

## Virág Barnabás:

### A történelem tanulságai – válságok után tartósan csökkenhet a reálkamat

*Az elmúlt évtizedek válságait szinte kivétel nélkül a reálkamatok akár évtizedes horizonton jelentkező csökkenése követte. Az aktuális válság elhúzódó jellege és néhány hosszabb távú, strukturális hatás még inkább felértékelte a tartósan alacsony reálkamat jelentőségét a monetáris politikai döntésekben. A hazai reálkamatok a kezdetben magas sérülékenység mellett csak lassan csökkentek, majd az elmúlt évek kamatcsökkentési ciklusát követően már enyhén negatív tartományba kerültek. A piaci várakozások alapján a hazai reálkamat -1,5 százalék közelébe süllyedhet, ami a korábbi válságtapasztalatoknak megfelelő ösztönzést adhat a reálgazdaságnak, segítve az inflációs cél tartós elérését.*

Legutóbbi, a portfolio.hu oldalán megjelent „Tartósan beköszönhet a negatív reálkamatok kora” című írásom a reálkamat monetáris politikai döntésekben betöltött szerepét tárgyalta. Az elemzés következtetései alapján a reálkamat mérséklődése nem csupán a válság következményének tekinthető, hanem a globális gazdaságot jellemző néhány strukturális sajátosság hatása is megjelenik benne. Jelen cikk célja, hogy gazdaságtörténeti tapasztalatokat is felhasználva az alacsony reálkamatok tartósságáról és mértékéről is állításokat fogalmazhassunk meg.

#### **A reálkamat süllyedésének okai**

A szakirodalom a reálkamatot meghatározó tényezőket alapvetően három csoportba sorolja. Általánosan megállapítható, hogy minden időhorizonton a finanszírozási források iránti igény (beruházások), valamint azon kínálata (megtakarítások) által meghatározott egyensúly alakítja a kamatkörnyezetet. Emellett fontos megjegyezni, hogy az elmúlt évtizedekben az árupiacok mellett a pénzügyi piacok is egyre integráltabbá váltak, ezért az adott gazdaság jellemzői mellett a globális gazdasági környezetben zajló elmozdulásokat is érdemes vizsgálni.

**Hosszú távon** (ezalatt leginkább az üzleti ciklusok kb. 8-10 éves horizontját meghaladó időtávot érthetjük) **a reálkamat leginkább a gazdaság hosszú távú növekedési képességét meghatározó strukturális tényezők függvénye.** Ezek között a legfontosabb a demográfia és a termelékenység változása lehet.

- **A romló demográfiai trendek hosszú távon mérséklik a reálkamat mértékét.** A társadalom elöregedése a megtakarítások növelésére ösztönzi a jelenleg aktív rétegeket. Ráadásul a folyamat a beruházási hajlandóságot is csökkenti, mivel a munkaképes korúak arányának csökkenése miatt az alacsonyabb potenciális kereslet mellett a meglévő tőkeállomány relatíve magas válik, így csökkenhet az igény a meglévő tőkeállomány megújítására, illetve pótlására.
- **Az elmúlt évtizedben a gazdasági termelékenység tekintetében lassuló trend jellemezte a világgazdaságot.** A jelenség hosszabb távú kilátásait illetően a közgazdászok között jelenleg is élénk vita zajlik, de bármely értelmezést is fogadjuk el **a reálkamatokra gyakorolt hatása jelenleg negatív.** (Egyes értelmezések szerint egy technológiai ciklus kifutó szakaszában van a

világ gazdaság, ahol a termelékenységben megjelenő hatás egyre mérsékeltebb, miközben más vélemények szerint az innovációk egyre inkább olyan területeken jelentkeznek – pl. IT szektor – melyek számbevétele a korábban használt statisztikákkal problémás.) Az első esetben az alacsonyabb jövedelmezőségi kilátások rontják a beruházási hajlandóságot, míg a második esetben az IT beruházások relatív árának csökkenése mérsékli a finanszírozási források iránti igényt.

