

Pozitív mellékhatások – a monetáris politika növekedési következményei

Hosszú Zsuzsanna – dr. Várpalotai Viktor – Virág Barnabás

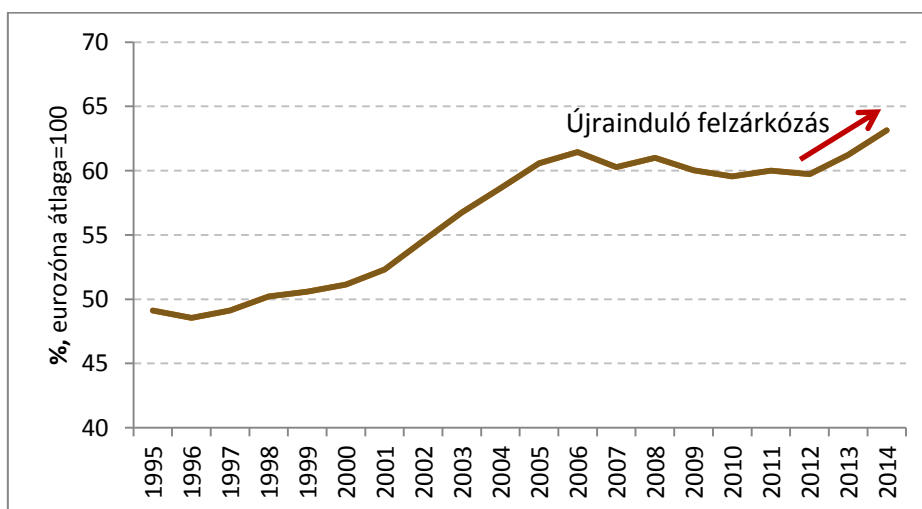
A globális gazdasági válság kitörését követően a világ jegybankjai egyre aktívabban léptek föl a növekvő dezinflációs kockázatok ellen és a monetáris transzmisszió helyreállításának érdekében. Csatlakozva a monetáris lazítás útjára lépő jegybankok köréhez a Magyar Nemzeti Bank a 2012 nyarán elkezdett kamatsökkentési ciklussal, majd 2013 tavaszától további eszközöket is párhuzamosan bevetve élénkítette a keresleti feltételeket. Az elmúlt két év javuló növekedési adatai alapján ezen lépések érdemi hatásokkal járhattak és így a jegybanki programok a konjunktúra élénkülésének megközelítőleg felét is támogathatták.

A pénzügyi válság következményeként a legtöbb gazdaság teljesítménye 2008 óta tartósan elmarad a termelési lehetőségeiktől. Az elégtelen kereslet kiegészülve az egyre alacsonyabb nyersanyag-árakkal az elmúlt években globálisan mérséklődő inflációt, néhány esetben pedig már a fogyasztói árak csökkenését okozta. Reagálva a célértékektől egyre inkább elmaradó fogyasztói áremelkedésekre a globális jelentőségű jegybankok folytatták monetáris lazításukat vagy épp még a korábbiaknál is agresszívabb lépésekbe kezdtek. Az intézkedések célja általában az aggregált kereslet erősítése, végeredményben az inflációs ráta emelése volt.

Érzelve a kockázati környezet megváltozását és az inflációs kilátások gyors süllyedését az elmúlt években a Magyar Nemzeti Bank döntéshozói is több lépésben lazítottak a monetáris kondíciókon. A kamatsökkentési ciklus eredményeként a jegybanki irányadó kamat 490 bázisponttal mérséklődött, míg a Növekedési Hitel Program (NHP) elindítása óta közel 1300 milliárd forintos forrást jutatott a hitelszűke által leginkább érintett kis- és középvállalkozásoknak (kkv). A megtett lépések elsődleges célja a hazai esetben is az árstabilitás középtávú biztosítása volt.

A jegybanki lazító lépésekkel szinte párhuzamosan, 2013 elejétől a hazai GDP is egyre dinamikusabb növekedést mutatott. Az elmúlt két év összességében közel 5 százalékos növekedésének köszönhetően újraindulhatott Magyarország majdnem egy évtizede megakadt felzárkózása az Európai Unió fejlettebb gazdaságaihoz.

