhatják fel készpénzüket s

technikailag tényleg lehetséges is forgótőkének állótőkévé való átalakítása, de társadalmi szempontból ezen átalakulás lehetősége teljességgel ki van zárva.

Ez a tagadó álláspont részben abban leli magyarázatát, hogy Supino ebben az esetben a dinamikai jelenségek elhanyagolásával a kérdés pénzoldalát illetőleg statikai álláspontra helyezkedik. Szerinte ugyanis, ha a diszkontláb magasabb, mint a kamat, egyesek eladhatnak javakat, állampapírokat stb., — amelyek eddig produktív vállalkozások céljaira szolgáltak, — avégből, hogy a pénzpiacon fektessék be az eladási ellenértéket. De ez csak akkor lehetséges, ha akad egy másik fél, aki ezeket az értékeket megvenni hajlandó. A vételárat pedig csak a pénzpiacról lehet elvonni, úgyhogy ezen a piacon nem áll be könnyebbülés. Ha viszont a kamatláb drágább, mint a diszkont, úgy az állandó befektetések szaporításának elengedhetetlen feltétele, hogy akadjon valaki, aki ezen befektetések hordozóit (kötvényeket stb.) eladja és a vételárat a pénzpiacra viszi, úgyhogy a diszkontláb nem fog megdrágulni.

Teljesen figyelmen kívül marad azonban ezen fel fogás alapján egyfelől az a kapcsolat, amely a kamatnak két, fejtegetéseink központjában álló fajtája között a gazdasági ciklusok alatt mutatkozik, másfelől azon elsősorban a konjunkturakutatás által tisztázott körülmény, hogy a rövid- és hosszulejáratu hitelek nem használatnak fel mindig csakis forgó-, illetve állótőke céljaira, amint azt elvileg feltételezni szokás.¹⁾

¹⁾ Már régóta folyik a vita, hogy a pénz és tőkepiac szerencsétlen elnevezése helyett más kifejezést honosítsanak meg.

A hosszú és
rövidlejáratu
hitelpiac
egybefolyó
határai.

A mobil és álló tőke megkülönböztetése nézetünk szerint csak a tőke reálfogalma alapján vihető keresztül és ezért elsősorban termeléstechikai fogalom. A kölcsön formája azonban manapság majdnem kizárólagosan a pénzkölcsön lévén, a tőkekinálat pénz alakjában lép fel és azt, hogy mire lesz felhasználva, végső fokon a vállalkozók szabják meg. A gazdasági liquiditás szempontja azt követelné meg, hogy a pénzpiac tényleg mindig a mobil tőke fogalmával essen egybe, de a vállalkozók ettől az elvtől az üzletmenet változandóságának hatása alatt nem egyszer eltérnek. A pangás alatt példának okáért — különösen Németországban — a fináncváltókkal, tehát rövidlejáratu hitelekkel szokás financirozni a nagyipar fellendülésének előkészítését, amíg a befektetési piac kedvezőbb helyzete a hiteleknek kötvényekre, vagy részvényekre való konvertálását nem teszi lehetővé. A fellendülés alatt és különösen annak utolsó szakában, a tőkehiány idején, a vállalatok a tőkepiac működésének megakadása folytán kénytelenek rövidlejáratu hiteleket nagy mértékben állandó befektetési célokra igénybe venni.

Szerencsétlen e megkülönböztetés azért, mert mindkét piacon ugyanazzal a jelenséggel, a pénzzel állunk szemben, ez esetben a pénz fogalmába legtágabb értelemben a hitelt is belevonva. Nézetünk szerint legcélszerűbb volna a két piac gyűjtőfogalma gyanánt a pénztőkepiac kitételt használni. Az egyes részpiacok különválasztását illetőleg pedig ajánlatos lenne mindig hosszú- és rövidlejáratu hitelpiacról beszélni pénz és tőkepiac helyett, bár elméletileg e megkülönböztetés kritériuma sem kielégítő és inkább csak alaki, amint azt kimutatni törekszünk, de formailag legalább határozott és kevesebb félreértésre ad okot. Csak nem szabad azt képzelnünk, hogy e két piac a mobil és állótőke fogalmát teljesen fedi.

