

Komlóssy Laura- Vadkerti Árpád:

Az újraindított kamatcsökkentési ciklus makrogazdasági hatásai

A Magyar Nemzeti Bank 2012 augusztusában fokozatos kamatcsökkentési ciklus elindítása mellett döntött, melynek során a jegybanki alapkamatot 2014. július végéig összesen 490 bázisponttal csökkentette. A Monetáris Tanács 2015 márciusában újabb kamatcsökkentési ciklus indítása mellett döntött az inflációs és makrogazdasági kilátások ismeretében. Azóta az újabb, óvatos kamatcsökkentéseken keresztül a jegybanki alapkamatot 60 bázisponttal, 1,5 százalékra mérsékelte. Az így megvalósított kamatcsökkentés mérsékli a 3 százalékos inflációs cél alullövésének kockázatát és pozitív hatást gyakorol a gazdasági aktivitásra, tovább mérsékli az állampapír-piaci hozamokat és a banki kamatokat, valamint javítja az MNB eredményen és a kamatkiadásokon keresztül az államháztartás pozícióját. A kamatcsökkentési ciklusok összességében az idei évvel bezárólag 1,3 százalékkal növelhetik a bruttó hazai terméket (emellett a Növekedési Hitelprogram több mint 1 százalékkal járulhatott hozzá a GDP emelkedéséhez, így az intézkedések együttesen az elmúlt évek hazai növekedésének mintegy felét okozták). A magyar állampapír-piaci hozamok jelentős csökkenése következtében – azok tartós fennmaradása esetén - az államháztartás éves kamatmegtakarítása hosszú távon a GDP több mint 1,7 százaléka lehet. 2016-ban a potenciális megtakarítás meghaladhatja a 300 milliárd forintot. A bankközi hozamgörbe alakulása azt mutatja, hogy a tartósan alacsony kamatkörnyezet a piaci és elemzői várakozások alapján hosszabb távon fennmaradhat.

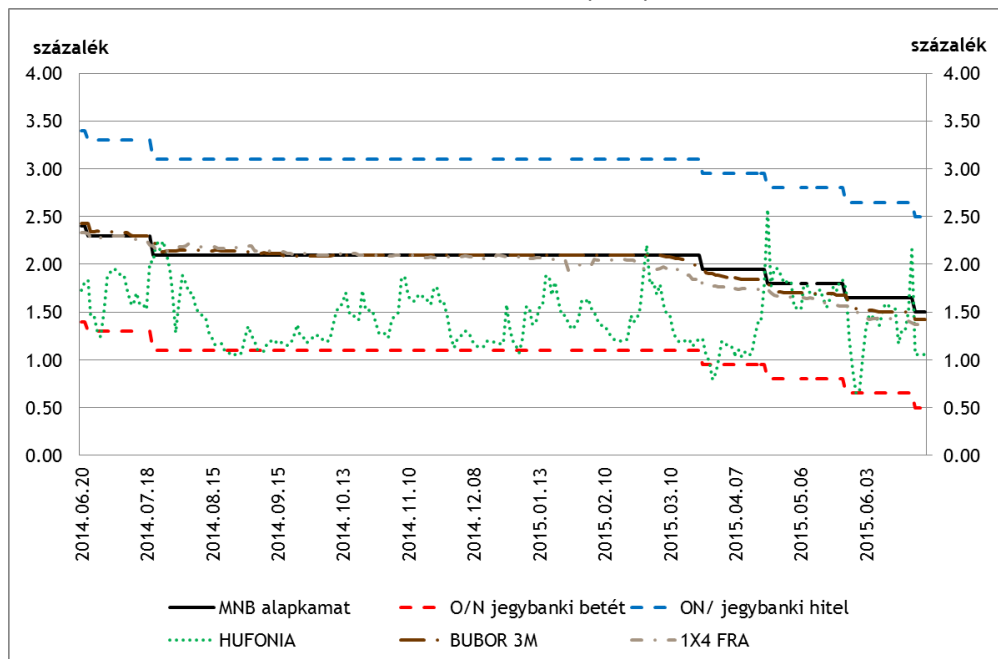
A kétéves kamatcsökkentési ciklus során az alapkamatot 7 százalékról 2,1 százalékra mérsékelte a jegybank. 2012 nyarán a nemzetközi kockázati megítélés fokozatos javulása és a fejlett országok jegybankjainak tartósan laza monetáris politikája lehetővé tette a kamatcsökkentési ciklus megindítását, miközben a hazai tényezők tovább növelték a monetáris politika mozgásterét. A kamatcsökkentési ciklus lépései fokozatosan és a piac által fenntarthatónak tekintett módon épültek be az állampapír-piaci hozamokba és a banki kamatokba. A csökkenő kamatterhek segítették a termelőkapacitások megőrzését és támaszt nyújtottak a gazdasági kilábaláshoz, ezzel elősegítve a jegybank 3 százalékos inflációs céljának középtávú elérését. A jegybanki irányadó kamat csökkentése a rövid pénzügyi hozamok befolyásolásán keresztül a referencia-árazás miatt a meghatározó lakossági és vállalati banki termékekben hasonló nagyságrendű kamatcsökkenést eredményezett, mely a magánszektor hitelterheit több százmilliárd forinttal csökkentette, megakadályozva ezzel a mérlegkiigazítás időszakában a hitelállomány, a fogyasztás és a beruházás további drasztikus zuhanását. Az állampapír-piaci hozamok a kamatcsökkentési ciklus kezdete óta jelentősen mérséklődtek, ami az állam kamatkiadásainak már rövidtávon is jelentkező, de hosszútávon még erőteljesebb csökkenését okozza. A hozamcsökkenés kamatkiadásokat mérséklő hatása előbb a rövid futamidejű és a kibocsátott hosszabb futamidejű papíroknál, majd ezen keresztül évről-évre az adósság mind nagyobb részénél érvényesül, tehát több éves időhorizonton megy végbe.