1. ábra: A magyar gazdaság relatív fejlettsége az euroövezet gazdaságaihoz képest (egy főre jutó GDP, százalék)



Forrás: Eurostat, 2014-es adat MNB számítás

Az elmúlt, közel két év adatainak ismeretében kézenfekvő lehet feltenni a kérdést, hogy vajon mennyire szoros a kapcsolat a monetáris politikai döntések és a gazdasági növekedés között? Az alábbiakban a legfontosabb hatásmechanizmusok feltárásával erre próbálunk meg választ találni. Figyelmünket a növekedési szempontból legnagyobb hatású két lépésre összpontosítjuk: (1) a kamatcsökkentési ciklusra és (2) a 2013 áprilisában meghirdetett Növekedési Hitelprogramra.

Ez a transzmisszió most egy kicsit más - a kamatcsökkentés hatása adósságleépítési periódusban

A hazai eredmények értékelése előtt érdemes számba venni, hogy milyen csatornákon keresztül jelentkezhet a monetáris politika növekedési és inflációs hatása (ezt a mechanizmust hívjuk monetáris transzmisszióknak). A jegybanki alapkamat csökkentése egy nyitott gazdaságban jellemzően két csatornán keresztül fejti ki hatását. Egyfelől az alacsonyabb kamatkörnyezet módosítja a vállalatok és a háztartások beruházási, valamint fogyasztási döntéseit. A hozamok általános csökkenése a vállalati szférában tervezett projektek jövedelmezőségét növeli emelve a beruházási aktivitást. A háztartások esetében az alacsonyabb kamatkörnyezet a fogyasztásra hat ösztönzőleg, mivel a kiadások elhalasztásával elérhető kamatjövedelem mérséklődik, így jobban megéri a jövedelmeket már a jelenben fogyasztásra fordítani. Összességében a megtakarítások csökkenése és a hitelkereslet erősödése növeli a belföldi felhasználást (mivel szereplők a jövőbeli fogyasztás/beruházás helyett inkább a jelenbeli vásárlást választják ezért ezt a hatást a szakirodalom ún. helyettesítési hatásnak nevezi). Másfelől a monetáris lazítás mellett az árfolyam leértékelődik, ami rövid távon az exportőröknek versenyelőnyt biztosít, teret adva exportteljesítményük fokozására, miközben az importőrököt pedig a külföldhöz képest relatíve olcsóbbá váló hazai árszínvonal importkiváltásra, azaz a hazai termékek keresletének növelésére ösztönzi. A monetáris lazítás tehát a kereslet erősítésén és a magasabb importárak begyűrződésén keresztül vezethet az infláció emelkedéséhez.

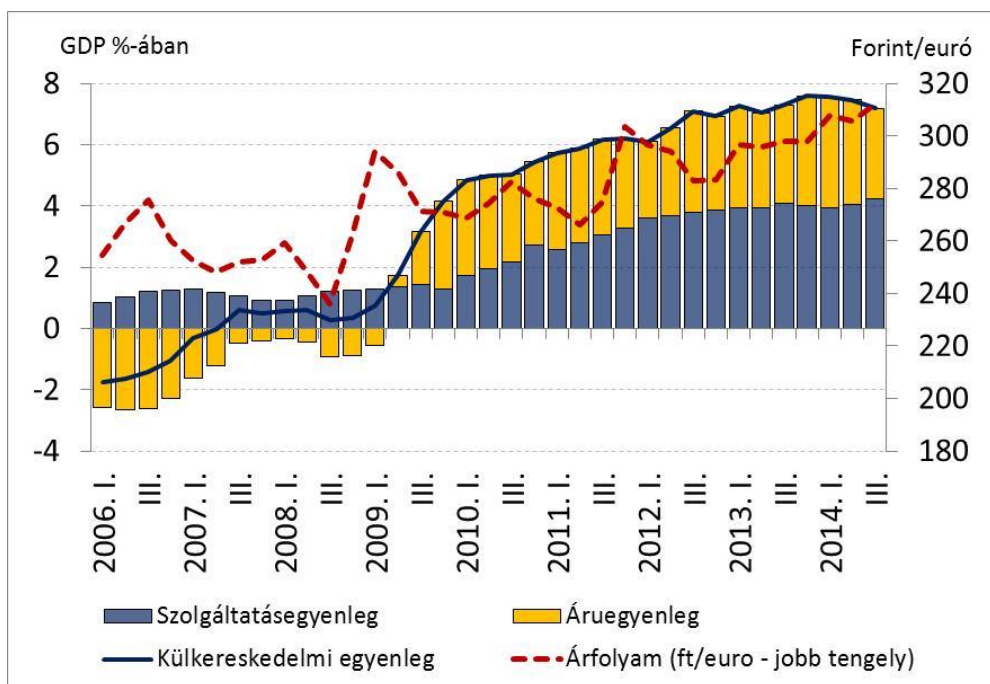
A közgazdasági tankönyvekből jól ismert hatásmechanizmusok azonban részben a 2008-as globális válság, részben a magyar gazdaság sajátosságai miatt esetünkben eltérő mértékben érvényesülhettek. A 2008-as válság kirobbanását követően a gazdasági szereplők döntéseit leginkább a korábban felhalmozott adósságok leépítése határozta meg. A magas megtakarítási kényszer következtében a magánszereplők döntései kevésbé reagálhattak a hozamok csökkenésére, jelentősen mérsékelve a monetáris transzmisszió erősségét. A hazai esetben az eladósodottságból származó problémákat még az adósságok magas deviza aránya is súlyosbította. Az árfolyam túlzott leértékelődése a hagyományos transzmisszió mellett várható növekedési többletet akár komoly reálgazdasági veszteségbe is fordíthatja. A magyar gazdaság ezen sajátosságai mellett a kamatcsökkentés hatására - a helyettesítési hatás miatt - fellépő belső keresleti többlet csak mérsékeltebb lehetett.