Cassel meggyőzően illusztrálja ezt a folyamatot az amerikai vasuti társaságok rövidlejáratu hiteleinek az 1907. évi válság idején észlelt megduzzadásával.²⁾ Míg a vasutttársaságok nem fundált adósságaik után 1905-ben még csak 11·5 millió dollár kamatot fizettek, addig e kamatok összege 1908-ban 31·3 millió dollárra emelkedett.

A forgótőkének állótőkévé való átalakulása tekintetében Supino statikai álláspontra helyezkedik, ami csodálatosképen ellenkezik egész kiindulási alapjával, amely a pénzértékváltozásokban, tehát fogalmilag dinamikai jelenségben gyökerezik. A statikai gazdaság szempontjából indokolt az a feltevés, hogy forgótőke álló tőkévé legalábbis számottevő mértékben nem válhat, a tőke monetáris fogalmát tartva szem előtt; mert a szabadverseny hatása alatt a késztermékekben beálló drágulás csakhamar a késztermékiparok kibővítését, illetve újra üzembe való helyezését vonná maga után. De egy terjeszkedő, dinamikai gazdaságban más a helyzet. A fellendülés jellemző vonása éppen az és ebben ma már a legkülönbözőbb konjunkturaelméletek³⁾ is kezdenek egyetérteni, hogy a növekvő termelésből aránylag nagyobb hányad esik az állótőke előállítására. (Viszont a pangás alatt az állótőke termelése hanyatlak a késztermékiparok produkciójához képest, vagyis homlokegyenest ellenkező irányban tolódik el a két termelési ág viszonya.) A valóságban ez a folyamat jó konjunktura idején min-

²⁾ L. G. Cassel, Theoretische Sozialökonomie, S. 564.

³⁾ L. A. „Deutscher Volkswirth“ 1928. szeptember 21-iki számában a zürichi szociológiai kongresszusra vonatkozó közleményt.

dig növekvő hitelforgalommal kapcsolatban megy végbe és ebből a nézőpontból az állótőke fokozódó termelését az u. n. kényszerű takarékosság tana magyarázza meg.⁴⁾ Eszerint a járulékos hitel a vállalkozók kezébe jut, — hiszen manapság a fogyasztási hitel szerepe teljesen elenyészik a produktív hitelé mellett — és ezek a rendelkezésükre álló vásárlóerő meghatározódása folytán a termelőerőket az állótőke fokozottabb előállításának szolgálatába állítják. Ez a folyamat az áremelkedés útján megy végbe, amely a tisztán fogyasztó rétegek vásárló erejének relativ, vagyis a növekvő termeléshez viszonyított megszorítását idézi elő, holott a vállalkozóknál az áremelkedést egy darabig túlkompenzálja a mindinkább emelkedő hitelforgalom. Ez a hitelkiterjesztés a pénzpiacon és ezen a réven a tőkepiacon is bőségesebbé teszi a kínálatot, de ezt a pénzbőséget — az áremelkedésen kívül — ellensúlyozza a növekvő termelésnek állandóan fokozódó hitelszükséglete. A fellendülés alatt tehát versenyfutás folyik a hitel és termelés kiterjesztése között. Ezen időszak első felében a két versenytárs szorosan egymás nyomában halad, de későbbi folyamán a hitelkiterjesztés méreteivel nem tud lépést tartani a termelési apparátus észszerű kiépítése, úgyhogy a fellendülés végén a termelőerők túlfeszítésével állunk szemben. Az állótőke kiterjesztéséhez szükséges javakban, Spiethoff terminológiája szerint az u. n. hozadéki javakat kiegészítő javakban