- Végezetül érdemes megemlíteni az elmúlt évek kutatásai alapján a hosszabb távú gazdasági növekedést érdemben befolyásoló vagyon- és jövedelemegyenlőtlenségek kérdését. Mind a fejlett, mind a feltörekvő országokban **a jövedelemegyenlőtlenségek növekedése** tapasztalható. A jövedelemeloszlás magasabb jövedelműek – jellemzően magasabb megtakarítási és alacsonyabb fogyasztási hányaddal rendelkező rétegek – irányába való eltolódása strukturálisan növeli a globális megtakarításokat és így **leszorító hatással bír a reálkamatokra**.

**A rövid távú hatásokat illetően a legmeghatározóbb szerepe a jegybankok döntéseinek vannak**, melyet az üzleti ciklus időhorizontján belül jelentkező folyamatok határoznak meg. A monetáris politika lépéseivel elsődlegesen az árstabilitás elérését és fenntartását célozza. Az aktuálisan már huzamosabb ideje rendkívül alacsony inflációs környezetben a legtöbb jegybank a laza monetáris kondíciók tartós tartására, vagy további lazítására rendezkedett be. Bár a globálisan meghatározó szereppel bíró FED esetében egyre nagyobb a valószínűsége egy decemberi kamatemelésnek, ám a következő évek lépéseit illetően a döntéshozók folyamatosan az óvatosságra hívják fel a figyelmet. Összességében a jegybankok irányultsága és az aktuális inflációs előrejelzések alapján rövid távon a reálkamatok süllyedésére számíthatunk.

1. táblázat: Néhány jegybank aktuális monetáris politikai irányultsága

Szigorítást tervez	Tartós tartást jelez	Várhatóan tovább lazít
Federal Reserve Bank of England Central Bank of Chile	Lengyel Nemzeti Bank* Román Nemzeti Bank Cseh Nemzeti Bank Bank of Canada	Európai Központi Bank Svéd Riksbank Reserve Bank of New Zealand People's Bank of China Bank of Japan** Norges Bank Central Bank of Turkey Reserve Bank of Australia

\*A Lengyel Nemzeti Bank döntéshozó testületének összetételében 2016-ban változás lesz, ezért a jegybank jövőbeli irányultsága megváltozhat.

\*\* A japán jegybank hivatalos kommunikációjában nem utalt lazításra, a piacok ugyanakkor az eszközvásárlási program kibővítésére számítanak a vártnál gyengébb inflációs és növekedési adatok miatt.

A gazdasági rövid távú és hosszabb távú egyensúlya között a kapcsolatot a **közép távon érvényesülő hatások** teremtik meg. E tekintetben kiemelten fontos a válság következményeinek vizsgálata. 2008 óta több hatás is a megtakarítások és beruházások egyensúlyának előbbi javára történő elmozdulását okozta. A 2008-ban intenzív szakaszába lépett pénzügyi válságot követő **mérlegkiigazítás következményei a reálkamatok további csökkenését okozták:**

