

Palotai Dániel:

A jelenlegi 1,35 százalékos alapkamat tartós fenntartása szükséges a gazdaság egyensúlyának eléréséhez

A kamatcsökkentési ciklus 1,35 százalékon történő lezárásával az alapkamat most érte el azt a stabil, az egyensúly eléréséhez szükséges szintet, amelynek a tartós fenntartása a Monetáris Tanács megítélése szerint biztosítja az inflációs cél középtávú elérését és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzését. Ezzel monetáris politika számára releváns időhorizonton a jelenlegi kamatkondíciók - az aktuális kockázati felárak mellett és az előrejelzési feltételek teljesülése esetén – a rövid-közép távú egyensúlyi szinthez közelinek tekinthetők.

A hosszú távú egyensúlyi avagy semleges kamatszint mellett a jegybank kamatkondíciói nem csökkentik és nem is erősítik az inflációs nyomást. Ugyanakkor rövid távon – a gazdaság ciklikus pozíciójától függően - ettől akár tartósan eltérő lehet az a kamatszint, amely az egyensúlyi helyzet felé tereli a gazdaságot. A közgazdasági elméletek szerint egy gazdaság egyensúlyi helyzetében a kamatszint akkor kerül a hosszú távú egyensúlyi, azaz semleges szintjére, ha egyrészt a gazdaság a keresleti és kínálati kapacitásokkal összhangban alakul (más szóval zárt a kibocsátási rés), továbbá nem várható inflációs nyomás, és a kockázati felárak is megfelelnek középtávú értéküknek. Ebben a helyzetben a monetáris politikának sem inflációs, sem reálgazdasági vagy stabilitási szempontok miatt nem kell változtatnia az alapkamaton, a jegybanki inflációs mandátum a monetáris politika horizontján (és azon túl is) teljesül. A semleges kamathoz történő viszonyítást ugyanakkor nehezíti, hogy nem megfigyelhető változó, így csak jelentős bizonytalanság mellett becsülhető.

A semleges kamat az elmúlt években számottevően csökkent a válság előtti szintjéhez képest. A felhalmozott adósságok leépítése elhúzódó alkalmazkodási folyamatot kíván meg az eladósodott gazdasági szereplők részéről, a beruházások számottevően elmaradnak a válság előtti évekre jellemző szinttől, ami az alacsonyabb semleges kamat irányába mutat. Mindezek következtében a fejlett országok jelentős hányadában negatív reálkamat szint alakult ki és a folyamat számos esetben tartósan így maradhat. Ez világszerte megfigyelhető folyamat, nem véletlen, hogy más jegybankok döntéshozói szintén a semleges kamat csökkenésére hívták fel a figyelmet az elmúlt pár évben (példaként említhető a Bank of England vagy a kanadai jegybank). Emellett a Federal Reserve döntéshozóinak irányadó kamatra vonatkozó hosszabb távú előrejelzései is arra engednek következtetni, hogy az elmúlt években tovább mérséklődhetett az a kamatszint, amit a döntéshozók semlegesnek tekintenek.

Amennyiben a jegybanki céltől tartósan eltér az infláció, akkor a jegybanknak a hosszú távú egyensúlyitól eltérő rátát kell alkalmaznia, mert ez a - rövid-közép távon akár tartósan fennmaradó stabil - kamatszint biztosíthatja a gazdasági egyensúly helyreállítását. Ha a gazdaságban számottevő a kihasználatlan kapacitások aránya, a munkanélküliség tartósan meghaladja a strukturális tényezők által meghatározott szintjét, és az infláció előretekintve is elmarad az inflációs céltől, akkor az egyensúly helyreállításához szükséges, hogy a jegybank a kamatokot – akár a monetáris politika szempontjából releváns horizont egészen - tartósan és akár számottevő mértékben a hosszú távú egyensúlyi szint alá csökkentse. Ez biztosíthatja azt a szükséges monetáris élénkítést, amivel a jegybank alulról közelítve elérheti elsődleges célját, az árstabilitást.

A magyar gazdaságban a monetáris politika számára releváns időhorizonton a jelenlegi kamatkondíciók - az aktuális kockázati felárak mellett és az előrejelzési feltételek teljesülése esetén – a rövid-közép távú egyensúlyi szinthez közelinek tekinthetők. A magyar gazdaságot tartósan cél alatti infláció jellemzi, emellett folyamatban van a gazdasági szereplők mérlegalkalmazkodása, a hosszú távú gazdasági felzárkózáshoz a hitelezési aktivitás további emelkedése lenne kívánatos. Az MNB számításai szerint a kamatcsökkentési ciklust követően az alapkamat most érte el azt a stabil, a gazdasági egyensúly eléréséhez szükséges szintet, ami a Monetáris Tanács megítélése szerint biztosítja az inflációs cél középtávú elérését és a reálgazdaság ennek megfelelő mértékű ösztönzését.

Az aktuális kamatszint összhangban van a kamatpálya aljára vonatkozó piaci várakozásokkal és az inflációs cél elérésével. Mind a kamatpálya aljára vonatkozó piaci (elemzői) várakozások, mind a bankközi hozamokból implikált hozamgörbe mélypontja 1,35 százalékos kamatszintet tükrözött. Előretekintve a kamatcsökkentési ciklus lezárását követően több elemző szerint legalább 2016 végéig a jelenlegi szinten maradhat a magyar alapkamat. Az elemzők az irányadó ráta tartós tartását többek között a csak fokozatosan záródó kibocsátási réssel, a mérsékelt inflációs nyomással és lefelé mutató inflációs kockázatokkal, illetve a huzamosabb ideig laza nemzetközi monetáris kondíciókkal indokolják. Az inflációs kilátások és a reálgazdaság ciklikus pozíciója az MNB számításai szerint is – a jegybanki előrejelzések feltételeinek teljesülése mellett – tartósan laza monetáris kondíciók irányába mutat.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2015. július 23-án.”