⁴⁾ Ez a tan tudvalevőleg Wickselltól ered, majd azt Schumpeter és utjabban Hahn — utóbbi túlságosan élére állítva, de igen hatásosan — fejtette ki.

mutatkozik hiány. Tehát igenis eltolódás állott be az álló- és forgótőke között. Hogy ezt helyesnek tartjuk-e, az azon mulik, hogy a konjunkturamozgalmakkal járó megrázkódtatásokat a gazdasági haladás szükséges rugóinak, vagy csupán felesleges véráldozatnak tartjuk-e. De ez más lapra tartozik. Bármilyen is a véleményünk e tekintetben, az nem változtathat azon a tényen, hogy a forgó- és állótőke között eltolódások, vagyis átalakulások mennek végbe.

IV.

A diszkont és kamatelmélet különválasztása.

A diszkont,
mint a pénz-
értékingadozá-
sok függvénye.

Értekezése utolsó részében Supino még egy csomó történelmi, illetve gyakorlati példát állít csatasorba ama főtételének bizonyítására, hogy a diszkont a pénzértékváltozások függvénye. Rámutat többek között arra, hogy 1872-ben Franciaország a Németországnak való hadikártérítés fizetésével kapcsolatban a londoni piacon hatalmas pénzösszegeket halmozott fel, ami ezen a piacon leszorította a diszkontlábat. Ellenben 1873-ban, amidőn a németek Londonból a francia betéteket hirtelen elvonták, a diszkontláb az angol piacon 9%-ra ugrott. Számos esetet sorol fel továbbá a hirtelen erős aranykivitel nyomán beállott diszkontlábemelésekre. Utal arra a tapasztalati tényre, hogy a diszkont állása a naptári év folyamán a legmagasabb az utolsó három hónapban, amikor a pénzszükséglet a növekvő fizetési és csereforgalom folytán a leghathatósabb. Mindezek a jólismert, gyakran idézett példák amellet szólnak, hogy a diszkontláb hullámzásainak eredete a pénz értékváltozásaira vezethető vissza. Ki vonhatná kétségbe, hogy a válságok

kitörésekor a pénzhelyettesítők tetemes részének a forgalomból való kivonása, aranykiözlés esetén a fizetési eszközök mennyiségének az ércfedezet csökkenése folytán való megcsappanása, tehát mindkét esetben a pénz-, illetve hitelforgalom megszorítása idézi elő a diszkontláb hatalmas kilengéseit. Rámutathatunk arra a közismert tényre is, hogy ideiglenes pénzfeleslegek — és pedig nemcsak hadikárpótlások, hanem a hosszulejáratu kölcsönök átmenetileg felhasználhatatlan részei is ugyancsak a rövidlejáratu kölcsönpiacra tódulnak, aminek nyomában a pénzpiaci kamat olcsóbodása jár.

Supino meggyőzően dokumentálja, hogy a diszkontláb ingadozásai a pénzértékváltozások következményei. Sikerültnek tekinthető okfejtése ama része is, hogy a pénzértékváltozások csak a rövidlejáratu hitelpiacon érvényesülnek közvetlenül, de nem találjuk elfogadhatónak azon tételét, hogy ez a kihatás a pénztőkepiacnak csupán erre a részére szorítkozik. Fejtegetéseink jórésze éppen arra irányul, hogy a hosszú- és rövidlejáratu hitelpiac szoros kölcsönhatását a gazdasági körforgás egyes időszakaiban kimutassuk. Supino messze túlment a kamatelmélet eddigi felfogásán, amely efemernek tekintette ugyan a kamatlábnak rövid időközökben észlelhető mozgalmát, de az egyes piacok között élénk kapcsolatot tételezett fel. Elegendő e tekintetben Böhm-Bawerk idevágó fejtegetéseire emlékeztetni.¹⁾ Szerinte a tőkepiac számos részpiacra oszlik, amelyeken a kamat magassága a helyi keresleti és kínálati viszonyok szerint különbözőkép-

A hosszú és
rövidlejáratu
hitelpiac
kölcsönhatása.