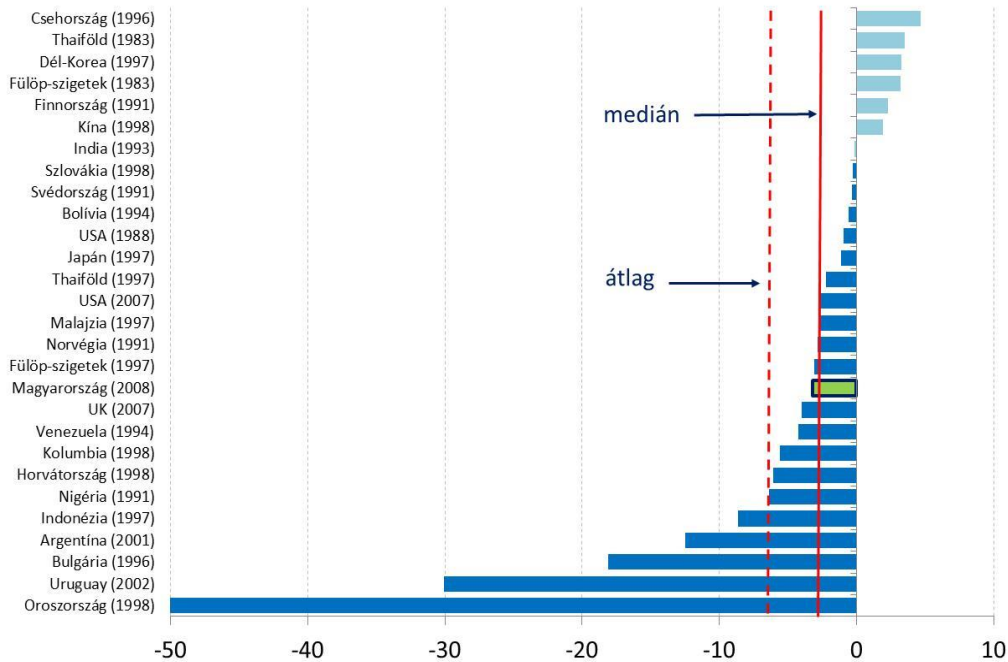
- A válság előtt túlzottan eladósodott gazdasági szereplők, különösen a háztartások, **adósságaik leépítésére törekedtek, ami a hitelfelvétel visszaesése mellett pénzügyi eszközeik felhalmozására** ösztönözte őket, a nettó megtakarítások növekedését eredményezve.
- Emellett **erősödtek a háztartások óvatossági megfontolásai, ami szintén a megtakarítások növekedése felé hatott.**
- A vállalati szektor a reálgazdasági alkalmazkodás, a bizonytalan keresleti környezet, illetve a szigorodó hitelezési feltételek következményeként **visszafogta beruházási tevékenységét.**
- A válság első éveiben a költségek érdemi visszavágásával a vállalatok jelentős része relatíve gyorsan tudta javítani jövedelmezőségét, amely – érdemi beruházási tevékenység hiányában – a szektor **pénzügyi megtakarításainak növekedésében** vagy a fennálló adósságállomány csökkenésében csapódott le.
- Mindehhez hozzájárult, hogy **a kormányzati szektor** – a válságkezelés során végrehajtott fiskális expanzió után – érdemben **visszafogta beruházásait.** Ez különösen azokra az országokra volt jellemző, ahol komoly kockázatok övezték az államadósság fenntarthatóságát.
- Végezetül érdemes megemlíteni a válság eredményeként hozott szabályozói változásokat is. **A makro- és mikroprudenciális szabályozás erősödése** általánosan növelheti a biztonságosabb és likvid eszközök iránti keresletet, **csökkentve ezen eszközök hozamát.**

#### **A reálkamat szerepe válságokat követően**

A válságok és a reálkamatok kapcsolatát historikus összevetésben is érdemes megvizsgálni. **Az elmúlt három évtized közel 30 különböző** (többnyire bankválságok és fizetési mérleg válságok kerültek be a mintába) **válsága alapján megállapítható, hogy a reálkamatok válságokat követően, akár évtizedes időhorizonton is jellemzően csökkentek (1. ábra).** Ennek mértéke átlagosan 3 százalék körül volt.

A csökkenés oka részben a válság miatt megváltozó megtakarítási és beruházási viselkedés, részben a monetáris hatóságok reakciója volt. Utóbbi esetben – különösen nyitott gazdaságokban – jellemző viselkedés, hogy a kezdeti vész-kamatemelést követően a monetáris hatóságok a monetáris kondíciók gyors lazításába kezdenek. Ennek oka egyrészt, hogy az árfolyam leértékelődése javítja az export versenyképességét, támogatva a gazdaság kilábalását, másrészt az alacsonyabb kamatterhek a fennálló – hazai devizában denominált – adósságok stabilabb törlesztését is elősegítik.

**1. ábra: A reálkamatok változása válságok környezetében**  
(a negatív érték a reálkamatok válságot követő csökkenését jelzi)