A Magyar Nemzeti Bank Monetáris Tanácsa az inflációs és makrogazdasági folyamatokat értékelve 2015 márciusában az irányadó ráta további csökkentése, és a kamatcsökkentési ciklus újraindítása mellett döntött. A kamatcsökkentésre az inflációs céllal konzisztens szinttől elmaradó alapfolyamatok, a tartósan negatív kibocsátási rés, a cél alatt stabilizálódó inflációs várakozások, a historikusan is alacsonynak tekinthető nyersanyagárak és a céltól jelentősen elmaradó aktuális

infláció, valamint a globális és régiós szinten összességében továbbra is lazának tekinthető monetáris kondíciók adtak lehetőséget.

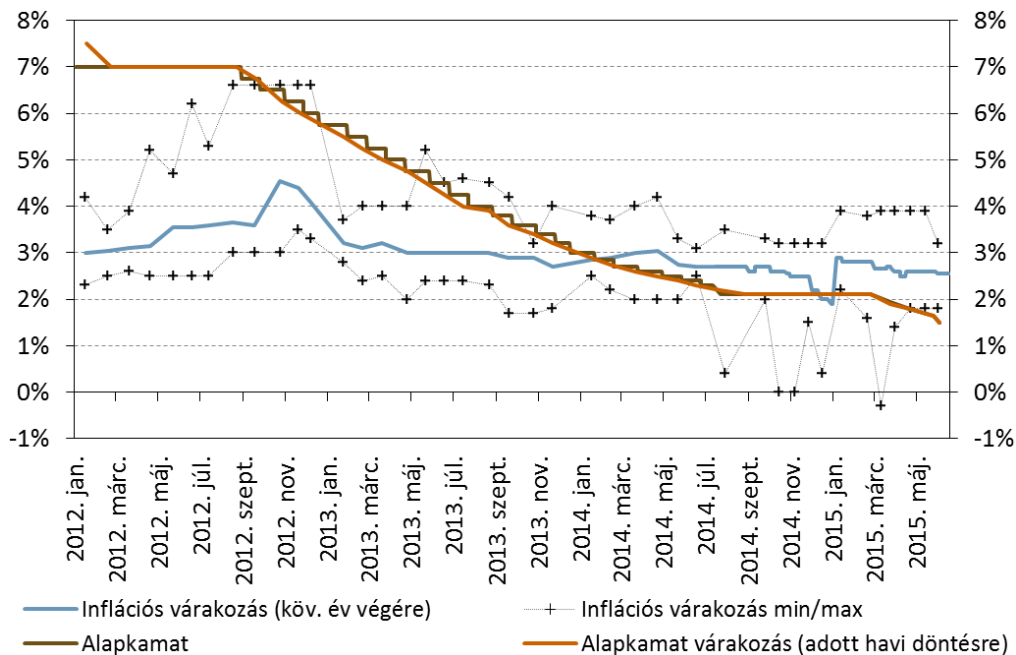
Az újraindított kamatcsökkentési ciklus hatása fokozatosan érvényesült a rövid pénzügyi hozamokban (1. ábra), mind a bankközi hozamgörbék rövid oldala fokozatosan lekövette az alapkamat csökkentésének ütemét. Érdekes fejlemény, hogy a HUFONIA jegyzései áprilisban és májusban a korábbi időszakban tapasztaltaknál sokkal inkább megközelítették a kamatfolyosó közepét.