¹⁾ L. Böhm-Bawerk, Positive Theorie des Kapitals, S. 451—53.

pen alakul. Ezek a piacok azonban nincsenek hermetikusan elzárva egymástól, hanem egy élénk és sohasem szünetelő arbitrage-tevékenység kapcsolja azokat egybe, ha ez nem is vezethet kiegyenlítődésre a tőke szabad mozgását gátló, többé-kevésbé mindig fennforgó akadályok folytán.

Hogy Supino ezt a kamatelmélet által elismert szoros kapcsolatot tétovázás nélkül figyelmen kívül hagyja, az annak tulajdonítható, hogy nem bocsátkozik a konjunktúra hullámmozgásainak közelebbi boncolásába, hanem főként a szembeötlő átmeneti, rendkívüli hatókokra visszavezethető diszkontlábmazgalmakat tartja szem előtt. Ezért hanyagolja el a diszkontlábnak a gazdasági ciklus két fázisában, a pangás és a fellendülés időszakában, minden szeszélyes kilengés dacára is észlelhető egységes irányzatát.

A kamatelmélet
eddiggi
felfogása.

Supino fejtegetéseit végül a kamatelmélet szempontjából kell bírálat tárgyává tennünk. Hiszen elméletileg merész újításnak tekinthető, hogy a diszkontlábat a kamatteóriából egyszerűen ki akarja rekeszteni. A kamatelméletet azonban túlságosan röviden érinti. Megelégszik azzal, hogy lakonikus rövideggel idézi az uralkodó felfogás ama végső következtetését, hogy a kamatláb a tőkekinálattól és kereslettől függ, ami önmagában véve vajmi keveset mondó megállapítás. Tulajdonképpen csak rámutat a kamatelmélet alapvető problémájára, amelyet különösen Böhm-Bawerk oly beható elemzés tárgyává tett. Positive Theorie des Kapitals c. könyvének „Die Zinshöhe im Marktverkehr“ c. sokat idézett fejezetében saját megállapítása szerint lényegileg csaknem ugyanarra az eredményre jutott, mint Thünen, a kamat magassá-

gának végső okát illetőleg, amidőn leszögezi, hogy „Die Zinshöhe wird durch das Mehrerträgniss der letzten noch gestatteten Produktionserweiterung bestimmt“. De ezen — a határtermelékenység alapján nyugvó — meghatározáson túlmenőleg részletesebb fejtegetésekbe bocsátkozik és a kamat magasságát több tényezőtől teszi függővé. Szerinte általában annál magasabb a kamat:

1. minél magasabb a nemzeti Subsistenzfonds (vagysis az ő terminológiája szerint az összes dologi javak, a földet és telket kivéve);

2. minél nagyobb az abból eltartandó munkások száma²⁾ és

3. minél huzamosabb ideig eredményez magas többlethozadékot a termelési időszak meghosszabbítása.

De ezen a három alapvető tényezőn kívül is még számos, a kamatláb magasságára nézve döntő faktort sorol fel.³⁾

Hogy Böhm-Bawerk ezen általánosságban mozgó elméleti tételeiből a kamat magasságára nézve köz-

²⁾ Ezzel Böhm-Bawerk tulajdonképpen a béralapelméletet újítja fel, míg a termelési körutak meghosszabbítása termékenyítő hatásának elvével a termelékenységi elmélet álláspontjára helyezkedik. Joggal tették tehát azt a szemrehányást neki, hogy agioelmélete heterogén jellegű.