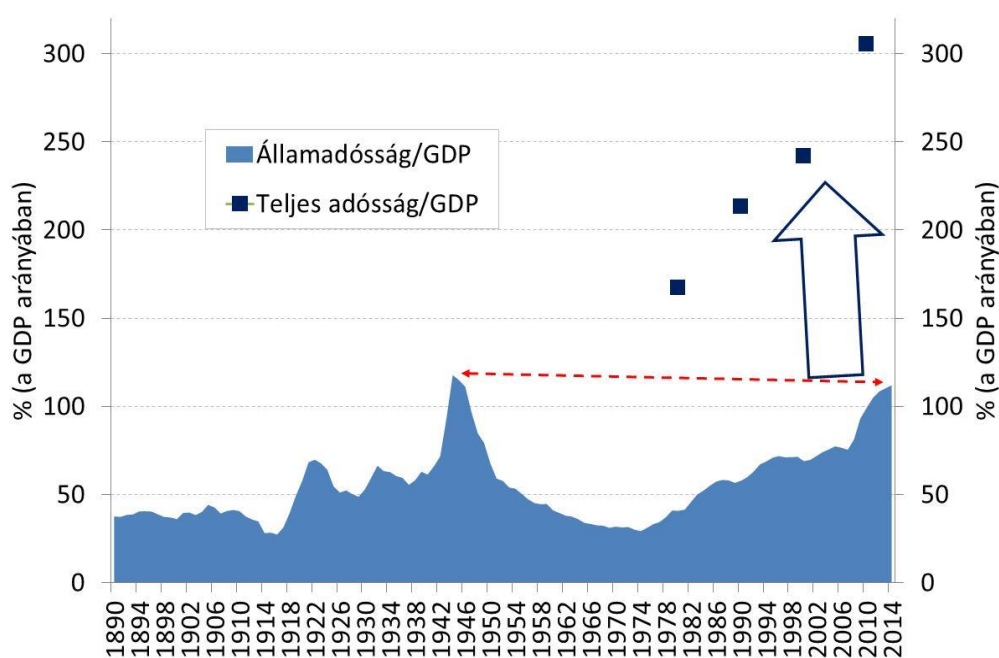


*Megjegyzés: az ábra a válság évét megelőző és az azt követő évtized átlagos reálkamatainak összehasonlítását mutatja. Az átlagokban a válság évének adatai nem szerepelnek. Ennek oka, hogy kiszűrjük a vész-kamatlépések hatását. Az adatok forrása a Világbank WDI adatbázisa.*

**Az alacsony reálkamat környezet fontos szerepet játszott a válságokból való kilábalás támogatásában**, ami különösen magas eladósodottsággal jellemző időszakokat követő helyreállítási periódusokban volt megfigyelhető. A nagy gazdasági világválságot, majd a második világháborút követő időszakban – amelyet növekedési „aranykornak” is szoktak nevezni – a fejlett országokat csökkenő, sok esetben tartósan negatív reálkamatok jellemezték. Ezekben az időszakokban az alacsony kockázatmentes reálkamatok a beruházások élénkítésén és az adósságképzés felgyorsításán keresztül segítették a kilábalást.

A fejlett gazdaságok államháztartásainak eladósodottsága jelenleg – az elmúlt évek kiigazító programjai ellenére – közel azonos a második világháború alatt kialakult historikusan magas értékkel. Emellett az elmúlt évtizedekben nemcsak a költségvetések, de a magánszereplők (lakosság, vállalatok) adóssága is számottevően emelkedett így a teljes adósság mértéke már meghaladja ezen gazdaságok éves GDP-jének háromszorosát (2. ábra). Ráadásul az elmúlt öt évben már a fejlődő gazdaságok adóssága is magas – Kína esetében közel a fejlettekhez közel hasonló – szintre emelkedett, így **a magas adósság egyre inkább egy szinkronizált, globális problémává vált.**

2. ábra: A fejlett gazdaságok bruttó állam és magán adósságának alakulása



Forrás: IMF WEO, 2012 október és BIS. A 2012 és 2014 közötti adatok a szerző számításai.

Összességében a globális környezetben mind rövid távú, mind hosszabb távú tényezők tartósan alacsony reálkamatok kialakulására utalnak. A korábbi válságok tapasztalatai alapján a helyreállítási periódusban az alacsony reálkamat támogatja a gazdaságok új egyensúlyának elérését. A monetáris politika a ciklikus makrogazdasági és pénzügyi folyamatok befolyásolásán keresztül **csökkentheti a reálkamatokat, ami** a jelenlegi, a mérlegkiigazítás elhúzódásának következményeként fellépő erős deflációs környezetben **nemcsak lehetségessé, hanem szükségessé is vált.**

A gyenge növekedés, a visszafogott beruházási aktivitás, a felhalmozott adósságok lassú apadása arra utal, hogy a reálkamatokban történt alkalmazkodás nem tudott kellő lendületet adni a válságot követő kilábalásnak. Ehhez a korábbi válságok tapasztalatai alapján jelentősebb (akár tartósan 3 százalékpontot is meghaladó) reálkamat-csökkenésnek kellett volna történnie. Mivel a zéró alsó korlát és az defláció felerősödése ezt rövid távon megakadályozta, így a jegybankok tartósan alacsony nominális kamatok és ezzel negatív (1-2 százalék közötti) reálkamatok melletti elköteleződéssel érhetik el inflációs céljaikat.