Ugyanakkor a jegybanki irányadó kamat mérséklődésének piaci kamatokba való átgyűrződése folyamatosan mérsékelte a forintban eladósodott szereplők - vállalati, lakossági és államháztartási körben egyaránt - kamatterheit, enyhítve a pénzügyi válságot követő kényszerű mérlegkiigazításból adódó erőfeszítéseket. A csökkenő kamatterhek hozzájárulhattak a vállalatok fizetőképességének és ezen keresztül a termelőkapacitásuk megőrzéséhez. Természetesen a devizában eladósodott szereplők esetén a monetáris lazítás keresletbővítő hatásait mérsékelte a leértékelődő árfolyam. Tekintve, hogy ez utóbbi kitétséget az időközben elindított jegybanki és kormányzati programok (NHP első szakaszának második pillére, árfolyamgát) fokozatosan tompították, így a kamatterhek csökkenéséből származó ún. jövedelmi hatás a kamatcsökkentési ciklus előrehaladásával egyre inkább meghatározóvá válhatott.

A leértékelődő árfolyam rövid távon javította az ország versenyképességét. A pozitív hatások mind a hazánkban lévő exportáló vállalatok növekvő értékesítéseiben (ún. intenzív oldali hatás), mind a leértékeltebb árfolyam mellett az export piacra újonnan belépő, vagy kapacitásukat bővítő (ún. extenzív oldali

hatás) vállalkozások számában megjelenhetett. Előbbi hatás az ipari export elmúlt években lezajló jelentős ágazati átstrukturálódása miatt (az elektronikai ágazat leépítéseit az autóiparban kiépülő új termelőegységek kompenzálták) nehezen értékelhető, ugyanakkor a versenyképesség növekedése egyes szolgáltató ágazatokban, mint például a turizmus vagy a szállítmányozás, látványos fellendülést hozott. Ennek is köszönhető, hogy az utóbbi években jelentős külkereskedelmi többletünk mintegy felét a szolgáltató ágazatok biztosítják.

2. ábra: Magyarország külkereskedelmi egyenlege és a forint/euró árfolyam



Forrás: KSH, MNB

A kamatcsökkentés döntően a külkereskedelmi egyenleg javulásán és a kamatterhek csökkenésén keresztül járulhatott hozzá a magyar gazdaság növekedéséhez. A kamatcsökkentési ciklus összességében a jegybank makrogazdasági modelljeivel végzett számítások alapján 2014-ig 0,8-1,3 százalékkal emelheték meg a gazdaság teljesítményét.

Az NHP növekedési hatása

A magyar gazdaságban a beruházási aktivitás régiós összevetésben már jóval a válság kitörése előtt mérsékelt volt, ami a válságot követően tovább gyengült. A tartósan visszafogott belföldi kereslet és a kkv-k működésének szempontjából létfontosságú banki hitelkínálat szűkössége egyaránt rontotta a szektor jövedelemtermelő képességét és hozzájárult a csődök számának növekedéséhez, ami a termelő kapacitások leépülését eredményezte. A gazdaság kínálati kapacitásainak tartós sérülése a kereslet helyreállításával középtávon az inflációs kockázatokat is növelheti.

