

Virág Barnabás: Az alacsony kamatok kora?¹

A világgazdasági válság utáni globális monetáris lazítás egyelőre nem vezetett az infláció emelkedéséhez, sőt, az áremelkedési ütem elmarad a jegybanki céloktól. Vajon az elmúlt években a monetáris politika hatásmechanizmusa teljes mértékben megváltozott volna, vagy ezen a területein is még a 2008/09-es válság hosszabb távon ható következményeit látjuk?

A 2007-től fokozatosan kibontakozó, majd 2008-tól intenzív szakaszába lépő válság még egy fél évtized elteltével is ránehezedik a globális gazdaságra. A vezető jegybankok a monetáris politikai eszköztár egyre szélesebb körét bevetve igyekeznek a növekedést támogatni és elkerülni a defláció esetleges kialakulását. Az alacsony jegybanki kamatokat a tankönyv szerint a kereslet élénkülésének és az infláció fokozatos emelkedésének kellene követnie. Ezzel szemben az elmúlt negyedévekben is általánosan a jegybanki célok alatt alakuló inflációt, és változatlanul mérsékelt növekedést láthattunk. Egyre gyakrabban merül fel a kérdés, hogy az extrém laza monetáris politikai környezet ellenére milyen tényezők magyarázhatják ezt a lassú kilábalással és alacsony inflációval jellemezhető periódust.

A kérdés megválaszolása előtt érdemes tisztázni egy a jegybankok által kiemelten elemzett változó az úgynevezett semleges reálkamat fogalmát. A semleges reálkamat a gazdaságnak azon kamatszintje, ami mellett az infláció a jegybanki célokkal összhangban alakul, miközben a gazdaság a kínálati kapacitásokkal összhangban, egy fenntartható pályán növekszik. Kitéüntetett szerepét az indokolja, hogy a monetáris politika gazdasági hatásait nem önmagában a reálkamat mértéke, hanem annak a semleges szinttől vett eltérése határozza meg. A semlegesnél alacsonyabb reálkamatot biztosító monetáris politika támogató hatású (élénkíti a növekedést és emeli az inflációt), míg az annál magasabb reálkamatot eredményező kontrakciós hatású. A világgazdaságban a semleges reálkamat szintjét a megtakarítások és a beruházások egyensúlya határozza meg. Ha a gazdasági szereplők többet takarítanak meg, az növeli a pénzügyi források kínálatát, és csökkenti a semleges reálkamatot. A beruházások iránti igény erősödése ezzel szemben emelheti az egyensúlyi kamatszintet.

Miért is fontos ez számunkra? A nemzetközi kereskedelmi és pénzügyi integráció növekedésével az egyes gazdaságokban kialakuló kamatszintre a belföldi szereplők viselkedése mellett egyre nagyobb hatással vannak a globális megtakarítási és beruházási folyamatok. A világban a megtakarítások és beruházások egyensúlyának elmozdulása már jóval a válság előtt csökkenő pályára állította a semleges reálkamatot. A fejlett gazdaságokban gyakorlatilag a '80-as évek kezdete óta folyamatosan csökkentek a reálkamatok. A jelenség hátterében egyrészt a gyorsan fejlődő – többnyire ázsiai, illetve olajexportőr – gazdaságok növekvő belföldi megtakarításai álltak. Másrészt a technológiai fejlődés következtében olcsóbbá váltak a beruházási javak, így adott mennyiségű tőkefelhalmozás kevesebb pénzügyi forrással is megvalósíthatóvá vált. A 2008-ban bekövetkezett gazdasági válság tovább mélyítette a reálkamat csökkenő trendjét. A háztartások körében az óvatossági megfontolások erősödése növelte a megtakarításokat, míg a bizonytalanuló keresleti környezet és a banki hitelkínálat számottevő szigorodása általánosan csökkentette az új beruházások iránti igényt.

¹ A szerző a Magyar Nemzeti Bank munkatársa.

A semleges kamatszintet befolyásoló tényezők azonosításával közel kerülünk a bevezetőben feltett kérdésünk megválaszolásához is. Bár a reálkamatok a világ legtöbb gazdaságában gyorsan süllyedtek a válság kitörését követően, ám ez a semleges reálkamat számottevő csökkenésével párhuzamosan következett be. Ez az oka annak, hogy a reálkamatok jelentős süllyedése idáig nem hozhatott látványos elmozdulást a növekedési és inflációs folyamatokban. A magas adóságok leépítésére fókuszáló gazdasági szereplők az alacsony kamatok ellenére sem változtatják meg érdemben fogyasztási-megtakarítási döntéseiket. Ráadásul az irányadó kamat több gazdaságban már a nulla százalék közelébe csökkent, így a jegybankok már további, nem-szokványos eszközök (például eszközvásárlási programok, előretekintő iránymutatás) alkalmazására kényszerültek, hogy mérsékeljék a gazdasági szereplők döntéseit befolyásoló reálkamatot.

Természetesen joggal tehető fel a kérdés, hogy a következő években vajon miként alakulhat a semleges kamat, és az ezt meghatározó tényezők. Bár az amerikai jegybank szerepét betöltő Federal Reserve az elmúlt hónapokban már fokozatosan csökkent a eszközvásárlási programjának méretét, a válság következményei még hosszabb idei meghatározóak maradhatnak. 2008-ban a világgazdaságon egy szinkronizált adósságválság söpört végig, ahol a probléma gyökerét a több gazdasági régióban, több szereplőnél (jellemzően a háztartások és az állam) egyszerre jelentkező túlzott mértékű eladósodás jelentette. A korábbi válságok tapasztalatai azt mutatják, hogy az adósságválságok után a kereslet és különösen a beruházások rendkívül lassan állnak helyre. Bár a fejlődő gazdaságok lassuló és egyre inkább a belföldi keresletre építő növekedése némileg csökkentheti a régió megtakarítási hajlandóságát, ám ennek hatását kiolthatja, hogy a pénzügyi rendszer szigorúbb szabályozása növelheti az alacsony kockázatú eszközök (jellemzően állampapírok) iránti igényt.

Összességében a globális megtakarítási és beruházási tényezőkben rövid távon nem számíthatunk érdemi elmozdulásra. Ezzel összhangban a monetáris politika számára meghatározó semleges kamat mértéke is még jó ideig érdemben a válság előtti érték alatt maradhat, ami miatt a monetáris politikát lazító jegybanki lépések is lassabban fejthetik ki várt gazdasági hatásait.

Megjelent a Világgazdaság 2014. június 2-i számában.