³⁾ Ezen tényezők, amelyeknek még nagy jelentőséget tulajdonít a kamat magassága szempontjából, a következők: 4. a fogyasztási hitelek iránti kereslet nagysága és intenzitása; 5. a földjádék abszolút nagysága és magassága (ez ugyanis mint kamatlábemelő tényező jön számításba); 6. nagyszámu járadékjövdelemből élő tőkésosztály létezése (ugyancsak kamatlábemelő tényező); 7. a népesség gazdasági mentalitása.

vetlen következtetést levonni époly kevésbé lehetséges, mint a többi kamattheoretikus, hogy mást ne említsünk, Cassel idevágó, már érintett fejtegetéseiből, az alig szorul bővebb magyarázatra. Pedig Cassel az egyetlen, aki az emberi élet tartama szempontjának a kamatelméletbe való bevonásával konkrétebb tartalmat igyekezett adni a kamatláb tényleges magasságára vonatkozó elméletnek. Végeredményben azonban Cassel is a kamatelmélet hagyományos szokásához híven, a legkisebb rizikóval járó fixkamatozású címletekben látja a tiszta kamat megtestesítőjét, akár csak Böhm-Bawerk, aki a hosszúlejáratu országos kamatlábat veszi egyenlőnek az eredeti kamattal.⁴⁾ Cassel egyébként megemlíti ugyan, hogy a kamatelméletnek, amennyiben az teljességre akar törekedni, tulajdonképpen a kamat valamennyi megnyilvánulási formájára ki kellene terjednie és magasságuk okait

⁴⁾ Pedig Cassel egyébként Böhm-Bawerk felfogása ellen élesen állást foglalt. Egyébiránt a magunk részéről Cassel kamatelméletének, — amely tulajdonképpen a waiting elméletnek árteoriájába való szerves beillesztése — nagy előnyének tekintjük, hogy statikai állapotban is megfelelő magyarázatát adja a kamatnak, holott a klasszikusok árelmélete a statikai gazdaságban a kamat lehetőséget kétségbevonja azon az alapon, hogy a szabadversenynek a költségek nivójára kell leszorítania az árakat. Az u. n. frikciós-elmélet pedig, amely a verseny tökéletlen működésére vezeti vissza a kamatot, nézetünk szerint a kamat szerepét túlságosan másodlagosnak tünteti fel. A legújabb elmélet pedig, Schumpeter tana, a gazdasági fejlődésben véli felfedezni a kamat forrását, tehát azt kizárólag dinamikai jelenségnek tartja. Cassel „Knappheitsprinzip”-je ellenben, amely a kamatelméletre is érvényes, önmagában véve megindokolja azt, hogy a tőkediszpozícióért árat, vagyis kamatot kell fizetni. (Ez a tan, közbevetőleg megjegyezve, a már Say által

kellene kutatnia. De a kamatjelenség alapvető vizsgálata szempontjából azért tartja ő is elegendőnek a hosszúlejáratu kölcsönök figyelembevételét, mert a tőkediszpozíció túlnyomó nagy része szerinte állandó befektetésre szükséges. Utóbbi állítását azonban statisztikai adatokkal egyáltalában nem támasztja alá és ezen megállapításával nézetünk szerint a rövid lejáratu hitelek szerepét nagyon is lebecsüli. Másfelől éppen a konjunkturakutatás tanulságai alapján felmerül az az aggály, hogy a fixkamatozású címletek tekinthetők-e akkor is a kamatláb igazi képviselőinek, amikor a kötvény- és záloglevélpiacon egyáltalában nem működik, hanem a részvénykibocsátások a vállalatok egyedüli állandó tőkeforrásai. Mert hiába spekulatív jellegű a részvénybefektetés, hiába cserélnek gyakrabban gazdát a részvények, mint a fix kamatozású címletek, a vállalatok szempontjából a részvénykibocsátás elvégre mégis csak az állandó tőkebeszerzés forrása. Ez az egyszerű tény el nem vitatható. Vagy talán arra az álláspontra helyezkedjünk, hogy a kamatláb konjunkturális ingadozásai már önmagukban véve eléggé hiven kifejezésre juttatják a tőkekeresletben és kínálatban beálló eltolódásokat? — Csakhogy ezzel szemben rá kell mutatnunk arra, hogy ezek az eltolódások jórészt csupán névlegesen