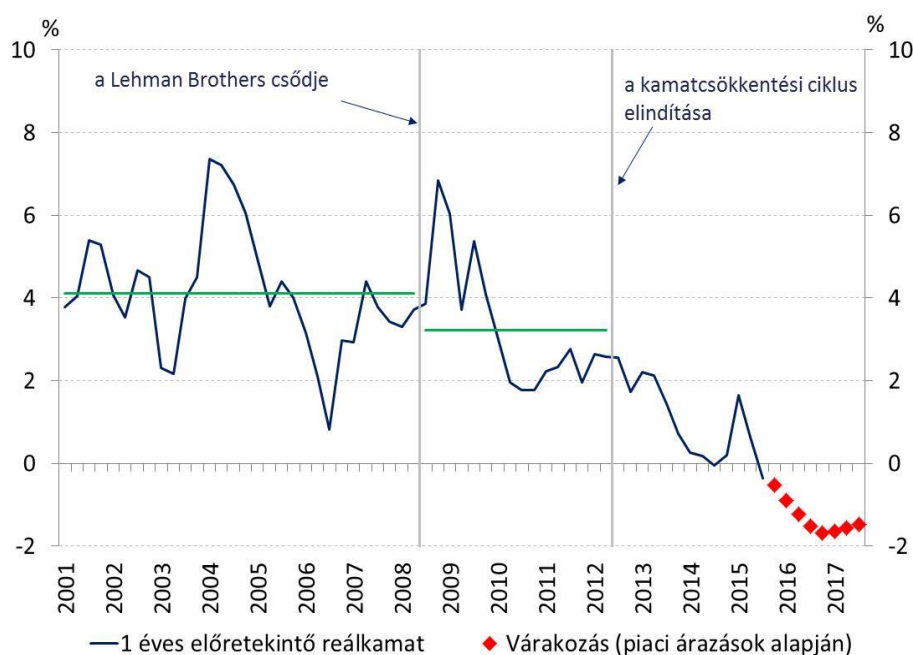
### Mire számíthatunk a hazai reálkamatokban

A hazai reálkamat a nemzetközi válságtapasztalatokkal összhangban alakult. A válság kitörését követően a magas külső sérülékenység mellett a kezdeti vészkamat-emeléseket követően csak mérsékelt reálkamat csökkenés következett be. A reálkamat tartós süllyedése alapkamat-csökkentési ciklus 2012. augusztusi elindítása után jelentkezett. A jelenlegi alapkamat-szint mellett a reálkamat enyhén negatív tartományba süllyedt. Előretekintve a globális tapasztalatokkal összhangban **a 3 százalékos inflációs cél elérését és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzését hazánkban is alacsony, negatív reálkamatok biztosíthatják.** A piaci hozam- és inflá-

ciós várakozások alapján a rövid hozamokból számított reálkamatok a következő negyedévekben -1,5 százalék közelébe csökkenhetnek (3. ábra). A huzamosabb ideig negatív tartományban alakuló reálkamat a sérülékenység csökkenésével a monetáris kondíciók oldaláról a korábbi válságtapasztalatoknak megfelelő ösztönzést adhat a reálgazdaságnak (2. ábra).

Végezetül érdemes megjegyezni, hogy a hazai monetáris politika idáig leginkább a kamatcsökkentési ciklus megvalósításával tett lépéseket az inflációs cél elérésére. A historikusan alacsony kamatszint elérését követően az elmúlt időszakban már az ún. **nem-konvencionális eszközök** (pl. NHP, Önfinanszírozási Program) **is szerepet játszanak a reálkamatok csökkenésében.**

3. ábra: A hazai (előrettekintő) reálkamat alakulása



Megjegyzés: Az ábrán a reálkamatok az MNB irányadó kamat és a Reuters-poll inflációs várakozások felhasználásával kerültek kiszámításra. A reálkamat előrejelzésénél a nominális hozamot a bankközi hozamokból implikált 3 hónapos hozamok képezték.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2015. november 18-án.”