1. ábra: MNB kamatok és pénzügyi hozamok



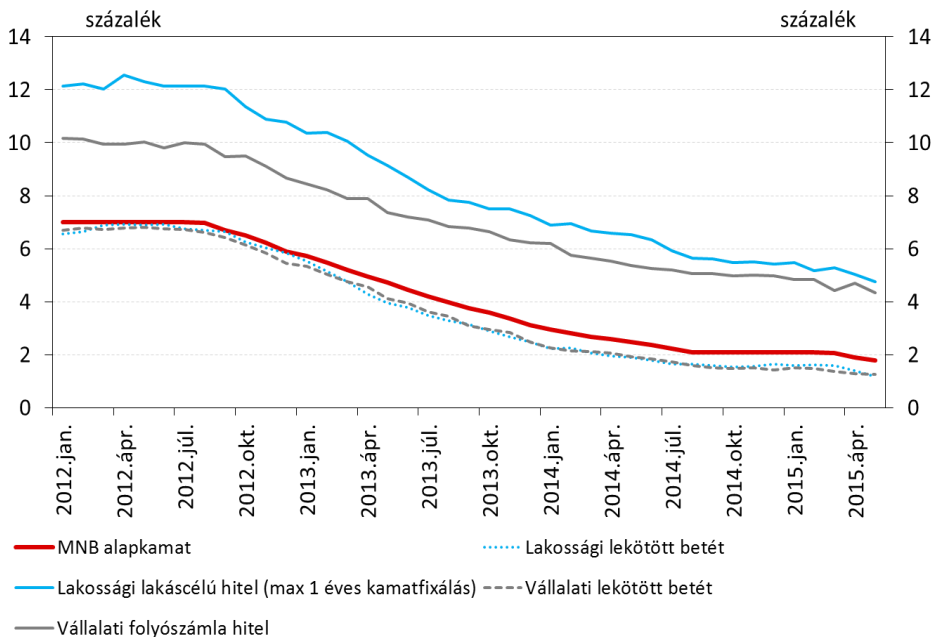
Az óvatos lépésekben végrehajtott kamatcsökkentések piaci hozamokba történő fokozatos beárazódása, a lapos hozamgörbe, illetve az elemzők inflációs várakozásai (2. ábra) azt jelzik, hogy a piaci szereplők a jegybanki inflációs céllal tartósan összhangban lévőnek tekintik az alacsony kamatkörnyezetet.

2. ábra: A piaci elemzők következő év végi inflációra és az aktuális kamatdöntésre vonatkozó várakozása (Reuters felmérés)



A kamatcsökkentési ciklus újraindítása a banki kamatokat is tovább mérsékelte (3. ábra). A referencia árazás miatt a banki termékek kamataira is folyamatos hatással van az alapkamat óvatosabb ütemű mérséklése is. A jelenleg rendelkezésre álló, 2015. májusi adatok alapján, a kamatcsökkentési ciklus újraindulása óta a lakossági lakáscélú hitelek és a vállalati folyószámla hitelek kamata is rendre mintegy 50 illetve 10 bázisponttal mérséklődött a vizsgált időszakban. A kamatciklus megindítása óta előbbieket esetében összességében mintegy 700, utóbbiaknál közel 550 bázispontos csökkenés tapasztalható.