felállított tétel elmélyítésének tekinthető.) Ugyanerre a következtetésre jut más kiindulási alapon Oscar Engländer is (l. Kapitalzins und Wirtschaftliche Entwicklung című, a Zeitschrift für die Gesamte Staatswissenschaft 1928. é. 84. kötetének 1. füzetében megjelent értekezését), aki élesen elítéli a szabadverseny kamatmegsemmisítő hatásának tévtanát; mert a verseny a kapitalisztikus üzemknél nem nullanyereségnél, hanem pozitív nyereségnél állapodik meg.

A diszkont és az osztalék figyelmen kívül hagyása a kamatelméletben.

és magángazdaságiak, de nem társadalomgazdaságiak akkor, amidőn a hosszúlejárati kölcsönök kibocsátása a felendülés alatt csaknem teljesen szünetel. Az pedig, hogy az osztalékból, annak vázolt heterogén természetéből kifolyólag a lehetetlenséggel határos a tiszta tőkekamatot kihámozni, a megoldás súlyos nehézségére vall, de elvi kifogás gyanánt nem jöhet számba.

Azt a felfogást sem oszthatjuk, hogy a takarékoság szempontjából manapság is csak a kötvények és záloglevelek kamatozása bír döntő jelentőséggel. A részvénykibocsátás már oly fontos tőkebeszerzési forrássá vált, hogy számot kell vetnünk vele ebben a vonatkozásban is. A tőkebeszerzési források mennyiségi viszonylatainak szem előtt tartása is a részvénykibocsátásoknak és a rövidlejárati hiteleknek a kamatelméletben való fokozottabb figyelembevételét írja parancsolóan elő. A kamatelmélet ezideig tulajdonképpen a következőképpen okoskodott: a kamatláb egyetlen tiszta megnyilvánulási formája, amely sem rizikóval, sem vállalkozói nyereséggel, sem más idegen elemmel nincsen összekeveredve, a hosszúlejárati kölcsönök kamata; tehát ez a kamat az igazi kamat.

A kamatelmélet
egyik
megoldatlan
problémája.

De semmivel sem bizonyította be azt, hogy a rövid lejárati kölcsönökért fizetett ellenszolgáltatásban és az osztalékban foglalt, idegen elemekkel egybevegyült kamatnak szükségszerűen ugyanazon a szinten kell mozognia a hosszúlejárati kölcsönök kamatával.

Nem lehet e rövid értekezés célja az, hogy az elméleti közgazdaságtan egyik legkényesebb pontjának,

a kamatnak kérdésében konkrét megoldással próbáljon előállni, de a kamatelmélet eme megoldatlan problémájára rá kellett mutatnunk a diszkont és a pénzelmélet összefüggésének Supino nyomán való megvilágítása kapcsán.

Mindent egybevetve Supino nagy érdemének tekinthető, hogy a diszkontláb mozgalmának a pénzértékingadozásoktól való közvetlen függését tisztázta; de túllőtt a célon, amidőn az összekötő fonalakat, amelyek a hosszú és rövidlejáratu hitelpiacot egybekapcsolják, — a kamatelmélet eddigi felfogásától eltérően — el akarta tépni és a diszkontláb a kamatelméletből ki akarta rekeszteni. Továbbá mulasztást követett el akkor, amidőn a kamatláb konjunkturális ingadozásait teljesen figyelmen kívül hagyta. Hiszen az a tény, hogy hosszabb időszakot véve alapul a rövidlejáratu hitelpiacon egységes mozgalom nem észlelhető, még semmiképpen sem jogosíthat fel a kamatláb ciklikus mozgalmainak elhanyagolására. Ha az újabb hiteleméletnek túlzásoktól megtisztított felfogása alapján nem vonjuk kétségbe azt, hogy a pénztőke szaporítása a gazdasági fellendüléssel szerves kapcsolatban nemcsak áremelkedést, hanem a termelő erők hatalmas kifejtését is vonja maga után, — anélkül, hogy e helyen a konjunkturamentes stabil gazdaság eszményének lehetőségét és kívánatosságának kérdését megbolygatóknak, — akkor ezeket az u. n. efemer ingadozásokat a régi közfelfogástól eltérően nem tarthatjuk elhanyagolható csekélységnek és nem vonhatjuk kétségbe ezeknek a rövid időközökben megismétlődő mozgalmaknak a tőkeképződésre gyakorolt serkentő hatását.