A Magyar Nemzeti Bank által elindított Növekedési Hitelprogram az alacsony kamatozású finanszírozás biztosításával elősegítette a banki hitelezés helyreállítását és a kkv szektor hitelhez-jutását, erősítve a monetáris politika hatásosságát. A 2013 júniusától elérhető NHP források folyamatosan növekvő szerepet játszanak a magyar kis és közepes vállalatoknak nyújtott hitelek piacán.

A folyósított hitelek különböző célokra használhatták fel a vállalkozások: meglévő hitelük kiváltása mellett, forgóeszköz, beruházási és EU-s támogatást előfinanszírozó hitelek igénybe. Hitelcélról függően az egyes hitelek eltérő csatornákon keresztül és más-más mértékben érinthették a gazdaság növekedését. Mivel az NHP keretein belül a piaci hitelekhez képest kedvezőbb kamatkondíciók mellett lehet hitelhez jutni, a korábbi hitelek kiváltása növelte a vállalatok jövedelmezőségét (itt is megjelenik az ún. jövedelmi hatás), devizahitelek esetén ráadásul csökkentette a nyitott árfolyam-pozícióból fakadó kockázatokat. Az alacsonyabb rögzített kamatszint a vállalatok hitelképességét, így hosszabb távon a banki hitelkínálatot is növelhették. A forgóeszköz-finanszírozási hitelek bővülése javította a meglévő termelőkapacitások kihasználhatóságát, míg a legintenzívebb növekedési hatás a beruházási célú hitelekhez kapcsolódik. Az NHP beruházási és EU-s támogatást előfinanszírozó hitelein keresztül - a piaci feltételekhez képest - csökkentette a finanszírozáshoz szükséges külső források költségét, ezzel növelte a beruházási hitelkeresletet és a profitábilisan megvalósítható beruházások számát.

Az igénybe vett hitelek megoszlása alapján az NHP első szakaszában jelentős volt a vállalatok javuló jövedelmezőségéhez köthető növekedési hatás, míg a második szakasz inkább az új beruházások megvalósulásán keresztül támogatta a gazdasági növekedést.

Becslési eredmények szerint – főként a megvalósított beruházásokon keresztül – az NHP két szakasza 2013-2014-ben összesen 0,3-1,1 százalékos GDP-többletet generált. Összességében az alapkamat csökkentés hatásai kiegészülve a Növekedési Hitelprograméval az elmúlt két évben akár 2 százalékos GDP-növekményhez is hozzájárulhattak, amivel a konjunktúra élénkülésének közel felét támogathatták.

Mire számíthatunk az elkövetkező években?

Ezen növekedési hatás ismeretében jogosan merül fel a kérdés, hogy vajon mindez a következő években is elérhető-e? A legfontosabb mechanizmusok tekintetében fokozatos változásra számíthatunk. A közel 500 bázispontos vágást eredményező kamatcsökkentési ciklus egy relatíve magas kamatszintről indulva következett be, így hasonló mértékű lazítás már csak az alapkamat nulla alsó korlátja miatt technikailag sem képzelhető el. Ugyanakkor egyre fontosabb tényező lehet, hogy a lakossági devizahitelek forintosításával, és az eladósodottság válság óta bekövetkezett számottevő csökkenésével oldódhatnak a magas megtakarítási hajlandóságot okozó óvatossági megfontolások. A fogyasztási és beruházási motiváció erősödése egyrészt közvetlenül élénkítheti a növekedést, másrészt a kereslet élénkülésével hitelfelvételben eddig nem gondolkodó vagy kockázatosabbnak ítélt ügyfelek is növelhetik hiteligényüket. Ezen hitelkereslet kielégítésében a kkv-k körében az NHP-nak változatlanul fontos szerepe lehet. Összességében az elmúlt években a monetáris transzmisszióban meghatározó jövedelmi csatorna előretételezve egyre mérsékeltebb szerepet vállalhat, miközben fokozatosan erősödhet a monetáris politika hagyományos, a kereslet élénkülésében jelentkező helyettesítési hatása. E két hatás eredőjeként a jegybanki döntések még jó ideig támogathatják a hazai GDP növekedését.

„Szerkesztett formában megjelent a Napi.hu oldalon 2015. február 18-án.”