3. ábra: Az MNB alapkamat, illetve egyes forint hitel és betét termékek kamatának alakulása



A jegybanki alapkamat 2012 augusztusa óta történt, összesen 550 bázispontos csökkentése hozzájárult a gazdasági kibocsátás szintjének emelkedéséhez (1. táblázat), valamint érdemben mérsékelte a jegybanki inflációs cél alullövésének mértékét. A jegybanki kamatváltozások némi késleltetéssel jelentkeznek az árakban (jellemzően 1 év), így az elmúlt időszakai kamatcsökkentések idén és jövőre is éreztetik az áralakulásra kifejtett hatásukat. A teljes kamatcsökkentési ciklus az éves átlagos infláció mértékét tavaly közel 1 százalékponttal növelhette, idén pedig mintegy másfél százalékponttal emelheti meg az inflációs rátát. A kamatcsökkentések hiányában mind az elmúlt évi, mind az idej átlagos infláció számottevően negatív tartományba (-1 százalék alá) süllyedhetett volna, felvetve egy tartós deflációs periódus kockázatát.

A csökkenő jegybanki alapkamat a fogyasztás és beruházások fokozatos növekedéséhez is hozzájárult. A kamatcsökkentési ciklus megkezdése óta a magyar gazdaság ár- és költség alapú versenyképessége kedvezőbben alakult a régiósnál, mely az export élénkülésén keresztül szintén hozzájárulhatott a gazdasági növekedéshez. E hatások eredményeként önmagában a kamatcsökkentések az idej évvel bezárólag összességében 1,3 százalékkal növelhetik a bruttó hazai terméket. *Érdemes megemlíteni, hogy a Növekedési Hitelprogram több mint 1 százalékkal járulhatott hozzá a GDP emelkedéséhez, így az intézkedések együttesen az elmúlt évek hazai növekedésének mintegy felét okozták.*

1. táblázat: Kamatcsökkentési ciklus hatása az inflációra és a GDP szintjére vonatkozóan, adott időszaki átlag¹

Időszak	Infláció (százalékpont)	GDP szint (százalék)
2013	0,4	0,5
2014	1,1	1,1
2015	1,6	1,3

A nemzetközi környezet és a hazai gazdaság kedvező kilátásai, valamint a fegyelmezett fiskális politika mellett a jegybanki programok (kamatcsökkentési ciklus, önfelfinanszírozási program, jegybanki eszköztár-átalakítás) is nagymértékben hozzájárultak az állampapír-piaci hozamok csökkenéséhez és az állampapír-piaci kereslet növekedéséhez. A hosszú hozamok (10 éves és hosszabb) ugyanakkor főként a görög államcsőd valószínűségének növekedése, az eurozónára vonatkozó inflációs várakozások emelkedése és a Fed kamatemelésére vonatkozó várakozások miatt az elmúlt időszakban emelkedni kezdtek korábbi alacsony szintjükről.

A jelenlegi alacsony hozamkörnyezet fennmaradását, a forintfinanszírozás növekedésével párhuzamosan a devizaadósság arányának mérséklődését és a forint árfolyamának stabilitását feltételezve hosszútávon az államháztartás éves kamatmegtakarítása a GDP több mint 1,7 százaléka lehet. Az MNB előrejelzése szerint 2015 végére 0,9 százalékos, 2016 végére pedig 1,1 százalékos

¹ A kamatcsökkentési ciklus makrogazdasági hatásainak számszerűsítése az MNB aktuális előrejelzői modelljével (MPM modell) készült.

GDP-arányos csökkenés valósulhat meg. Így 2016-ban a potenciális megtakarítás meghaladhatja a 300 milliárd forintot. A kamatcsökkentések az MNB kamateredményét is érdemben javították.

Előretekintve, a bankközi hozamgörbe alakulása alapján az idei év végére a jelenlegihez hasonló, míg 2016 végére csak enyhén magasabb (1,8 százalékos) kamatszint rajzolódik ki, amely azt mutatja, hogy a tartósan alacsony kamatkörnyezet Magyarországon a piaci és elemzői várakozások alapján hosszabb távon fennmaradhat.

„Szerkesztett formában megjelent a Napi.hu oldalon 2015. július 20-án.”