Összefoglalás.

Supino értékes teljesítménye egyébként egyik tanújele annak, hogy a kamatelmélet, — miként az elméleti közgazdaságtan legtöbb ága, — ugyancsak a speciálizálódás irányában fejlődik. Ebben a vonatkozásban legfeljebb azt lehetne Supinonak szeméretvetni, hogy a diszkontláb különböző neveit egyáltalában nem választotta szét. A piaci diszkontot, a jegybankok hivatalos diszkontlábát, a napipénzt egyaránt a diszkont gyűjtő fogalmába vonja bele, pedig ezen különböző jelenségek mozgalma sokszor nem egy síkban megy végbe. Nemrégiben történt is egy érdekes kísérlet a magándiszkontlábnak, mint a késői kapitalisztikus gazdaság sajátos monopoloid jelenségének megvilágítására.⁵⁾

Annyi bizonyos, hogy az egyes pénztőkepiacok sajátos jellemvonásainak felderítése terén még számos feladat várakozik az elméleti társadalmi gazdaságtan számára is. De e feladatok megoldása nem történhetik a kamatelmélet nagy, egybefoglaló szempontjainak elhanyagolásával, mert a fejlődésnek nem a kamatelmélet dezintegrációja, hanem annak minél teljesebb kiépítése irányában kell haladnia.



⁵⁾ L. Kurt Singer, Prolegomena zu einer Theorie des Geldmarktes. Schmollers Jb. 52. Jg. I. Heft.

Tárgymutató.

Bevezetés.	Oldal 3
--------------------	------------

I.

Supino tana a diszkont- és a kamatelmélet különválasztásáról.	5
A kamatláb konjunkturális ingadozásainak elhanyagolása.	6
A pénzürtékingadozások.	8
A pénz oldaláról eredő ármozgalmak.	9
Az áru oldaláról eredő ármozgalmak.	9
Szekuláris és konjunkturális ingadozások.	11
Háborus infláció.	12

II.

A diszkont és kamatláb különböző magassága és eltérő mozgalma.

Az eltérés abszolút nagysága.	13
A diszkont állandó irányzatának hiánya.	14
A kamatláb állandó irányzata.	14
A kamatláb ciklikus mozgalmi.	17
A hitelforgalom szerepe.	17
Currency theory és banking principle.	20
Reálkamat és pénzkamat.	21
A fixkamatozású cimletek jövedelmezőségének ciklikus eltolódásai.	23
Osztalék és diszkontláb.	24
A háborus példa.	28

III.

A diszkont és a kamatláb közötti kiegyenlítődési tendencia.

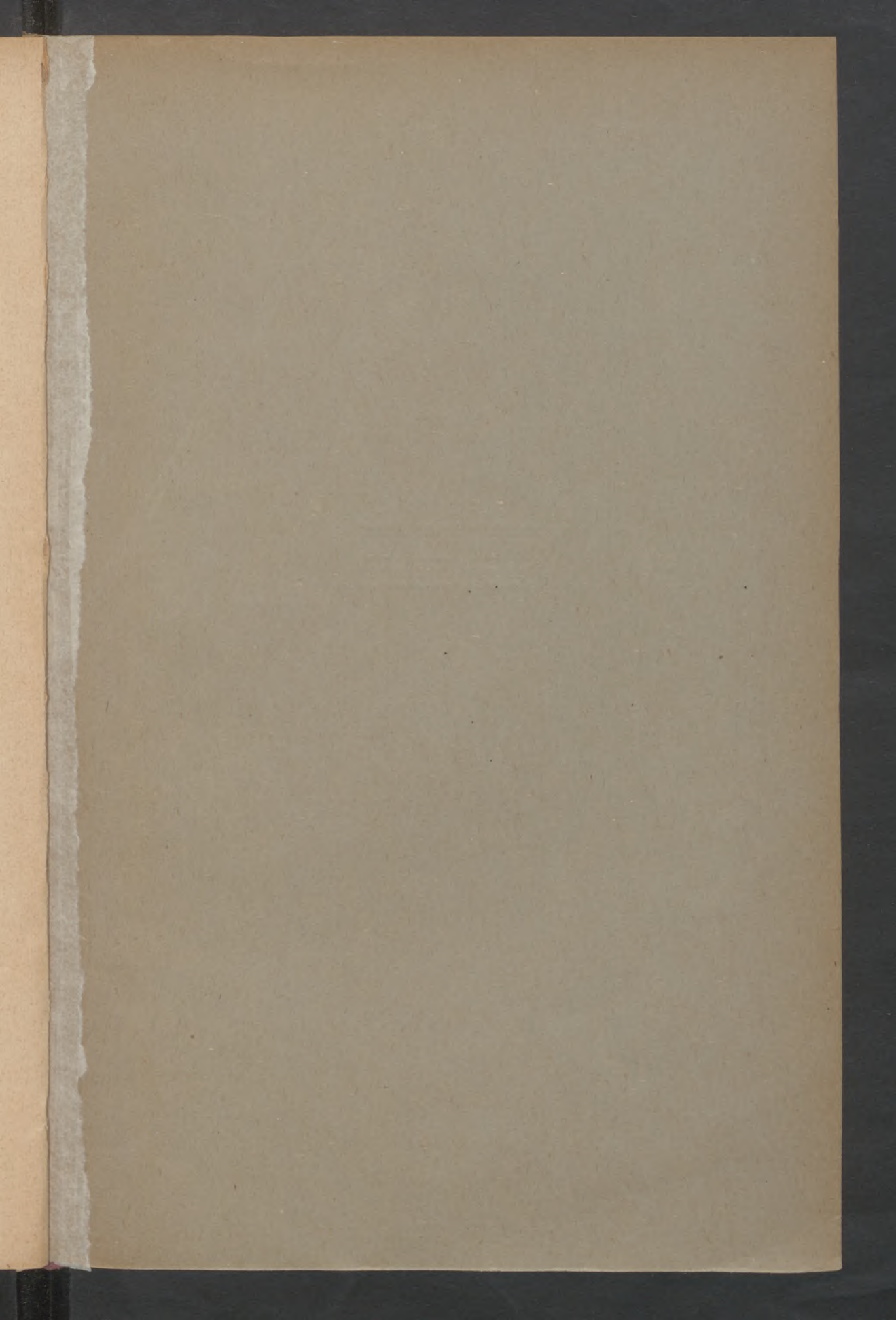
Supino tagadó álláspontja.	32
A forgótőkének állótőkévé való átalakulása.	33
A hosszú- és rövidlejáratu hitelpiac egybefolyó határai.	35

IV.

A diszkont- és a kamatelmélet különválasztása.

A diszkont, mint a pénzürtékingadozások függvénye.	39
A hosszú- és rövidlejáratu hitelpiac kölcsönhatása.	40
A kamatelmélet eddigi felfogása.	41
A diszkont és az osztalék figyelmen kívül hagyása a kamatelméletben.	44
A kamatelmélet egyik megoldatlan problémája.	45
Összefoglalás.	46





VIKTÓRIA NYOMDA

Budapest, VII., Király-utca 3.

